

بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام

■ رضا غلامی^۱

■ پدram عزیزی^۲

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام است. دوره پژوهش از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ و نمونه آماری متشکل از ۸۲ شرکت (۴۱۰ شرکت - سال) پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، ابتدا، رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، در قالب یک فرضیه جداگانه بررسی گردید. سپس، تأثیر ترکیبی (تعديلگر) ویژگی‌های کمیته حسابرسی و ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام در قالب چهار فرضیه سنجیده شد. اهرم مالی به عنوان متغیر ساختار سرمایه و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر نقدشوندگی در نظر گرفته شد. ویژگی‌های کمیته حسابرسی در پژوهش حاضر شامل استقلال، تجربه و تخصص است. نتایج پژوهش، حاکی از آن است که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام)، ارتباط منفی (مثبت) و معناداری وجود دارد. برازش مدل دوم، نشان می‌دهد که استقلال و تخصص کمیته حسابرسی، رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام را تضعیف می‌کند؛ اما تجربه کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی، فاقد تأثیر معنادار است.

کلمات کلیدی: کمیته حسابرسی، ساختار سرمایه، نقدشوندگی سهام، اهرم مالی، شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام.

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان، نویسنده مسئول. پست الکترونیک: r.gholami@vru.ac.ir

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه ولی عصر (عج) رفسنجان

بیان مسئله

کمیته حسابرسی به عنوان یکی از کمیته‌های فرعی از هیئت مدیره و جزئی ضروری از ساختار اثربخش کنترل داخلی شرکت با ایجاد ارتباط مناسب بین هیأت مدیره، حسابرسان مستقل و حسابرسان داخلی شرکت و همچنین، نظارت بر فرایند گزارشگری مالی و حسابرسی منجر به کاهش هزینه‌های روابط نمایندگی و بهبود این روابط می‌شود (دی، ۲۰۰۸؛ سان و همکاران، ۲۰۱۴؛ قاسم، ۲۰۱۸؛ تختایی و همکاران، ۱۳۹۰؛ باباجانی و خنکا، ۱۳۹۱؛ سلیمانی و مقدسی، ۱۳۹۳؛ فخاری و همکاران، ۱۳۹۴؛ بذرافشان، ۱۳۹۵). بنابراین، کمیته حسابرسی در نظام حاکمیت شرکتی منسجم و ساختار یافته، از طریق ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت نقش مهمی در جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه داشته و موجبات ایجاد بازارهای سرمایه‌ای با نقدشوندگی و عمق بالا را فراهم می‌آورد. بطور کلی، بهبود کیفیت حسابرسی موجب بهبود کیفیت اطلاعات و متعاقباً کاهش عدم تقارن اطلاعات و به تبع آن افزایش حجم معاملات و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود (شیرین‌بخش و همکاران، ۱۳۹۲؛ بذرافشان، ۱۳۹۵).

تقارن اطلاعاتی و افشای به موقع اطلاعات با کیفیت، به سرمایه‌گذاران بازار این مهم را مخابره می‌کند که حاکمیت شرکتی در راستای حفظ منافع سهامداران عمل می‌کند. از این رو سرمایه‌گذاران به سوی چنین شرکت‌هایی سوق می‌یابند و حاضرند با صرف هزینه بیشتری سهامدار شرکت شوند و همین امر موجب کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود (فاربر و همکاران، ۲۰۱۸؛ شیرین‌بخش و همکاران، ۱۳۹۲؛ بذرافشان، ۱۳۹۵). لذا، با آگاهی از وضعیت حاکمیت شرکتی، می‌توان تا حدی به استراتژی‌های اساسی شرکت‌ها در پیشبرد اهداف و تأمین منافع سهامداران پی برد (واعظ و همکاران، ۱۳۸۹؛ کاظمی و سعادت‌نژاد، ۱۳۹۵). یکی از این استراتژی‌های اساسی شرکت‌های سهامی، تعیین ساختار بهینه سرمایه است که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶).

تعیین ساختار سرمایه، به معنای نحوه تأمین مالی شرکت‌ها بر ارزش و بازده شرکت تأثیرگذار است. تصمیم‌گیری در ارتباط با نحوه تأمین مالی و تعیین ساختار سرمایه، باید به نحوی باشد که هزینه سرمایه شرکت به حداقل برسد و در نتیجه، ارزش شرکت و بازده سهامداران حداکثر شده و انتظار سهامداران برآورده شود (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶). به طور کلی، ساختار سرمایه به ترکیب منابع مورد استفاده برای تأمین مالی اشاره دارد (شیائو و همکاران، ۲۰۰۹) و در پی رسیدن به حدی از تعادل میان دو منبع اصلی تأمین مالی، یعنی بدهی و حقوق صاحبان سهام است که بتواند در آن نقطه، ارزش شرکت را به حداکثر برساند و در مقابل، هزینه منابع تأمین مالی را تا حداقل ممکن کاهش دهد (اصولیان و باقری، ۱۳۹۵).

وام و سهام، به عنوان دو گروه اصلی تأمین مالی شرکت‌ها معرفی شده‌اند (سینائی، ۱۳۸۶؛ کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۷؛ ستایش و همکاران، ۱۳۸۸). در این بین، استفاده از منابعی

که از ایجاد بدهی حاصل شده است ضمن ایجاد مقدار قابل توجهی هزینه ثابت، موجب افزایش اهرم و در نتیجه ریسک بیشتر خواهد گردید. همین امر موجب بد شکل گرفتن ساختار سرمایه و افزایش اهرم مالی می‌شود (لیپسون و مورتال، ۲۰۰۹). اگر شرکتی از سهام، جهت تأمین مالی استفاده می‌کند ضروری است که به قدرت نقدشوندگی سهام توجه کند (سینائی، ۱۳۸۶). زیرا، در شرکت‌های با نقدشوندگی پایین سهام، سرمایه‌گذاران انتظار بازده بیشتری خواهند داشت و همین امر منجر به افزایش هزینه سرمایه می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود نقدشوندگی پایین‌تر سهام منجر به استفاده نسبتاً بیشتری از بدهی گردد (لیپسون و مورتال، ۲۰۰۹). بدیهی است در چنین وضعیتی، تأمین مالی از طریق بدهی برای شرکت مطلوب‌تر جلوه می‌کند. البته تا جایی که تعادل بین مزیت حاصل از بکارگیری بدهی و افزایش هزینه‌هایی همچون هزینه نمایندگی، حفظ شود.

به طور بالعکس، با افزایش قدرت نقدشوندگی سهام، سرمایه‌گذاران انتظار بازده کمتری دارند و همین امر منجر به کاهش هزینه سرمایه می‌شود (مؤمن‌بیگی و سهرابی، ۱۳۹۳). بنابراین، این انتظار وجود دارد، شرکت‌هایی که سهام آن‌ها از نقدشوندگی بیشتری برخوردارند، از انتشار سهام بیشتری به عنوان منبع تأمین مالی بهره‌برند و همچنین به هنگام تأمین مالی، از حقوق صاحبان سهام در مقایسه با بدهی، بیشتر استفاده نمایند (خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). همچنین، انتظار بر این است که در شرکت‌هایی که از بدهی بیشتری در ساختار سرمایه خود استفاده نموده‌اند، سهامشان از نقدشوندگی کمتری برخوردار باشد (خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). در این راستا، ضروری است که مشخص شود «آیا نقدشوندگی سهام در شرکت‌های سهامی دارای سطوح بالای بدهی که تحت نظارت بیشتری از سوی کمیته حسابرسی قرار دارند با نقدشوندگی سهام در شرکت‌های با سطوح پایین بدهی متفاوت است؟».

از آنجا که هیچ یک از پژوهش‌های انگشت‌شمار صورت گرفته در خصوص عوامل تأثیرگذار بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی تأثیر کمیته حسابرسی بر این رابطه نپرداخته‌اند؛ لذا در پژوهش حاضر، سعی بر آن است که ابتدا، رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام سنجیده شود و سپس تأثیر کمیته حسابرسی بر این رابطه، بررسی شود. به طور کلی، هدف از این پژوهش، پاسخگویی به این سؤال است که «آیا کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام مؤثر است؟».

از آنجا که ایجاد و بکارگیری کمیته حسابرسی در کشورهای توسعه یافته در پیشگیری از وقوع اعمال مخدوش‌کننده قانون، گسترش اخلاق، بهبود کیفیت گزارشگری و ارائه اطلاعات و گزارش‌های مالی شفاف و قابل اتکا مؤثر بوده است (فخاری و همکاران، ۱۳۹۴)، انتظار می‌رود وجود کمیته حسابرسی در واحدهای اقتصادی در ایران نیز تأثیر مهمی بر حاکمیت شرکتی در راستای اتخاذ تصمیمات استراتژیک از جمله نحوه تعیین ساختار سرمایه و همچنین، قدرت نقدشوندگی سهام داشته باشد. همچنین، نوظهور بودن و الزام وجود کمیته حسابرسی و نقش و ویژگی‌های آن به عنوان ابزاری برای کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های ایرانی موجب شده

است که محققان بیشتر به پژوهش در این ارتباط بپردازند.

با توجه به بررسی‌های صورت گرفته در پژوهش‌های حوزه بازار سرمایه ایران و جدید بودن الزامات مرتبط با وجود کمیته حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، این اولین پژوهش تجربی است که چگونگی تأثیر کمیته حسابرسی بر رابطه میزان بدهی و نقدشوندگی سهام را مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام و همچنین، نقش کمیته حسابرسی شرکت‌ها را در فرآیند تشکیل سطوح بدهی و قدرت نقدشوندگی سهام به خوبی روشن سازد. بنابراین، دستاورد و نوآوری پژوهش حاضر، افزایش دانش مخاطبین در زمینه‌ی ارتباط بین کمیته حسابرسی، ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، همراه با یافته‌های تجربی و مستند از موضوع، در بازار سرمایه ایران خواهد بود. بنابراین، انتظار می‌رود نتایج پژوهش حاضر بتواند نوآوری و دانش‌افزایی علمی به شرح ذیل داشته باشد:

- نتایج پژوهش، می‌تواند موجب بسط مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در حوزه کمیته حسابرسی، ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در کشورهای در حال توسعه نظیر ایران شود.
 - نتایج پژوهش نشان خواهد داد که تا چه اندازه، کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، موثر است. این موضوع می‌تواند موجب درک بهتر سرمایه‌گذاران، قانونگذاران بازار سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری از تأثیر این کمیته بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شود و در امر تصمیم‌گیری آنان راهگشا باشد.
 - نتایج این پژوهش می‌تواند برای شرکت‌هایی که به دنبال افزایش قدرت نقدشوندگی سهامشان هستند، مفید واقع شود.
 - همچنین، حوزه جدید تحقیقاتی برای پژوهشگران مالی و حسابداری به‌ویژه افرادی که در حوزه مطالعات بازار سرمایه فعالیت دارند، معرفی می‌شود.
- در ادامه، ابتدا مبانی نظری مربوط به حاکمیت شرکتی، کمیته حسابرسی و ویژگی‌های آن، ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، پیشینه تحقیق و فرضیه‌ها ارائه می‌شود. سپس، روش و الگوهای پژوهش تشریح شده و یافته‌های تجربی آزمون فرضیه‌ها، مطرح می‌گردد. در نهایت، با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ها، بحث و نتیجه‌گیری، پیشنهادها و محدودیت‌های مطالعه، ارائه خواهد شد.

مبانی نظری پژوهش

آغاز مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تأثیر چشم‌گیری بر روش کنترل شرکت‌ها داشت و بدین ترتیب، مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت (کنترل) منجر به یک مشکل سازمانی مشهور، بنام «مسئله نمایندگی» شد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۹). یکی از اصلی‌ترین سازوکارهای موثر در کاهش مسائل نمایندگی، حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی بیانگر فرآیند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، برای حصول اطمینان از همسویی

عملکرد آن‌ها با منافع سهامداران و دستیابی شرکت به اهداف تعیین‌شده، کنترل ریسک و مصرف بهینه منابع تعریف می‌شود (برگر و همکاران، ۱۹۹۷؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴؛ چانگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ آگویلا و همکاران، ۲۰۱۸؛ مقدم و مؤمنی‌یانسری، ۱۳۹۱). بنابراین، یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت‌ها، اعضای هیئت مدیره و ابزارهای آن است (مقدم و مؤمنی‌یانسری، ۱۳۹۱).

کمیته حسابرسی به‌عنوان کمیته فرعی و ابزار نظارتی هیأت مدیره است در یک مقام نظارتی و مشورتی در ارتباط با پاسخگویی به فعالیت‌های مصلحت‌اندیش فعالیت می‌کند (حاجیها و کریمی، ۱۳۹۶). کمیته حسابرسی، متشکل از ۳ تا ۵ و در برخی موارد ۷ نفر از اعضای غیر موظف هیأت مدیره است که مسوولیت نهایی نظارت بر کلیه فعالیت‌های مالی شرکت و کاهش عدم تقارن اطلاعات بین سهامداران و سایر ذینفعان را بر عهده دارد. منظور از اعضای غیر موظف کمیته حسابرسی اعضایی است که در عین عضویت در هیأت مدیره واحد اقتصادی، در آن مسوولیت اجرایی یا عملیاتی ندارند. کمیته حسابرسی طبق تعاریف موجود، کمیته‌ای متشکل از اشخاص غیرموظف هیئت مدیره است که با هدف نظارت بر امور مالی و حسابرسی دستگاه از طریق ایجاد هماهنگی بین مدیریت اجرایی و حسابرسان مستقل، ارتباط مناسب حسابرسان مستقل و داخلی، ایجاد زمینه استقلال بیشتر برای حسابرسان مستقل، رشد جایگاه حسابرسی داخلی و پاسخگویتزکردن مدیریت اجرایی تشکیل می‌شود (بنسال و شارما، ۲۰۱۶؛ نادریان، ۱۳۹۰؛ تختایی و همکاران، ۱۳۹۰؛ باباجانی و خنکا، ۱۳۹۱؛ فخاری و همکاران، ۱۳۹۴؛ حاجیها و کریمی، ۱۳۹۶).

اهمیت بالای این کمیته در نقش نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی و سلامت مالی شرکت موجب شد که در بخش ۳۰۱ قانون ساربینز آکسلی^۱ (۲۰۰۲) شرکت‌های سهامی عام ملزم به داشتن کمیته حسابرسی شوند. همچنین، مطابق با ماده ده دستورالعمل کنترل‌های داخلی، مسوولیت ارزیابی و نظارت بر کنترل‌های داخلی بر عهده کمیته‌های حسابرسی گذاشته شده است. از این رو پس از مشخص شدن نقش و تأثیر کمیته حسابرسی در شرکت‌ها برای رسیدن به اهداف و اثربخشی آن، شناخت ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کیفیت آن اساسی است. ویژگی‌های کمیته حسابرسی شامل اندازه، استقلال، تخصص مالی اعضای کمیته و تعداد جلسات تشکیل کمیته حسابرسی است (الزبان و سوان، ۲۰۱۵؛ نادریان، ۱۳۹۰؛ قدردان و همکاران، ۱۳۹۶). بر این اساس در ادامه پژوهش به بررسی برخی از ویژگی‌های غالب این کمیته که در اکثر پژوهش‌ها در ایران ارتباط معناداری با سایر متغیرها داشته‌اند، پرداخته خواهد شد.

ویژگی‌های کمیته حسابرسی

استقلال کمیته حسابرسی

از اساسی‌ترین نقش‌های کمیته حسابرسی نظارت بر مدیریت ارشد شرکت و فرآیند گزارشگری

1. The Sarbanes-Oxley Act of 2002

مالی است. هنگامی این کمیته به طور اثربخش این نقش خود را ایفا می‌کند که از قدرت، اختیار و استقلال بیشتری برخوردار باشد (نصیرزاده و همکاران، ۱۳۹۶). زیرا، مدیران مستقل در بهترین موقعیت برای نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی هستند و توانایی بیشتری برای مقابله با فشارهای مدیریت در دستکاری سود دارند (قاسم ۲۰۱۸؛ بذرافشان، ۱۳۹۵). بنابراین، کمیته حسابرسی برای این که بتواند اثربخش عمل کند، باید مستقل از واحد اقتصادی باشد. برای حفظ استقلال، اعضای کمیته حسابرسی باید از بین مدیران غیر موظف یا خارج از سازمان انتخاب شوند. مدیرانی که ارتباط آن‌ها با واحد اقتصادی به گونه‌ای نیست که به استقلال آن‌ها خدشه‌ای وارد شود (پایوت، ۲۰۰۴؛ برانسون و همکاران، ۲۰۰۹؛ صالحی و همکاران، ۱۳۹۵؛ قدردان و همکاران، ۱۳۹۶). چان و همکاران (۲۰۱۳) و الزبان و ساوان (۲۰۱۵) معتقدند که اجرای پیشنهادهای کنترل داخلی با وجود کمیته حسابرسی امکان پذیر است. استقلال و تخصص کمیته حسابرسی نقش زیادی در اجرای پیشنهادهای کنترل داخلی خواهد داشت.

تجربه کمیته حسابرسی

کمیته‌های حسابرسی به عنوان فعالیت‌هایی هدایت‌کننده می‌توانند ترکیبی از اعضای مجرب و با سابقه در حوزه‌های مهم و گوناگون همچون گزارشگری مالی، حسابرسی، مدیریت صنعتی، مدیریت ریسک و فناوری باشند (سماها و همکاران، ۲۰۱۵؛ کامیابی و بوژمهرانی، ۱۳۹۵). برای برآورده کردن مسئولیت‌های اصلی کمیته حسابرسی، همه اعضا بهتر است تجربه مالی داشته باشند و قادر به فهمیدن موضوع‌های گزارشگری مالی و پیچیدگی‌های حاصل از فعالیت‌های تجاری شرکت‌ها باشند (حبیب و حیویان، ۲۰۱۶). زیرا، این تجربه اعضا، به دلیل کسب اطلاعات بیشتر راجع به شرکت، توانایی قضاوت آن‌ها را در حوزه کنترل‌های داخلی افزایش می‌دهد و آن‌ها را قادر به نظارت بهتر در کیفیت گزارشگری مالی شرکت می‌سازد (هاریسون، ۱۹۹۲؛ رز و رز، ۲۰۰۸؛ شارما و ایسلین، ۲۰۱۲؛ هوندال، ۲۰۱۳). سالتانا و همکاران (۲۰۱۵) معتقدند تجربه قبلی اعضای کمیته در حوزه راهبری شرکتی نقش بسزایی در کارکرد کمیته حسابرسی دارد. به اعتقاد آن‌ها از دید تئوری نمایندگی، داشتن تجربه قبلی منجر به افزایش توانایی و اثربخشی نقش نظارتی کمیته حسابرسی می‌شود. وجود اشخاص دارای سابقه مربوط به فعالیت کمیته در آن به عنوان شاخصی برای کیفیت نظارت کمیته حسابرسی است.

تخصص مالی کمیته حسابرسی

منظور از تخصص مالی کمیته حسابرسی طبق تعریف سازمان بورس و اوراق بهادار تهران در بند شش ماده یک منشور کمیته حسابرسی، عبارتست از مدرک دانشگاهی یا مدرک حرفه‌ای ملی یا معتبر بین‌المللی در امور مالی (حسابداری، حسابرسی، مدیریت مالی، اقتصاد و سایر رشته‌های مدیریت با گرایش مالی یا اقتصادی) همراه با توانایی تجزیه و تحلیل صورت‌ها و گزارش‌های مالی و کنترل داخلی حاکم بر گزارشگری مالی (سازمان بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۱). اهمیت

تخصص مالی در کمیته حسابرسی تا حدی است که بخش ۴۰۱ قانون ساربینز-آکسلی بر تخصص مالی کمیته حسابرسی تأکید می‌کند به طوری که شرکت‌ها را ملزم می‌کند که حداقل یک متخصص مالی در کمیته حضور داشته باشد و در غیر این صورت دلیل عدم حضور متخصص افشا شود. انجمن مدیریت و تحقیقات سرمایه‌گذاری^۱ (AIMR-۲۰۰۲) نیز بر این مهم تأکید می‌کند. همچنین، برخی از محققان همچون چانگ و همکاران (۲۰۱۷) پیشنهاد می‌کنند که برای اعضای کمیته گواهینامه صادر شود و در صورت عدم توانایی اخذ این گواهی، حق حضور در کمیته را نداشته باشند. زیرا آن‌ها معتقدند که کارایی در کمیته موجب کاهش مدیریت سود، کاهش هزینه حسابرسی مستقل، کاهش تأخیر در گزارشات حسابرسی و در نهایت بهبود عملکرد شرکت شود. وجود اعضای با تخصص مالی در کمیته حسابرسی کیفیت گزارشگری مالی را افزایش می‌دهد و اطلاعات قابل اتکاتری در اختیار مدیریت قرار می‌گیرد و پیش بینی سود با دقت بیشتری برآورد می‌شود (جامعی و رستمیان، ۱۳۹۵؛ قدردان و همکاران، ۱۳۹۶). دیفاند و همکاران (۲۰۰۵)، دیویدسون و همکاران (۲۰۰۴)، کریشنا و ویسواناتان (۲۰۰۸)، آبرنازی و همکاران (۲۰۱۳) و الزبان و ساوان (۲۰۱۵) شواهدی مبنی بر واکنش مثبت بازار سهام برای شرکت‌هایی که متخصص مالی برای کمیته حسابرسی شان منصوب می‌کنند یافتند. زیرا در این شرکت‌ها اطلاعات مالی گزارش شده از کیفیت بالایی برخوردار است. اگر اطلاعات حسابداری مالی گزارش شده کیفیت بالا داشته باشند انتظار می‌رود که بازار سهام چنین کیفیتی را در قیمت‌های سهام منعکس کند. بنابراین برای اطمینان از آن که اطلاعات مالی حسابداری قدرت پیش‌بینی قیمت سهام داشته باشند، اعضا کمیته حسابرسی باید دارای تخصص و تجربه مالی بوده و مستقل باشند. یک کمیته حسابرسی مستقل در کنترل و نظارت بر مدیریت، مؤثر است و این سبب افزایش قابلیت اتکا صورت‌های مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود. در نتیجه کیفیت اطلاعات حسابداری بهبود می‌یابد و ارتباط ارزشی اطلاعات افزایش می‌یابد (ابوت و همکاران، ۲۰۰۲؛ پرویت و همکاران، ۲۰۰۹). دالیوال و همکاران (۲۰۱۰) و قدردان و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهش خود نشان می‌دهند که کمیته حسابرسی با حداقل یک کارشناس مالی می‌تواند مدیریت سود تعهدی را به طور موثرتر، نسبت به کمیته‌های حسابرسی که فاقد تخصص مالی اند، کنترل نماید.

مشخص است که کمیته حسابرسی در مقام کنترلی و مشورتی می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران مؤثر باشد (قاسم، ۲۰۱۸؛ فاربر و همکاران، ۲۰۱۸). یکی از مهم‌ترین تصمیمات سرمایه‌گذاری، تدوین استراتژی‌های اساسی و مناسب در پیشبرد اهداف شرکت‌ها است (هووانگ و ووتی، ۲۰۰۳؛ واعظ و همکاران، ۱۳۸۹، کاظمی و سعادت‌نژاد، ۱۳۹۵). همانطور که پیش‌تر ذکر گردید نحوه شکل‌گیری ساختار سرمایه به عنوان تصمیم استراتژیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶).

ساختار سرمایه شرکت

برای ساختار سرمایه تعاریف مختلفی ارائه شده است. ساختار سرمایه به صورت ادعاهای کلی بر دارایی‌های شرکت، تعادل بین بدهی‌ها و دارایی‌ها، ماهیت دارایی‌ها و ترکیب استقراض شرکت در نظر گرفته شده است. تصمیم‌گیری در رابطه با ساختار سرمایه از وظایف اصلی مدیران است. این ساختار باید با در نظر گرفتن تعارض‌های میان مدیران، سهامداران و اعتباردهندگان در نظر گرفته شود. با توجه به تصمیم‌گیری‌های مدیران درباره چگونگی تأمین منابع مورد نیاز شرکت، ساختار سرمایه می‌تواند حقوق مالکانه، الزامات بازپرداخت، ادعا بر دارایی‌ها، ادعا بر سود، قابلیت سودآوری، درجه ریسک، انعطاف‌پذیری مالی و عملیاتی واحد تجاری را تحت تأثیر قرار دهد (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۵).

یکی از بهترین ابزارهای تعیین میزان ساختار سرمایه اهرم مالی است. این اهرم یکی از مهم‌ترین مفاهیم مالی است و استفاده و جایگاه ویژه‌ای در ساختار سرمایه دارد. نسبت اهرمی، میزان بدهی به سهام را در بافت سرمایه شرکت نشان می‌دهد و هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه بیشتر باشد، اهرم بالاتر خواهد بود (اصولیان و باقری، ۱۳۹۵). بالا بودن اهرم مالی زنگ خطری برای مدیران بشمار می‌رود، زیرا افزایش این اهرم ریسک مالی شرکت و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد و ارزش شرکت را نیز به خطر خواهد انداخت.

مدیران شرکت‌ها برای افزایش ارزش سهام شرکت‌ها اغلب درصدد اتخاذ تصمیمات مناسب برای دستیابی به بهینه‌ترین ترکیب منابع سرمایه‌ای هستند (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶). در زمینه ترکیب بهینه منابع سرمایه‌ای، نظریه‌های متفاوتی مطرح گردیده است. بر اساس این نظریه‌ها، گروهی معتقدند که شرکت باید از حداکثر وام در ساختار مالی خود استفاده کند و برخی دیگر اعتقاد دارند که هیچ دلیلی وجود ندارد که بتوان بر اساس آن برتری وام را به اثبات رساند و شاید انتشار سهام و استفاده از منبع حقوق صاحبان سهام مطلوب‌تر باشد (خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱).

هر یک از روش‌های تأمین مالی دارای مزایا و معایب خاص خود می‌باشد. گرفتن وام و ایجاد بدهی، علی‌رغم این که در ابتدا ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، ولی استفاده بیش از حد آن، منجر به افزایش ریسک مالی، بازده مورد انتظار سهامداران و وام‌دهندگان، نرخ مؤثر بدهی و هزینه‌های مالی شرکت می‌گردد و استفاده از منبع حقوق صاحبان سهام، معمولاً موجب کاهش بازده سهام می‌شود (برگر و همکاران، ۱۹۹۷؛ اندرسون و همکاران، ۲۰۰۴؛ ستایش و همکاران، ۱۳۸۸؛ مقدم و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱؛ خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). در نتیجه، ساختار بهینه سرمایه باید بین دو حد استفاده از بدهی و انتشار سهام شکل بگیرد (ریپامونتی و کایو، ۲۰۱۶؛ کردستانی و نجفی عمران، ۱۳۸۷؛ ستایش و همکاران، ۱۳۸۸). اگر شرکتی از انتشار سهام، در جهت تأمین مالی استفاده می‌کند ضروری است که به قدرت نقدشوندگی آن توجه کند (سینائی، ۱۳۸۶) زیرا، در صورتی که سهام شرکت از نقدشوندگی بالایی برخوردار نباشد، شرکت مجبور می‌شود که دوباره از وام استفاده کند و به تبع آن ریسک مالی افزایش یابد (لیپسون و مورتال، ۲۰۰۹).

نقدشوندگی سهام

نقدشوندگی سهام به معنای توانایی سرمایه‌گذاران برای انجام معامله در حجم بالا، به سرعت و با تفاوت قیمتی پایین است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴). قابلیت نقدشوندگی یک ورقه سهام به معنای امکان فروش سریع آن است. هر چقدر سهمی را بتوان سریعتر و با هزینه کمتری به فروش رساند، می‌توان گفت که آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. اوراق بهاداری که به‌طور روزانه و به دفعات مکرر معامله می‌شوند، نسبت به اوراق بهاداری که به دفعات محدود و یا دفعات کم معامله می‌شوند، قابلیت نقدشوندگی بیشتر و در نهایت ریسک کمتری دارند. به عبارتی هر چه حجم و گردش معاملات سهام بالاتر باشد، نقدشوندگی سهام بیشتر می‌شود (شوشتریان و اکبری، ۱۳۸۶؛ جان و همکاران، ۲۰۰۳). خرید سهام با قدرت نقدشوندگی بالا با کاهش ریسک، افزایش انگیزه معاملات و کاهش بازده مورد انتظار از سوی سرمایه‌گذاران منطقی، همراه است؛ زیرا خرید چنین سهامی باعث افزایش قدرت فروش آن در قیمت مناسب و کاهش هزینه معاملات می‌شود (لیم و همکاران، ۲۰۰۸). انتظار می‌رود نقدشوندگی بالای سهام منجر به استفاده بیشتر از آن در ساختار سرمایه شود و بالعکس، کاهش نقدشوندگی سهام به انتشار کمتر آن منجر شود (لیپسون و مورتال، ۲۰۰۹؛ خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱). بنابراین، نقدشوندگی سهام منجر به کشف بهتر قیمت‌ها، کاهش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، کارایی بازار و ایجاد ارزش برای شرکت‌ها می‌شود (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴).

به طور کلی شاخص‌های مناسب جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی به دو دسته تقسیم می‌شوند: دسته اول: شاخص‌های تأثیر قیمت از جمله شاخص نسبت عدم نقدشوندگی (آمیهاد، ۲۰۰۲) و شاخص گامای مشتق شده از عدم تعادل منظم (پاستور و استامبو، ۲۰۰۳)، دسته دوم: مقیاس‌های شکاف مانند شاخص گیبس^۱ پیشنهاد شده توسط هازبورگ (۲۰۰۹)، شاخص رول (۱۹۸۴)، شاخص برآورد شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش کورویین و شولتز (۲۰۱۲)، تعداد روزهای معاملاتی و ... بررسی پیشینه پژوهش، حاکی از آن است که استفاده از معیارهای متفاوت برای نقدشوندگی و روش‌های مختلف در تجزیه و تحلیل، نتایج گوناگونی در زمینه نقدشوندگی به ارمغان می‌آورد و این نتایج در بازارهای کوچک و کمتر توسعه‌یافته، مشهودتر است (سرکانیان و همکاران، ۱۳۹۴؛ بارینوف و همکاران، ۲۰۱۴؛ کیان و همکاران، ۲۰۱۷).

پیشینه تجربی پژوهش

در رابطه با موضوع اصلی پژوهش، مطالعات چندانی صورت نگرفته است. بنابراین، در ادامه به برخی از پژوهش‌هایی که تا حدی با موضوع پژوهش حاضر ارتباط دارند، اشاره می‌شود. فریدر و مورتال (۲۰۰۶) به بررسی اثر متقابل نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک در سالهای ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۸ پرداختند. آن‌ها از معیار

1. Gibbs

شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان نقدشوندگی سهام و اهرم مالی به عنوان ساختار سرمایه استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش نشان داد که با کاهش نقدشوندگی (افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش)، اهرم مالی افزایش می‌یابد. همچنین، این نتیجه، با این نظریه که مدیران در صورتی که تامین مالی از طریق انتشار سهام گران قیمت باشد به تامین مالی از طریق بدهی رو می‌آورند مطابقت دارد. بنابراین، با کنترل بهتر روابط بین اهرم مالی و شکاف قیمتی، تأثیر شکاف قیمتی بر اهرم مالی بسیار کاهش می‌یابد.

لزموند و همکاران (۲۰۰۸) ارتباط ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام را سنجیدند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد استفاده از بدهی، منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. از این رو شرکت‌هایی که نسبت بدهی به سرمایه بیشتری دارند، چون از طریق بدهی تأمین مالی نموده‌اند، احتمالاً عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند. به نظر آن‌ها هر چند انتخاب اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام، اثرگذار است ولی نقدشوندگی سهام بر انتخاب اهرم مالی موثر نمی‌باشد. همانطور که باراث و همکاران (۲۰۰۸) بیان داشتند شرکت‌هایی که درصد تأمین مالی از طریق بدهی هستند، نقدشوندگی سهام‌شان کمتر است. کوئو (۲۰۰۹) نیز در پژوهش خود در کشورهای برزیل و شیلی نشان می‌دهد که سهامداران نهادی با کاهش سهام شناور در بازار موجب کاهش نقدشوندگی سهام می‌شوند.

ایدوم‌پروکو و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه در شرکت‌های تایلندی پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از آن است که شرکت‌های دارای سهام نقدشونده‌تر، هزینه سرمایه کمتری را تجربه می‌کنند و نیز انگیزه استفاده از انتشار سهام، در مقایسه با بدهی در ساختار سرمایه‌شان بیشتر است. شواهد تجربی نیز رابطه معکوسی را بین اهرم مالی و نقدشوندگی سهام نشان می‌دهند. بنابراین، یک ارتباط منفی بین اهرم مالی و ساختار سرمایه وجود دارد. یافته‌های تحقیق دمیترسکو (۲۰۱۱) نیز حاکی از تأثیر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام است. وی نشان می‌دهد که هزینه‌های نظارتی بیشتر و تمرکز مالکیت کمتر، موجب افزایش نقدشوندگی سهام می‌شوند. همچنین، نتایج پژوهش جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) در آمریکا بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود.

عمران و فرهان (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت‌های غیرمالی پاکستان پرداختند. دوره آزمون این پژوهش بین سال‌های ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۳ است. نتایج این بررسی نشان داد اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیر عامل، ساختار پاداش و ROA بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد. بنابراین، نتایج حاکی از آن است که متغیرهای حاکمیت شرکتی نظیر حضور هیئت مدیره در جلسات، ساختار پاداش و بازده دارایی نقش مهمی در تعیین ساختار مالی شرکت‌ها دارند. همانطور که ریپامونتی و کایو (۲۰۱۶) معتقدند بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی بر هر دو بخش

حقوق صاحبان سهام و بدهی در ساختار سرمایه مؤثر است.

البنان (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی تأثیر نقدشوندگی سهام و مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه در بازار سهام مصر بین سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۴ (۱۳۸۶ شرکت - سال) پرداخته است. وی ابتدا، با استفاده از تجزیه و تحلیل تک متغیره، به یک رابطه مثبت بین نقدشوندگی و اهرم دست یافت. همچنین، برخلاف مطالعات انجام شده در مورد شرکت‌های آمریکایی، شواهد تجربی ناچیزی در این پژوهش، نشان می‌دهند که نقدشوندگی سهام موجب افزایش سرمایه شرکت‌های مصری شده است. علاوه بر این، شواهد نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت خانوادگی و اهرم وجود دارد. وی در این پژوهش از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و گردش معاملات و آمیهود جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام استفاده کرد.

لیلاکاسمینستر (۲۰۱۸) به بررسی تمرکز مالکیت، نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه در شرکت‌های سهامی تایلند بین سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۱ پرداخته است. وی از اهرم مالی برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه استفاده کرده است. متغیرهای کنترل در این پژوهش اندازه شرکت، سودآوری، دارایی‌های مشهود، فرصت‌های رشد است. وی معتقد است که در تایلند شرکت‌های سهامی دارای تمرکز مالکیت بالا و نقدشوندگی پایین هستند. نتایج نشان پژوهش می‌دهد که اثر ترکیبی تمرکز مالکیت و حجم معاملات تأثیر معنادار و منفی بر اهرم شرکت (در دوره بحران و غیر بحران) دارد. این بدان معنی است که شرکت‌های با تمرکز نسبتاً کم در مالکیت و حجم معاملات نسبتاً زیاد، از بدهی کمتری در ساختار سرمایه خود استفاده می‌کنند.

فابر و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط تخصص مالی کمیته حسابرسی، توجه تحلیل‌گر و نقدشوندگی بازار پرداختند. آن‌ها ۴۶۰ شرکت را به طور تصادفی بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که به دنبال حضور حسابدار خبره (متخصص مالی) در کمیته حسابرسی توجه تحلیلگران و سرمایه‌گذاران به شرکت بیشتر می‌شود. همچنین، یافته‌ها نشان می‌دهند که با افزایش این توجه، حجم معاملات افزایش و ریسک نقدشوندگی کاهش می‌یابد. در نهایت، نتایج حاکی از آن است که تخصص مالی کمیته حسابرسی منجر به افزایش کیفیت گزارشگری و به تبع آن افزایش توجه تحلیلگر می‌شود. همانطور که لی و استوکس (۲۰۱۱) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که با افزایش کیفیت حسابرسی، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد و تمایل به سرمایه‌گذاری نیز بیشتر می‌شود.

نظری‌پور و همکاران (۱۳۹۱) رابطه بین ساختار سرمایه با نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. در این پژوهش ۲۹ شرکت فعال در صنعت سیمان در یک دوره پنج ساله (۱۳۸۸-۱۳۸۴) مورد بررسی قرار گرفت. آن‌ها بدهی کوتاه‌مدت به دارایی، بدهی بلندمدت به دارایی و حقوق صاحبان سهام به دارایی را به عنوان معیارهای ساختار سرمایه و شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام را به عنوان معیارهای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام در نظر گرفتند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی در شرکت‌های مورد مطالعه رابطه معناداری وجود ندارد.

مقدم و مؤمنی یانرسری (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی ارتباط میان برخی از ویژگی‌های هیئت مدیره به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته‌اند. نمونه آماری این پژوهش ۹۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ساله‌ای ۱۳۸۷ الی ۱۳۸۳ می‌باشد. در این مطالعه اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و درصد مدیران غیر موظف هیئت مدیره به‌عنوان متغیرهای مستقل و نسبت بدهی (معیار ساختار سرمایه) به‌عنوان متغیر وابسته در قالب مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی مورد آزمون تجربی قرار گرفتند. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که وظایف ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل از یکدیگر تفکیک شده و همچنین شرکت‌های با تعداد اعضای هیئت مدیره کمتر، تمایل بکارگیری بدهی افزایش می‌یابد. در حالیکه هیچ رابطه معناداری میان نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه یافت نشد.

امیرحسینی و نکونام (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار پرداختند. بدین منظور با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک تعداد ۱۲۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. در پژوهش آن‌ها برای اندازه‌گیری شاخص نقدشوندگی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده شده است. در این پژوهش اهرم مالی و تأمین مالی درونی به عنوان مؤلفه‌های ساختار سرمایه و درصد مالکان نهادی، مالکیت دولتی و درصد سهام شناور آزاد به عنوان مؤلفه‌های ساختار مالکیت متغیرهای مستقل محسوب می‌شوند. یافته‌های پژوهش حاکی از تأثیر معکوس و معنادار مالکیت دولتی بر نقدشوندگی سهام و تأثیر مستقیم درصد سهام شناور آزاد و مالکیت نهادی با نقد شوندگی سهام است. در حالی که اهرم مالی و تأمین سرمایه درونی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری ندارد.

خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ پرداختند. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده شده است. آن‌ها جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی از متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و جهت اندازه‌گیری ساختار سرمایه از اهرم مالی استفاده نمودند. یافته‌ها نشان می‌دهد که تغییرات ساختار سرمایه بر تغییرات نقدشوندگی سهام تأثیر منفی معناداری دارد؛ ولی تغییرات نقدشوندگی بر تغییرات ساختار سرمایه تأثیر معناداری ندارد.

نبوی‌چاشمی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی ارتباط نقد شوندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران بین سال‌های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۳ پرداختند. آن‌ها از معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام و معیار اهرم مالی جهت اندازه‌گیری ساختار سرمایه استفاده نمودند. یافته‌های تحقیق نشان داد که ارتباط مثبت اما بی‌معنی بین میزان نقدشوندگی سهام و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد.

و همچنین سودآوری و ارزش بازار دارایی/ ارزش دفتری دارایی بر این رابطه موثر است.

حاجیه‌ها و کریمی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی اثر استقلال کمیته حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از نظر خبرگان سرمایه‌گذاری در بورس بوسیله پرسشنامه لیکرت و رگرسیون حداقل مربعات جزئی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که بین استقلال کمیته حسابرسی و جذب اعتماد سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری در بازار سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

بنابراین، بر اساس بررسی پیشینه پژوهش، انتظار می‌رود که کمیته حسابرسی به عنوان ابزار مهم حاکمیت شرکتی بر انگیزه مدیران در اتخاذ تصمیمات استراتژیک همانند تصمیم‌گیری در مورد نحوه تعیین ساختار سرمایه، موثر باشد. شکل‌گیری ساختار سرمایه بر اساس اخذ وام یا انتشار سهام و یا ترکیبی از هر دو شکل می‌گیرد. هنگامی که مدیران از انتشار سهام استفاده می‌کنند، ضروری است که به قدرت نقدشوندگی آن توجه ویژه‌ای کنند. در صورتی که نقدشوندگی سهام پایین باشد، مدیران به سوی اخذ وام سوق پیدا می‌کنند، بنابراین، اهرم مالی شرکت افزایش و از این طریق ریسک مالی آن‌ها نیز افزایش می‌یابد و از طرفی افزایش این ریسک می‌تواند تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در شرکت را کاهش دهد و همین امر منجر به کاهش نقدشوندگی سهام شود. همچنین، کمیته حسابرسی با افزایش کیفیت حسابرسی، توجه سرمایه‌گذاران را به شرکت جلب می‌کند و آن‌ها را به خرید سهام شرکت ترغیب می‌کند. از این رو، خرید و فروش سهام شرکت با قدرت و حجم بیشتری انجام می‌شود و در نهایت نقدشوندگی سهام شرکت بالا می‌رود. بنابراین، می‌توان مدعی شد کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأثیرگذار است.

در مجموع، پژوهش‌های پیشین در ایران، تأثیر کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام را به شکل تجربی مورد بررسی قرار نداده‌اند؛ این در حالی است که در خارج از کشور نیز فقط تعداد انگشت‌شماری از پژوهش‌ها برای نمونه فاربر و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی ارتباط تخصص مالی کمیته حسابرسی، توجه تحلیل‌گر و نقدشوندگی بازار، پرداخته است. بنابراین، به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش و بر مبنای پیشینه‌های نظری و تجربی ارائه شده، چهار فرضیه به‌صورت زیر تدوین شده است:

- **فرضیه اول:** ساختار سرمایه (اهرم مالی) تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام دارد.
- **فرضیه دوم:** استقلال کمیته حسابرسی تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.
- **فرضیه سوم:** تجربه کمیته حسابرسی تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.
- **فرضیه چهارم:** تخصص کمیته حسابرسی تأثیر معناداری بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام دارد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر طبقه‌بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است و از نظر جمع‌آوری داده‌ها از نوع توصیفی و همبستگی با استفاده از روش‌های رگرسیونی است. در پژوهش حاضر ابتدا، از روش کتابخانه‌ای برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه تحقیق استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش تخمین رگرسیون استفاده شده است. داده‌های پژوهش حاضر از طریق نرم‌افزارهای رهاورد نوین، تدبیرپرداز و سایت بورس اوراق بهادار گردآوری و از طریق نرم‌افزار اکسل نسخه ۲۰۱۶ آماده تجزیه و تحلیل شد. قلمرو زمانی تحقیق از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۵ (۴۱۰ شرکت-سال) است. الزامی شدن افشای اطلاعات کمیته حسابرسی از سال ۱۳۹۱ منجر به محدود شدن دوره آزمون شد. قلمرو مکانی تحقیق نیز شرکت‌های لیست‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به‌منظور دستیابی به نمونه‌ای همگن و یکنواخت، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند به‌عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۵، سهام آن در بورس اوراق بهادار تهران به‌صورت فعال معامله شده باشد و در طی این دوره زمانی، توقف عمده (بیش از شش ماه) نداشته باشد.
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۳. اطلاعات کمیته حسابرسی که برگرفته از گزارش فعالیت‌های هیأت مدیره و گزارش‌های کنترل داخلی و کمیته حسابرسی است، برای دوره فوق موجود باشد.
 ۴. به دلیل متفاوت بودن ماهیت اقتصادی شرکت‌ها، جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ، بیمه و بانک‌ها نباشند، زیرا افشاهای مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.
- بعد از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۸۲ شرکت بورسی به‌عنوان نمونه، انتخاب شدند.

مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

در ادامه، مدل‌های آماری و متغیرهای مربوط به هریک از فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌گردد:

مدل مربوط به فرضیه اول:

بر اساس پژوهش خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) که معتقدند ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری دارد؛ در این پژوهش نیز طبق رابطه زیر تأثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر نقدشوندگی سهام برآزش می‌شود.

رابطه (۱)

$$Sprid_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Price_{i,t} + \beta_3 Volume_{i,t} + \beta_4 Vola_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t}$$

در مدل (۱) شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر نقدشوندگی سهام، متغیر وابسته و اهرم مالی به عنوان معیار ساختار سرمایه، متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش ($Sprid_{i,t}$): شکاف قیمت پیشنهادی خرید و

فروش سهام، به اختلاف بالاترین قیمت پیشنهادی خرید برای هر سهم در یک روز و کمترین قیمت پیشنهادی برای فروش آن سهم در همان روز، اشاره دارد (کیان و همکاران، ۲۰۱۷). از مهم‌ترین عوامل مرتبط با نقدشوندگی سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است؛ به طوری که هر چه این اختلاف، کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام، افزایش می‌یابد (نصیری و احمدپور، ۱۳۹۳).

اندازه این شکاف در اوراق بهادار، یکی از معیارهای سنجش نقدشوندگی بازار و میزان هزینه مبادلات است. اگر شکاف، صفر باشد، دارایی مذکور بدون اصطکاک است (استل، ۱۹۸۹؛ لی و وو، ۲۰۰۶؛ کورویین و اسکورتز، ۲۰۱۲؛ بارینوف، ۲۰۱۴؛ کیان و همکاران، ۲۰۱۷). گونیکو و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود ثابت می‌کنند که شاخص‌های شکاف قیمتی برای اندازه‌گیری نقدشوندگی از اولویت بالاتری برخوردارند. بنا بر پژوهش‌های کیان و همکاران (۲۰۱۷)، خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) و نصیری و احمدپور (۱۳۹۳) درصد شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش طبق رابطه (۲) به‌دست می‌آید. در این شاخص، ابتدا میانگین قیمت‌های پیشنهادی خرید ($Bid_{i,t}$) و فروش ($Ask_{i,t}$) روزانه، محاسبه و سپس بر اساس آن، میانگین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سالانه به‌دست می‌آید.

$$Sprd_{i,t} = \frac{(Askprice - Bidprice)_{i,t}}{(Askprice + Bidprice)_{i,t}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

۲

اهرم مالی ($Lev_{i,t}$): ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند (دیدار و بیکی، ۱۳۹۶)؛ اما از آن‌جا که فریدر و مورتال (۲۰۰۶)، لزوموند و همکاران (۲۰۰۸) و لیپسون و مونترال (۲۰۰۹) معتقدند که بخش بدهی مرتبط با ساختار سرمایه بر نقدشوندگی سهام مؤثر است، در این پژوهش صرفاً از اهرم مالی یا همان نسبت بدهی (کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها) به عنوان متغیر ساختار سرمایه (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴) استفاده شده است. متغیرهای کنترل در پژوهش حاضر به شرح ذیل می‌باشند:

قیمت سهام ($Price_{i,t}$): برابر است با میانگین قیمت پایانی سهام در یک سال (کیان و همکاران، ۲۰۱۷). جهت همگن نمودن داده‌های مرتبط با این متغیر با سایر متغیرها از لگاریتم آن استفاده می‌شود.

حجم معاملات سهام ($Volume_{i,t}$): برابر است با لگاریتم متوسط حجم معاملات روزانه سهام شرکت i در سال مالی t (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹؛ خلیفه‌سلطانی و بهرامی، ۱۳۹۱).

نوسانات بازده روزانه سهام ($Volat_{i,t}$): برابر است با انحراف استاندارد بازده روزانه سهام شرکت i برای سال t (فروغی و عباسی، ۱۳۹۰؛ بارینوف، ۲۰۱۴؛ کیان و همکاران، ۲۰۱۷).

اندازه شرکت ($Size_{i,t}$): اندازه شرکت، برابر است با ارزش بازار سهام شرکت که از طریق

ضرب تعداد سهام منتشره در قیمت بازار سهام به دست می‌آید (نخیلی و همکاران، ۲۰۱۶؛ کیان و همکاران؛ ۲۰۱۷). از آنجایی که ارزش بازار سهام، نسبت به سایر متغیرهای این پژوهش عدد بزرگی است، جهت استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام استفاده می‌شود.

مدل مربوط به فرضیه‌های دوم تا چهارم:

در این مدل به بررسی تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پرداخته می‌شود. ویژگی‌های کمیته حسابرسی (استقلال، تخصص و تجربه) به عنوان متغیر تعدیل کننده و ساختار سرمایه (اهرم مالی) به عنوان متغیر مستقل و نقدشوندگی سهام (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. متغیرهای کنترل در این مدل با مدل اول یکسان می‌باشند.

رابطه ۳

$$\begin{aligned} Sprid_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Ac_ind_{i,t} + \beta_3 (Ac_ind_{i,t} * Lev_{i,t}) \\ & + \beta_4 Ac_exper_{i,t} + \beta_5 (Ac_exper_{i,t} * Lev_{i,t}) + \beta_6 Ac_Aex_{i,t} \\ & + \beta_7 (Ac_Aex_{i,t} * Lev_{i,t}) + \beta_8 Price_{i,t} + \beta_9 Volume_{i,t} \\ & + \beta_{10} Vol_{i,t} + \beta_{11} Size_{i,t} \end{aligned}$$

اهرم مالی ($Lev_{i,t}$): برابر است با کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها.

استقلال کمیته حسابرسی ($Ac_ind_{i,t}$): مطابق با پژوهش‌های نخیلی و همکاران (۲۰۱۶) و نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶)، برابر است با نسبت اعضای مستقل کمیته به تعداد اعضای آن.

تجربه کمیته حسابرسی ($Ac_exper_{i,t}$): متغیر مجازی است که بیانگر تجربه حضور اعضا در کمیته حسابرسی شرکت موردنظر است. به طوری که اگر حداقل یک نفر از اعضای کمیته حسابرسی دارای تجربه قبلی عضویت در کمیته حسابرسی شرکت موردنظر باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود. بدیهی است مشاهدات سال ۱۳۹۱ تماماً مقدار صفر را اتخاذ می‌کنند. این متغیر در پژوهش‌های بوکیت و اسکندر (۲۰۰۹)، نخیلی و همکاران (۲۰۱۶)، کامیابی و بوژمهرانی (۱۳۹۵)، نصیرزاده و همکاران (۱۳۹۶) نیز با این تعریف بکار برده شده است.

تخصص کمیته حسابرسی ($Ac_Aex_{i,t}$): نسبت اعضای دارای تخصص مالی به کل اعضای کمیته حسابرسی است. به این ترتیب که اگر عضوی از کمیته حسابرسی دارای مدرک تحصیلی مالی (اقتصاد، حسابداری، حسابداری و ...) باشد به عنوان فرد دارای تخصص مالی در نظر گرفته می‌شود (بوکیت و اسکندر، ۲۰۰۹؛ نخیلی و همکاران، ۲۰۱۶؛ کامیابی و بوژمهرانی، ۱۳۹۵؛ نصیرزاده و همکاران، ۱۳۹۶).

لازم به ذکر است که اثر متقابل (متغیرهای تعدیلگر) متغیرهای کمیته حسابرسی بر ساختار سرمایه (به عنوان مثال: $Ac_ind_{i,t} * Lev_{i,t}$) در مدل در نظر گرفته شده‌اند. همچنین، اطلاعات

کمیته حسابرسی از سایت کدال (بخش مشخصات کمیته حسابرسی و واحد حسابرسی داخلی) جمع‌آوری شده است.

یافته‌های پژوهش آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیلگر و کنترلی این پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است. با توجه به اطلاعات مندرج در جدول (۱) میانگین و میانه متغیر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌های مورد بررسی برابر با (۰/۰۳۲۲) است. از آنجا که مقدار میانگین و میانه در این متغیر با یکدیگر برابرند، می‌توان ادعا نمود که این متغیر از توزیع نرمال برخوردار است. به عبارتی، نزدیکی این شکاف به صفر حاکی از بالا بودن نقدشوندگی سهام شرکت‌های مورد بررسی است. بیش‌ترین شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (۰/۱۲۱۷) و کمترین آن (۰/۰۰۲۲) حاکی از آن است که اغلب شرکت‌های نمونه به شدت مورد توجه سرمایه‌گذار قرار گرفته‌اند و سهام این شرکت‌ها از نقدشوندگی بالایی برخوردارند. همچنین نزدیکی انحراف معیار شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (۰/۰۱۶۳) به میانگین آن حاکی از تجانس زیاد و پراکندگی کم داده‌های مرتبط با این متغیر است. کمینه و بیشینه اهرم مالی به ترتیب (۰/۱۴۶) و (۱/۵۶۷۳) است. بنابراین، در نمونه مورد بررسی، شرکت‌هایی وجود دارند که به دلیل داشتن زیان انباشته، دارای اهرم مالی بیش از یک هستند. اما میانگین این متغیر (۰/۶۲۱۳) نشان می‌دهد که ارزش دارایی‌ها در اغلب شرکت‌ها تقریباً دو برابر بدهی‌ها است. همچنین، بیش‌ترین انحراف معیار در بین متغیرهای توضیحی تأثیرگذار بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، مربوط به حجم معاملات سهام با ضریب (۱/۹۵۴۳) است که می‌تواند ناشی از عوامل زیادی همچون درصد سهام شناور شرکت‌های مورد بررسی باشد. بررسی متغیرهای مستقل حاکی از آن است که به طور میانگین ۷۵ درصد اعضای کمیته حسابرسی شرکت‌ها مستقل و ۸۵ درصد این اعضا نیز متخصص مالی هستند. افزون بر این، بیشینه دو متغیر فوق (۱)، بیانگر وجود شرکت‌هایی است که تمام اعضای کمیته حسابرسی آن‌ها مستقل و متخصص هستند. همچنین، کمینه متغیرهای استقلال و تخصص کمیته حسابرسی به واسطه صفر نشدن، نشان می‌دهد که هیچ کمیته‌ای وجود ندارد که اعضای آن مستقل و متخصص نباشند و این مهم حاکی از آن است که کم و بیش شرکت‌ها از کمیته با کیفیت برخوردارند. تحلیل متغیر مجازی تجربه کمیته حسابرسی به واسطه درصد فراوانی مربوط به آن حاکی از آن است که تقریباً ۷۶ درصد شرکت - سال‌ها از سال ۱۳۹۲ و بعد از آن دارای حداقل یک عضو با تجربه هستند. بنابراین، آماره‌های مندرج در جدول (۱) کاملاً کنترل شده و این آماره‌ها برای انجام آمار استنباطی درست و مطلوب هستند و پس از انجام این کنترل‌ها آمار استنباطی که در ادامه ذکر شده، صورت گرفته است.

جدول (۱). نتایج آمار توصیفی متغیرها

نوع متغیر	متغیر	نماد	میانگین	میان	انحراف معیار	کمیته	بیشینه
	شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش	$Sprd_{i,t}$	۰/۰۳۲۲	۰/۰۳۲۲	۰/۰۱۶۳	۰/۰۰۲۲	۰/۱۲۱۷
	اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۶۲۱۳	۰/۶۲۸۴	۰/۲۰۳۴	۰/۱۴۶	۱/۵۶۷۳
	استقلال کمیته حسابرسی	$Ac_ind_{i,t}$	۰/۷۵	۰/۶۶۶۷	۰/۱۶۵	۰/۳۳۳۳	۱
	تعدیلگر استقلال کمیته حسابرسی	$Ac_ind_{i,t} * Lev_{i,t}$	۰/۴۶۳۶	۰/۴۴۷۹	۰/۱۸۰۹	۰/۰۹۷۳	۱/۰۶۲
	تعدیلگر تجربه کمیته حسابرسی	$Ac_exper_{i,t} * Lev_{i,t}$	۰/۴۶۱۹	۰/۵۳۰۲	۰/۳۱۸۳	۰	۱/۵۶۷۳
	تخصص کمیته حسابرسی	$Ac_Aex_{i,t}$	۰/۸۵۳۸	۱	۰/۱۶۶۶	۰/۶	۱
	تعدیلگر تخصص کمیته حسابرسی	$Ac_Aex_{i,t} * Lev_{i,t}$	۰/۵۳۱۱	۰/۵۱۲۶	۰/۲۱۱۸	۰/۱۱۷۵	۱/۵۶۷۳
	قیمت سهام	$Price_{i,t}$	۳/۶۱۶۸	۳/۵۶۰۷	۰/۴۰۹۲	۲/۶۷۸۱	۴/۷۸۲۳
	حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۱۲/۵۷۶۳	۱۲/۴۱۲۳	۱/۹۵۴۳	۷/۲۴۰۶	۱۸/۵۱۰۱
	نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	۰/۳۰۸۲	۰/۱۴۳۲	۰/۳۹۴۸	۰/۰۰۰۷	۲/۷۳۲۱
	اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۱۲/۰۴۴۲	۱۱/۹۸۲۷	۰/۶۳۷۶	۱۰/۰۵۳۷	۱۳/۹۷۵۳
نوع متغیر	متغیر	نماد	فراوانی	درصد فراوانی	کمیته	بیشینه	
کیفی	تجربه کمیته حسابرسی	$Ac_exper_{i,t}$	۳۱۰	۶۱/۷۵	۰	۱	

آمار استنباطی

آزمون مانایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

یکی از فرض‌های اولیه مدل‌های رگرسیون چند متغیره، پایایی متغیرهای پژوهش است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵). در این پژوهش، از آزمون لوین، لین و چو (۲۰۰۲) جهت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش استفاده شده است. جدول (۲) نتایج این آزمون را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود، در همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی، سطح معناداری در آزمون ریشه واحد، کوچک‌تر از ۰/۰۵ به دست آمده که نشان می‌دهد این متغیرها مانا هستند و استفاده از این متغیرها در مدل‌ها باعث به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول (۲). نتایج آزمون مانایی تک تک متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	آماره	سطح معناداری
شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش	$Sprd_{i,t}$	-۱۸,۳۴۱۴	۰/۰۰۰
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	-۱۸,۰۵۵۵	۰/۰۰۰
استقلال کمیته حسابرسی	$Ac_ind_{i,t}$	-۷,۴۱۲۱	۰/۰۰۰
تعدیلگر استقلال کمیته حسابرسی	$Ac_ind_{i,t} * Lev_{i,t}$	-۱۹,۰۰۱۴	۰/۰۰۰
تجربه کمیته حسابرسی	$Ac_exper_{i,t}$	-۶,۱۲۴۴	۰/۰۰۰
تعدیلگر تجربه کمیته حسابرسی	$Ac_expe_{i,t} * Lev_{i,t}$	-۱۸۳,۰۷۸	۰/۰۰۰
تخصص کمیته حسابرسی	$Ac_Aex_{i,t}$	-۳,۴۲۷۴	۰/۰۰۰
تعدیلگر تخصص کمیته حسابرسی	$Ac_Aex_{i,t} * Lev_{i,t}$	-۳۰,۱۱۴۲	۰/۰۰۰
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۲۲,۶۰۹۲	۰/۰۰۰
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	-۳۴,۱۷۴۴	۰/۰۰۰
نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	-۱۸۵,۷۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	-۳۴,۱۷۴۴	۰/۰۰۰

آزمون هم خطی متغیرهای توضیحی

همچنین، از دیگر مفروضات اولیه مدل‌های رگرسیون چند متغیره، عدم وجود همبستگی خطی بین متغیرهای توضیحی است که برای بررسی آن، آزمون عامل تورم واریانس اجرا شده است. به طور کلی، چنانچه مقدار عامل تورم واریانس برای هر یک از ضرایب کمتر از ۱۰ باشد، می‌توان از مشکل هم خطی چشم‌پوشی کرد (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵). بر اساس نتایج این آزمون که در جدول (۳) آمده است، عامل واریانس‌های مدل‌های اول و دوم کمتر از ۱۰ می‌باشند. بنابراین، بین متغیرهای توضیحی هم خطی شدیدی وجود ندارد.

جدول (۳). نتایج هم‌خطی مدل‌ها

متغیر	عامل واریانس (مدل اول)	عامل واریانس (مدل دوم)
شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش	-	-
اهرم مالی	۱/۱۴۸۷	۸۴۷۹/۷
استقلال کمیته حسابرسی	-	۷۸۷۲/۲
تعدیلگر استقلال کمیته حسابرسی	-	۶۲۸۲/۳
تجربه کمیته حسابرسی	-	۸۲۹۱/۱
تعدیلگر تجربه کمیته حسابرسی	-	۳۷۷۵/۴
تخصص کمیته حسابرسی	-	۱۶۷۱/۲
تعدیلگر تخصص کمیته حسابرسی	-	۷۷۲۲/۵
قیمت سهام	۰۶۸۹/۲	۳۵۰۷/۲
حجم معاملات سهام	۱۸۵۴/۲	۳۱۹۹/۲
نوسانات بازده روزانه سهام	۱۰۸۱/۱	۱۱۵۳/۱
اندازه شرکت	۰۵۰۲/۲	۱۱۲۹/۲

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی نرمال بودن توزیع باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون جاک - برا استفاده شد که نتایج آن در جدول (۴) ارائه شده است. از آنجا که سطح معناداری این آزمون برای مدل‌های پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر مبنی بر نرمال بودن توزیع اجزای اخلال مدل‌های پژوهش رد می‌شود. اما طبق قضیه حد مرکزی چنانچه تعداد مشاهدات در نمونه مورد بررسی به میزان کافی زیاد باشد توزیع داده‌ها به نرمال نزدیک است و حتی اگر جامعه نرمال نباشد، می‌توان از آزمون‌های پارامتریک استفاده کرد (سوری، ۱۳۹۲؛ بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول (۴). نتایج نرمال بودن باقیمانده‌های مدل‌های پژوهش

آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
جاک - برا (مدل اول)	۱۱/۶۷۰	۰/۰۰۰	عدم توزیع نرمال جملات خطا
جاک - برا (مدل دوم)	۳۶/۵۸۹	۰/۰۰۰	عدم توزیع نرمال جملات خطا

آزمون ناهمسانی جملات خطا

به منظور بررسی ناهمسانی واریانس باقیمانده‌های مدل‌ها از آزمون وایت استفاده شده است که نتایج آن در جدول (۵) ارائه شده است. نتایج آزمون وایت برای فرض همسانی واریانس در اجزای اخلال مدل‌ها با توجه به سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵)، حاکی از وجود ناهمسانی

واریانس در هر دو مدل است که برای رفع این مشکل، از روش تصحیح وایت و روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شد.

جدول (۵). آزمون همسانی واریانس

آزمون	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
وایت (مدل اول)	۱۰/۶۵۲۳	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس
وایت (مدل دوم)	۷/۵۴۲۴	۰/۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

آزمون خودهمبستگی جملات خطا

علاوه بر این، به منظور آزمون خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل از آماره دوربین-واتسون استفاده شد که نتایج آن در جدول‌های (۷)، (۸) آمده است. در ساختار داده‌های پانل روش مرسوم برای بررسی وجود یا عدم وجود خود همبستگی بین مقادیر خطا آزمون دوربین-واتسون است. نتایج این آزمون، همزمان با جدول تخمین مدل ارائه می‌شود و چنانچه مقدار آماره دوربین-واتسون به عدد ۲ نزدیک باشد (بین ۱/۵ تا ۲/۵)، نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین مقادیر خطا است (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵). از آن‌جا که آماره دوربین-واتسون در هر سه مدل بین ۱/۵ تا ۲/۵ است پس مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

انتخاب نوع الگوی برآورد

از آن‌جا که داده‌های پژوهش حاضر به صورت مقطعی-زمانی می‌باشند، نیاز است که تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو (F لیمر) سنجیده شود. با توجه به نتایج به دست آمده که در جدول (۶) ارائه شده است، سطح معناداری در مدل‌های اول و دوم برای چاو (F لیمر) عدد صفر است که این مقدار، بیانگر رد فرضیه صفر آزمون (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین مدل پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. با توجه به تابلویی بودن مدل، بایستی برای تعیین نوع داده‌ها تابلویی (روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در جدول (۶) ملاحظه می‌شود، سطح معناداری آزمون هاسمن در هر دو مدل، عدد صفر است که این مقدار حاکی از استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است.

جدول (۶). انتخاب نوع الگوی برآورد

مدل رگرسیون	آزمون	مقدار آماره لیمر	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول	چاو	۴/۶۸۳۶	۰/۰۰۰	اجرای آزمون هاسمن
	هاسمن	۲۰/۹۹۳۸	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل دوم	چاو	۴/۸۱۹۶	۰/۰۰۰	اجرای آزمون هاسمن
	هاسمن	۴۸/۱۰۶۴	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت

نتایج آزمون فرضیه‌ها

آزمون فرضیه اول

نتایج برآورد الگوی رگرسیون حداقل مربعات معمولی به روش اثرات ثابت فرضیه اول در جدول (۷) ارائه شده است. همانطور که مشاهده می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری کمتر از (۰/۰۵) مربوط به این آماره، نشان می‌دهد مدل رگرسیون برآورد شده برای آزمون فرضیه اول، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۷۸) بدست آمده و گویای درصدی است که تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای الگو، قابل توضیح است. افزون بر این، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون برای فرضیه اول (۲/۰۷) محاسبه شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در مدل است.

با توجه به مقدار آماره t و سطح معناداری متغیرهای پژوهش، نتایج حاکی از آن است که اهرم مالی به واسطه آماره (۴/۷۱) در سطح معناداری صفر درصد ارتباط مثبت و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارد. بنابراین، این یافته نشان می‌دهد که اهرم بالا منجر به افزایش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و به تبع آن کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. بنابراین، فرضیه اول پژوهش مبنی بر ارتباط معنادار و معکوس ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود. این نتیجه با پژوهش‌های فریدر و مورتال (۲۰۰۶)، لزmond و همکاران (۲۰۰۸)، ایدوم‌زیروکو و همکاران (۲۰۱۱) و خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) همسو است. اما البنان (۲۰۱۷) به یک رابطه مثبت بین نقدشوندگی و اهرم دست یافت و نظری پور و همکاران (۱۳۹۱) و نبوی‌چاشمی و همکاران (۱۳۹۵) معتقدند که بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

همچنین مشخص است که به غیر از قیمت سهام همه متغیرهای کنترلی مدل اول با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ارتباط معناداری دارند. به ترتیب به واسطه آماره (۳/۳۳) و (۴/۵۵) در سطح اطمینان ۹۹ درصد حجم معاملات سهام و اندازه شرکت ارتباط مثبت و معناداری با شکاف قیمت دارند. بنابراین، حجم معاملات و اندازه شرکت موجب کاهش نقدشوندگی سهام می‌شوند. همسوی با پژوهش‌های نیکولاس و همکاران (۲۰۰۷) و عمران

و فرهان (۲۰۱۶) که دریافتند بین اندازه شرکت با اهرم مالی رابطه مثبتی وجود دارد و از طرفی اهرم مالی با نقدشوندگی ارتباط منفی دارد، در این پژوهش نیز این رابطه تأیید شد. بنابراین، با افزایش اندازه شرکت اهرم نیز بالا می‌رود و نقدشوندگی سهام کمتر می‌شود. برخلاف پژوهش‌های لیلاکاسمینستر (۲۰۱۸) و رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) که معتقدند حجم معاملات ارتباط مثبتی با نقدشوندگی دارد در این پژوهش یک ارتباط منفی (مثبت) با نقدشوندگی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) یافت شد. همچنین، نوسانات بازده روزانه سهام با آماره (۱/۵۷-) در سطح اطمینان ۹۰ درصد ارتباط منفی با شکاف قیمت و در نتیجه ارتباط مثبت با نقدشوندگی دارد. به عبارتی با افزایش نوسانات بازده، نوسان‌گیران قدرت خرید و فروش سهام و به تبع آن نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند (کیان و همکاران، ۲۰۱۷).

جدول (۷). نتایج مدل اول

$Sprid_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Price_{i,t} + \beta_3 Volume_{i,t} + \beta_4 Vola_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t}$						
متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۱۴۸۷	۰/۰۱۵۱	-۹/۸۶۹۰	۰/۰۰۰	-
اهرم مالی	$Lev_{i,t}$	۰/۰۱۴۶*	۰/۰۰۳۱	۴/۷۰۹۸	۰/۰۰۰	تأیید
قیمت سهام	$Price_{i,t}$	-۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۲۳	-۰/۳۷۰۲	۰/۷۱۱۵	غیرمعنادار
حجم معاملات سهام	$Volume_{i,t}$	۰/۰۰۲۶*	۰/۰۰۰۸	۳/۳۳۴۹	۰/۰۰۱	معنادار
نوسانات بازده روزانه سهام	$Vola_{i,t}$	-۰/۰۰۱۲**	۰/۰۰۰۸	-۱/۵۷۳۴	۰/۰۹۶۶	معنادار
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۱۱۹*	۰/۰۰۲۶	۴/۵۴۹۶	۰/۰۰۰	معنادار
ضریب تعیین		۰/۸۲۶۷		آماره F	۱۷/۸۰۰۲	
				سطح معناداری مدل	(۰/۰۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۷۸۰۲		دوربین - واتسون	(۲/۰۷۳۷)	

* و ** معناداری در سطح ۱٪ و ۱۰٪

آزمون فرضیه‌های دوم تا چهارم

نتایج تخمین مدل فرضیه‌های دوم تا چهارم در جدول (۸) ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۹ درصد برای این مدل، دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد تقریباً ۷۸ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون، توضیح داده می‌شود. همچنین، نتایج خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین - واتسون برای فرضیه‌های دوم تا چهارم پژوهش (۲/۱۴) برازش شده که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی در

مدل است.

مجدداً در مدل دوم پژوهش، ارتباط مثبت و معنادار اهرم مالی به واسطه آماره (۵/۱۷) در سطح اطمینان ۹۹ درصد با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأیید شد. بنابراین، ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. استقلال کمیته حسابرسی با آماره (۰/۶۷-) ارتباط معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام ندارد بنابراین، استقلال کمیته تأثیر بر نقدشوندگی سهام ندارد. چان و همکاران (۲۰۱۳)، الزبان و ساوان (۲۰۱۵) و قدردان و همکاران (۱۳۹۶) معتقدند که اجرای صحیح پیشنهادهای کنترل داخلی مستلزم استقلال کمیته حسابرسی است. زیرا، اعضای کمیته از طریق استقلال، قدرت و اختیار لازم را برای ارائه راه‌حل‌ها کسب می‌کنند و مدیریت را بر اجرای این راه‌حل‌ها ملزم کنند. همانطور که فخاری و همکاران (۱۳۹۴) ذکر کردند، طبق منشور کمیته حسابرسی یکی از شروط مستقل بودن اعضای کمیته حسابرسی، خارج از شرکت بودن اعضا بود که در شرکت‌های ایرانی این بند رعایت نشده و مستقل بودن به معنای خارج از اعضای هیئت مدیره بودن تلقی شده است. بنابراین، این موضوع می‌تواند بر یافته‌های تحقیق تأثیر بگذارد و نقش استقلال کمیته در نقدشوندگی را به درستی نشان ندهد.

اما به واسطه معنادار شدن ارتباط معکوس متغیر تعدیلگر استقلال کمیته حسابرسی با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در سطح اطمینان ۹۰ درصد، مشخص است که در شرکت‌های با اهرم مالی بالا، استقلال کمیته حسابرسی منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار استقلال کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید شد. این یافته نشان می‌دهد، هنگامی که اهرم مالی بالا می‌رود کمیته حسابرسی به فکر کاهش آن می‌افتند و با اتخاذ تصمیماتی همچون انتشار سهام و افزایش درصد شناوری سهام، بالا بردن اعتماد سرمایه‌گذاران از طریق انتشار به موقع و صحیح اطلاعات و ... حجم معاملات و نوسانات را افزایش و از این طریق نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند. همانطور که فاربر و همکاران (۲۰۱۸) معتقدند توجه سرمایه‌گذاران به سهام شرکت، حجم معاملات را افزایش و ریسک نقدشوندگی آن را نیز کاهش می‌دهد. بنابراین، مشخص است که در ایران کمیته حسابرسی بیشتر در شرایط بحرانی شرکت‌ها به اعمال کنترل و نفوذ بر مدیریت دست می‌زنند و در شرایط عادی چندان تمایلی به دخالت در نحوه شکل‌گیری اهرم مالی ندارد.

تجربه کمیته حسابرسی و متغیر تعدیلگر آن به دلیل معنادار نشدن در مدل، ارتباط معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نقدشوندگی سهام ندارد. هاریسون (۱۹۹۲)، رز و رز (۲۰۰۸)، شارما و ایسلین (۲۰۱۲) و هوندال (۲۰۱۳) معتقدند که تجربه اعضای کمیته حسابرسی به دلیل کسب اطلاعات بیشتر راجع به شرکت، توانایی قضاوت آن‌ها را در حوزه کنترل‌های داخلی افزایش می‌دهد و آن‌ها را قادر به نظارت بهتر در کیفیت گزارشگری مالی شرکت می‌سازد. کسب تجربه نیازمند گذر زمان است و آثار آن در بلندمدت نمایان می‌شود. از

آنجا که با الزام وجود کمیته حسابرسی از سال ۱۳۹۱، افراد با تجربه در سال ۱۳۹۲ در کمیته حضور داشته‌اند. بنابراین، بدیهی است که در مدت کوتاه، تجربه کم اعضای کمیته چندان تأثیری بر تصمیم‌های کنترلی نداشته باشد.

تخصص کمیته حسابرسی با آماره (۲/۸۴) در سطح معناداری یک درصد ارتباط مثبت (منفی) و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش (نقدشوندگی) سهام دارد. به عبارتی تخصص کمیته حسابرسی منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. اما، متغیر تعدیلگر تخصص کمیته حسابرسی به وسطه آماره (۳/۳۶-) در سطح اطمینان ۹۹ درصد ارتباط منفی و معناداری با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و ارتباط مثبت و معناداری با نقدشوندگی سهام دارد. به عبارتی اثر تعاملی تخصص کمیته حسابرسی و اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام اثرگذار است. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش با عنوان تأثیر تخصص کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود. تایید این فرضیه تا حدودی با نتایج پژوهش‌های محققانی همچون دیفاند و همکاران (۲۰۰۵)، دیویدسون و همکاران (۲۰۰۴)، کریشنا و ویسواناتان (۲۰۰۸)، آبرانازی و همکاران (۲۰۱۳) و الزبان و ساوان (۲۰۱۵)، فاربر و همکاران (۲۰۱۸)، جامعی و رستمیان (۱۳۹۵) و قدردان و همکاران (۱۳۹۶) همسو است.

تخصص کمیته حسابرسی باعث کاهش مدیریت سود و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت می‌شود و گزارش‌های مالی بر اساس واقعیت منتشر می‌شوند. همین امر موجب می‌شود که حتی اگر انتشار اخبار بد به ضرر شرکت باشد اما کمیته حسابرسی با هدف حفظ منافع سهامداران به عنوان مکانیسم حاکمیت شرکتی بر این انتشار تأکید نماید. زیرا افراد متخصص جهت حفظ اعتبار حرفه‌ای خود به منشور اخلاقی حرفه خود عمل می‌کنند. بدیهی است که انتشار اخبار بد می‌تواند باعث کاهش حجم معاملات و نهایتاً کاهش نقدشوندگی سهام شود. اما در شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند، زمینه خطر ورشکستگی فراهم است، بنابراین، بدیهی است که متخصصان مالی حاضر در کمیته حسابرسی با هدف کاهش این اهرم و فراهم‌سازی افزایش تأمین مالی شرکت از طریق انتشار سهام دست به اقدامات کنترل‌کننده‌ای بزنند تا مدیریت، دست از تأمین مالی از طریق وام بردارد و به سمت انتشار سهام سوق یابد. انتشار سهام می‌تواند از طریق افزایش درصد شناوری، حجم و نوسانات معاملات سهام را افزایش دهد و افزایش معاملات منجر به افزایش نقدشوندگی سهام شود (کوئتو، ۲۰۰۹).

از بین متغیرهای کنترلی مدل دوم پژوهش، همچون مدل اول حجم معاملات سهام و اندازه شرکت ارتباط مثبت و معنادار و نوسانات بازده سهام ارتباط منفی و معنادار با شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارند. بنابراین، حجم معاملات سهام و اندازه شرکت موجب کاهش نقدشوندگی و نوسانات بازده سهام منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود.

جدول (۸). نتایج مدل دوم

$Sprid_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{i,t} + \beta_2 Ac_ind_{i,t} + \beta_3 (Ac_ind_{i,t} * Lev_{i,t}) + \beta_4 Ac_exp_{er_{i,t}} + \beta_5 (Ac_exp_{er_{i,t}} * Lev_{i,t}) + \beta_6 Ac_Aex_{i,t} + \beta_7 (Ac_Aex_{i,t} * Lev_{i,t}) + \beta_8 Price_{i,t} + \beta_9 Volume_{i,t} + \beta_{10} Vol a_{i,t} + \beta_{13} Size_{i,t}$						
متغیر	نماد	ضریب رگرسیون	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ثابت	C	-۰/۰۹۱۶	۰/۰۳۷۹	-۲/۴۲	۰/۰۱۶۱	-
اهرم مالی	Lev _{i,t}	۰/۰۵۶۶*	۰/۰۱۰۹	۵/۱۷۳	۰/۰۰۰۰	تائید
استقلال کمیته حسابرسی	Ac_ind _{i,t}	-۰/۰۱۹۳	۰/۰۲۹۱	-۰/۶۶۴	۰/۵۰۶۹	غیرمعنادار
تعديلگر استقلال کمیته حسابرسی	Ac_ind _{i,t} *Lev _{i,t}	-۰/۰۲۷۹***	۰/۰۱۵	-۱/۸۶	۰/۰۶۳۶	تائید
تجربه کمیته حسابرسی	Ac_exper _{i,t}	۰/۰۰۱۱	۰/۰۰۲۲	۰/۴۹۸	۰/۶۱۸۴	غیرمعنادار
تعديلگر تجربه کمیته حسابرسی	Ac_exper _{i,t} *Lev _{i,t}	۰/۰۰۳۸	۰/۰۰۴۳	۰/۸۸۶	۰/۳۷۶۲	رد
تخصیص کمیته حسابرسی	Ac_Aex _{i,t}	۰/۰۱۷۸*	۰/۰۰۶۳	۲/۸۳۶	۰/۰۰۴۹	معنادار
تعديلگر تخصیص کمیته حسابرسی	Ac_Aex _{i,t} *Lev _{i,t}	-۰/۰۳۱۳*	۰/۰۰۹۳	-۳/۳۵۸	۰/۰۰۰۹	تائید
قیمت سهام	Price _{i,t}	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۲۱	۰/۷۶۷	۰/۴۴۳۳	غیرمعنادار
حجم معاملات سهام	Volume _{i,t}	۰/۰۰۲۲*	۰/۰۰۰۸	۲/۶۵۱	۰/۰۰۸۴	معنادار
نوسانات بازده روزانه سهام	Vol a _{i,t}	-۰/۰۰۱۶**	۰/۰۰۰۸	-۲/۰۷	۰/۰۳۹۲	معنادار
اندازه شرکت	Size _{i,t}	۰/۰۰۶۷***	۰/۰۰۳۷	۱/۸۴۸	۰/۰۶۵۵	معنادار
ضریب تعیین		۰/۸۳۱۲		آماره F	۱۶۹/۸۵۸۲	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۸۱۹		سطح معناداری مدل	(۰/۰۰۰)	
				دوربین- واتسون	(۲/۱۳۵۳)	

* و ** و *** به ترتیب معناداری در سطح ۱٪ و ۵٪ و ۱۰٪

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش، به طور کلی، تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی شد. ابتدا، رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام، در قالب یک فرضیه بررسی شد. اهرم مالی به عنوان متغیر ساختار سرمایه و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر نقدشوندگی در نظر گرفته شد. بنابر

مبانی پژوهش‌های پیشین همچون هو و ماسکوویتز (۲۰۰۵)، بارینوف (۲۰۱۴)، کیان و همکاران (۲۰۱۷)، البنان (۲۰۱۷) و خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) ارتباط بین شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و نقدشوندگی سهام معکوس فرض شد. بر اساس یافته‌های تجربی پژوهش حاضر، اهرم مالی با نقدشوندگی ارتباط منفی و معناداری دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش در هر دو مدل تأیید گردید. فریدر و مورتال (۲۰۰۶)، لزموند و همکاران (۲۰۰۸)، ایدوم‌زیروکو و همکاران (۲۰۱۱) و خلیفه‌سلطانی و بهرامی (۱۳۹۱) نیز این ارتباط را تأیید کرده‌اند.

بررسی مدل دوم حاکی از آن است که استقلال و تجربه کمیته حسابرسی تأثیر معناداری بر نقدشوندگی سهام ندارند اما تخصص در این کمیته منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. همچنین، متغیر تعدیلگر استقلال و تخصص کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) سهام تأثیر مثبت (منفی) دارند اما متغیر تعدیلگر تجربه کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی تأثیر معناداری ندارند. بنابراین، فرضیه‌های دوم و چهارم تأیید و فرضیه سوم رد شدند.

تأیید فرضیه دوم پژوهش به طور غیر مستقیم می‌تواند با نتایج پژوهش فاربر و همکاران (۲۰۱۸) و تأیید فرضیه چهارم نیز با پژوهش‌های دیفاند و همکاران (۲۰۰۵)، دیویدسون و همکاران (۲۰۰۴)، کریشنا و ویسواناتان (۲۰۰۸)، آبرانازی و همکاران (۲۰۱۳) و الزبان و ساوان (۲۰۱۵)، فاربر و همکاران (۲۰۱۸)، جامعی و رستمیان (۱۳۹۵) و قدردان و همکاران (۱۳۹۶) همسو باشد. همچنین رد شدن فرضیه سوم پژوهش مبنی بر تأثیر تجربه کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام نیز می‌تواند با نوظهور بودن کمیته حسابرسی در ایران مرتبط باشد. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند نقش ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را به خوبی روشن سازد. همچنین، در این پژوهش نحوه تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها نیز مشخص شده است. دستاوردهای پژوهش حاضر می‌تواند منجر به گسترش ادبیات مربوط به ویژگی‌های کمیته حسابرسی و ساختار سرمایه به عنوان عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام شود. به طور کلی، نتایج این پژوهش می‌تواند برای گروه‌های مختلفی همچون سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، مسئولان بورس اوراق بهادار، مدیران پرتفوی، کارگزاران، تحلیل‌گران مالی و محققان بازار سرمایه، مهم تلقی شود. نحوه تشکیل ساختار سرمایه و ویژگی‌های کمیته حسابرسی تأثیر متفاوتی بر نقدشوندگی سهام دارند؛ لذا به تحلیل‌گران و مدیران توصیه می‌شود به این مهم توجه کنند و عوامل مؤثر بر نقدشوندگی سهام را مدنظر قرار دهند. با توجه به وظیفه اصلی مدیران در جهت ارتقاء سرمایه سهامداران لازم است که مدیران توجه ویژه‌ای به نقدشوندگی سهام داشته باشند و راهکارهای افزایش نقدشوندگی را برای ارتقاء سرمایه سهامداران اجراء نمایند.

پیشنهادهای کاربردی پژوهش

- با توجه به تأثیر استقلال و تخصص کمیته حسابرسی بر رابطه بین ساختار سرمایه شرکت و

نقدشوندگی سهام و عدم تأثیرگذاری تجربه کمیته حسابرسی بر رابطه فوق، به اعضای هیأت مدیره پیشنهاد می‌گردد که با اولویت قائل شدن برای استقلال و تخصص اعضای انتخابی نسبت به تجربه عضویت قبلی آن‌ها در کمیته‌های حسابرسی، تا حد امکان از اعضای مستقل و متخصص در این کمیته استفاده کنند تا با افزایش استقلال و تخصص کمیته حسابرسی، اثر کاهنده اهرم مالی شرکت‌ها بر نقدشوندگی سهام کاهش یابد و زمینه بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌ها فراهم آید.

- پیرو دلایل فوق، به سازمان بورس و اوراق بهادار نیز پیشنهاد می‌گردد ساز و کار انتخاب اعضای کمیته‌های حسابرسی را به گونه‌ای مقرر دارد که ویژگی‌های استقلال و تخصص در اولویت قرار گیرند تا از این طریق، گام مفیدی در راستای افزایش نقدشوندگی سهام بازار که یکی از رسالت‌های مهم آن است، برداشته شود.
- با توجه به آشکار شدن تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام پیشنهاد می‌گردد که سرمایه‌گذاران در بررسی‌های خود در ارتباط با نقدشوندگی سهام که یکی از مؤلفه‌های مهم سرمایه‌گذاری است، به ویژگی‌های کمیته‌های حسابرسی توجه بیشتری نمایند؛ زیرا استقلال و تخصص این کمیته، نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهد.

پیشنهادهای پژوهش‌های آتی

- بررسی تأثیر سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی همچون واحد حسابرسی داخلی، ساختار هیأت مدیره و ... بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام.
- بررسی تأثیر ساختار مالکیت خارجی و خانوادگی بر رابطه ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام.
- در این تحقیق برخی متغیرهای کنترلی نظیر قیمت سهام، حجم معاملات و ... در نظر گرفته شدند. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت، سودآوری و ... نیز کنترل شوند.
- بررسی مجدد این موضوع در شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها، بیمه‌ها و لیزینگ‌ها و انجام بررسی‌های مشابه در دوره زمانی ۱۰ الی ۱۵ سال.
- استفاده از شاخص‌های دیگر جهت اندازه‌گیری نقدشوندگی همانند معیار عدم نقدشوندگی آمیهود، تعداد روزهای معاملاتی و شاخص گیبس.
- استفاده از شاخص‌های دیگر جهت اندازه‌گیری ساختار سرمایه همانند نسبت حقوق صاحبان سهام بر دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت بر دارایی‌ها و نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها.

محدودیت‌های پژوهش

- نوظهور بودن کمیته حسابرسی و در نتیجه، عدم افشای کامل اطلاعات مربوط به آن توسط

همه شرکت‌ها، محدودیت ذاتی این پژوهش به شمار می‌آید؛ زیرا به خودی خود، سبب کاهش حجم نمونه مورد بررسی شده است.

- از آنجا که اجزای لازم در اندازه‌گیری متغیر اهرم مالی عمدتاً بر مبنای بهای تمام شده تاریخی، گزارش شده و شرایط تورمی نادیده گرفته می‌شوند، ممکن است با لحاظ کردن وضعیت به‌روز شده شرکت‌ها منطبق با شرایط فعلی اقتصاد، نتایج متفاوتی نسبت به نتایج پژوهش حاضر، حاصل شود.
- دوره زمانی پژوهش (سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵) شامل دوره‌های فرعی است که هر یک شرایط خاص خود را داشتند. رشد قابل ملاحظه نرخ دلار در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ منجر به افزایش چشمگیر حجم معاملات و بالتبع افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها شد؛ در حالی که سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۵ بازار سرمایه، دچار رخوت و کاهش حجم معاملات و در نتیجه، کاهش نقدشوندگی سهام گردید. تجمیع این دو دوره در قالب یک پژوهش واحد که به اجبار، به دلیل اندک بودن داده‌های مربوط به کمیته حسابرسی باید از سال ۱۳۹۱ تا زمان حال حاضر را پوشش می‌داد، می‌تواند منجر به تورش نتایج به سمت و سوی خاصی گردد و در نتیجه، نتوان یافته‌های پژوهش را به هر گونه دوره زمانی، تعمیم داد.

منابع

الف) منابع فارسی:

۱. اصولیان، محمد، باقری، الهام، (۱۳۹۵). بررسی تأثیر جریان وجه نقد بر شکاف میان نسبت اهرم واقعی و بهینه. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۳(۳)، ۳۱۱-۳۳۲.
۲. اعتمادی، حسین، شفاخیبری، نصیبه، (۱۳۹۰). تأثیر جریان‌های نقد آزاد بر مدیریت سود نقش کمیته حسابرسی در آن، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۱۰۳(۱)، ۱۰۵-۱۳۰.
۳. امیرحسینی، زهرا، نکونام، امید، (۱۳۹۲). تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
۴. باباجانی، جعفر، خنکا، عبدالخالق، (۱۳۹۱). ضرورت تشکیل کمیته حسابرسی و استقرار واحد حسابرسی داخلی در شهرداریهای کلان شهرها برای ارتقاء سطح مسئولیت پاسخگویی، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۳)، ۳۹-۲۰.
۵. بذرافشان، آمنه، (۱۳۹۵). اثرگذاری کیفیت کمیته حسابرسی بر تحقق اهداف کنترل‌های داخلی حاکم بر گزارشگری مالی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۳(۵۲)، ۱۷۹-۲۸۴.
۶. بنی‌مهد. بهمن، عربی، مهدی، حسن‌پور، شیوا، (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، چاپ اول، انتشارات ترمه. ۱۰۷-۱۶۹.
۷. تختایینی، نصراله، تمیمی، محمد، موسوی، زهرا، (۱۳۹۰). نقش کمیته حسابرسی در کیفیت گزارشگری مالی، حسابدار رسمی، شماره ۱۵، ۵۹-۴۵.
۸. جامعی، رضا، رستمیان، آزاده، (۱۳۹۴/۱۳۹۵). تأثیر تخصص مالی اعضای کمیته حسابرسی بر ویژگی‌های سود پیش‌بینی شده. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۸(۲۹)، ۱-۱۷.
۹. جبارزاده کنگرلونی، سعید، متوسل، مرتضی، رحیم‌زاده خزاعی، امین، (۱۳۹۴). مسأله نمایندگی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۳(۳)، ۷۹-۱۰۳.
۱۰. حاجیه‌ها، زهره، کریمی، احمد، (۱۳۹۶). بررسی اثر استقلال کمیته حسابرسی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، دانش حسابداری، ۱۷(۶۸): ۱۹۳-۲۱۷.

۱۱. حساس‌یگانه، یحیی، (۱۳۸۹). مبنای نظری حاکمیت شرکتی، حسابدار، ۲۰ (۱۶۸)، ۵۷-۱۰.
۱۲. خلیفه سلطانی، سید احمد، بهرامی، ماندانا، (۱۳۹۱). رابطه تغییرات ساختار سرمایه و تغییرات نقدشوندگی سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴۱ (۴)، ۵۳-۳۵.
۱۳. دیدار، حمزه، بیکی، خدیجه، (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مزاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲ (۲)، ۱۹۷-۲۲۰.
۱۴. رحمانی، علی، حسینی، سید علی، رضا پور، نرگس، (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۳)، ۴۵-۲۲.
۱۵. رحیمیان، نظام الدین، قادری، بهمن، رسولی، پیمان. (۱۳۹۵). ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری، ۴۱ (۴)، ۶۶-۴۱.
۱۶. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۹۱). منشور کمیته حسابرسی، تهران.
۱۷. سرکانیان، جواد، راعی، رضا، فلاح‌پور، سعید، (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین نقدشوندگی با بازده سهام در بازار سهام ایران، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۳ (۵)، ۲۶-۹.
۱۸. سلیمانی، غلامرضا، مقدسی نیکجه، مینا، (۱۳۹۳). نقش کنترل‌های داخلی، حسابرسی داخلی و کمیته حسابرسی در بهبود نظام راهبری (حاکمیت) شرکتی. پژوهش حسابداری، ۴۱ (۴)، ۶۳-۷۷.
۱۹. سوری، علی، (۱۳۹۲). اقتصاد سنجی، چاپ اول، انتشارات فرهنگ‌شناسی، ۱۱۴-۸۶.
۲۰. سینائی، حسنعلی، (۱۳۸۶). بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴ (۲)، ۲۵-۱۰.
۲۱. شوشتریان، زکیه، اکبری، علی، (۱۳۸۶). بررسی تأثیر افزایش سرمایه از محل حق تقدم بر حجم معاملات سهام بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، ۲۶ (۱)، ۹۵-۱۱۵.
۲۲. شیرین بخش، شمس اله، عارف منش، زهره، بذرافشان، آمنه، (۱۳۹۲). نابرابری اطلاعات: شواهدی در رابطه با دوره تصدی و تخصص صنعت حسابرس. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۹ (۳۳)، ۱۴۹-۱۷۶.
۲۳. صالحی، مهدی، اورادی، جواد، سالاری فورگ، زینب، (۱۳۹۵). تأثیر وجود کمیته حسابرسی و ویژگی‌های آن بر تأخیر گزارش حسابرسی. دانش حسابداری، ۷ (۲۶)، ۵۹-۸۳.
۲۴. علوی، سید مصطفی، قائمی، محمدحسین، (۱۳۹۶). آسیب‌شناسی کمیته‌های حسابرسی، دانش حسابرسی، ۱۷ (۶۸): ۱۲۷-۱۴۷.
۲۵. فتحی، سعید، هاشمی، عباس، فیروزکوهی، زهرا، خواست‌خدایی، زهرا، عجم، علیرضا، (۱۳۹۲). بررسی تأثیر مدیریت سود از طریق وجوه نقد عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۱ (۲)، ۸۹-۱۰۴.
۲۶. فخاری، حسین، رضائی پیته نوئی، یاسر، (۱۳۹۶). تأثیر تخصص مالی کمیته حسابرسی بر محیط اطلاعاتی شرکت. دانش حسابداری، ۸ (۳)، ۸۱-۱۱۲.
۲۷. فخاری، حسین، محمدی، جواد، حسن نتاج کردی، محسن، (۱۳۹۴). بررسی اثر ویژگیهای کمیته حسابرسی بر مدیریت سود از طریق اقلام واقعی. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲ (۴۶)، ۱۳۰-۱۵۴.
۲۸. فروغی، داریوش، عباسی، جواد، (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر اعمال محافظه‌کاری حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۱۱ (۱)، ۱۱۴-۱۳۳.
۲۹. قدردان، احسان، فغانی ماکرانی، خسرو، قریشی نیا، دلکش، شاهمادی، شهین، (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کمیته حسابرسی و کاهش هزینه نمایندگی ناشی از مدیریت سود تعهدی. دانش حسابرسی، ۱۷ (۶۹)، ۱۷۳-۱۹۱.
۳۰. کاظمی، حسین، سعادت‌نژاد، زهره، (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با بهرهوری، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۸ (۳۲)، ۷۴-۸۹.
۳۱. کامیابی، یحیی، بوژمهرانی، احسان، (۱۳۹۵). ویژگی‌های کمیته حسابرسی، کیفیت افشا و نسبت غیر موظف اعضای هیأت مدیره. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲ (۶)، ۱۹۱-۲۱۸.
۳۲. کردستانی، غلامرضا، عمران، نجفی، مظاهر، (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون

- تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. تحقیقات مالی، ۹(۴)، ۴۹-۲۴.
۳۳. لاری دشت بیاض، محمود، اورادی، جواد، (۱۳۹۵) ویژگی‌های کمیته حسابرسی و حق الزحمه حسابرسی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۶(۲۲)، ۹۴-۶۹.
۳۴. مرادزاده فرد، مهدی، فرامرز، جواد، (۱۳۸۸). مطالعه تأثیر تامین مالی خارج از ترازنامه بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱(۲)، ۱۱۷-۱۴۴.
۳۵. مشایخ، شهناز، عبداللّهی، مهین، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد مالکیت و سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۳(۴)، ۵۶-۳۷.
۳۶. مقدم، عبدالکریم، مؤمنی یانسر، ابوالفضل، (۱۳۹۱). بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۶۸)، ۱۲۳-۱۳۶.
۳۷. ملکی، محمد حسن، آگهی اسکوئی، افشین، (۱۳۹۳). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۲(۴)، ۷۵-۹۶.
۳۸. مؤمن بیگی، سحر، سهرابی، شهلا، (۱۳۹۳). بررسی اثر نقدشوندگی بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
۳۹. نادریان، هوشنگ، (۱۳۹۰)، منشری به نام کمیته حسابرسی، حسابدار رسمی، شماره ۲۳، ۵۹-۵۵.
۴۰. نبوی چاشمی، سیدعلی، طبعی، علی، خوش‌کار، فرزین، (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین نقد شوندگی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران، کنفرانس بین‌المللی کسب و کار: چالش‌ها و فرصت‌ها.
۴۱. نصیرزاده، فرزانه، اورادی، جواد، رجبعی زاده، جواد، (۱۳۹۶). تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی بر محافظه کاری شرطی. - دانش حسابرسی، ۱۷ (۶۸)، ۸۳-۱۰۵.
۴۲. نصیری، مهرباب، احمدپور، احمد (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین مدیریت سود با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات در شرکت‌های با سطح مالکیت غیرنهادی بالا. راهبرد مدیریت مالی، ۲(۶)، ۴۸-۲۷.
۴۳. نظری‌پور، محسن، پیروزرام، امیر، خزدوزی، بیژن، (۱۳۹۱). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی صنعت سیمان)، فروغ تدبیر، ۹(۲۰)، ۲۴-۸.
۴۴. نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۴)، ۴۸-۱۹.
۴۵. واعظ، سیدعلی، کراهی مقدم، سیروس، الهایی سحر، مهدی، (۱۳۸۹). بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، ۷(۷)، ۱۱۴-۱۳۵.

(ب) منابع انگلیسی:

1. Abbott, L. J., Parker, S. & Peters, G. (2002). Audit committee characteristics and financial misstatement: A study of the efficacy of certain blue ribbon committee recommendations. Working Paper, University of Memphis, Santa Clara University and University of Georgia.
2. Abernathy, J.L., D. Herrmann, T. Kang, and G.V. Krishnan (2013). Audit committee financial expertise and properties of analyst earnings forecasts. *Advances in Accounting* 29: 1-11.
3. Aguilera, R. V., Judge, W. Q., & Terjesen, S. A. (2018). Corporate governance deviance. *Academy of Management Review*, 43(1), 87-109.

4. Alzeban, A., & Sawan, N. (2015). The impact of audit committee Characteristics on the implementation of internal audit recommendations. 24, 6171-.
5. Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.
6. Association for Investment Management and Research (AIMR). 2002. Comment letter to Securities and Exchange Commission's proposed implementation of the disclosure required by sections 404, 406 and 407 of the Sarbanes-Oxley Act, December 12.
7. Bansal, N. A., K.Sharma. (2016). Audit committee, corporate governance and firm performance. *International Journal of Economics and Finance*, 8(3), 103116-.
8. Barinov, A. (2014). Turnover: liquidity or uncertainty? *Management Science*, 60(10), 2478-2495.
9. Berger, P. G., Ofek, E., & Yermack, D. L. (1997). Managerial entrenchment and capital structure decisions. *The journal of finance*, 52(4), 1411-1438.
10. Bronson, S. N., Carcello, J. V., Hollingsworth, C. W., & Neal, T. L. (2009). Are fully independent audit committees really necessary?. *Journal of Accounting and Public Policy*, 28(4), 265-280.
11. Bukit, R. B., & Iskandar, T. M. (2009). Surplus free cash flow, earnings management and audit committee. *International Journal of Economics and Management*, 3(1), 204-223.
12. Chan, A. M. Y., Liu, G. & Sun, J. (2013), 'Independent audit committee members' board tenure and audit fees', *Accounting & Finance*, Vol. 53, No. 4, pp. 1129-47
13. Chang, H., Chen, X., Cheng, C. S., & Zhou, N. (2017). Certification of Audit Committee Effectiveness: Evidence from a One-Time Regulatory Event in China.
14. Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.
15. Corwin, S. A., & Schultz, P. (2012). A simple way to estimate bid-ask spreads from daily high and low prices. *The Journal of Finance*, 67(2), 719-760.
16. Cueto Diego C. (2009). «Market Liquidity and Ownership Structure with Weak Protection for minority shareholders: Evidence from Brazil and Chile; Working paper. <http://ssrn.com>.
17. Davidson, W.N. III, Xie, B. and Xu, W. (2004). »Market Reaction to Voluntary Announcements of Audit Committee Appointments: The Effect of Financial Expertise«, *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(4): 279-91.
18. DeFond, M. L., R. N. Hann, and X. S. Hu. (2005). Does the market value financial expertise on audit committees of boards of directors? *Journal of Accounting Research* 43(2): 153-193.
19. Dey, A. (2008). »Corporate Governance and Agency Conflicts«, *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.
20. Dhaliwal, D., Naiker, V. & Navissi, F. (2010). The association between accruals quality and the characteristics of accounting experts and mix of expertise on audit committees. *Contemporary Accounting Research*, 27(3), 787827-
21. Dumitrescu, A. (2011). Corporate governance and market liquidity. *Financial Accounting and Reporting Research*, 48, 423-471.
22. ElBannan, M. A. (2017). Stock market liquidity, family ownership, and capital structure choices in an emerging country. *Emerging Markets Review*.

23. Farber, D. B., Huang, S. X., & Mauldin, E. (2018). Audit committee accounting expertise, analyst following, and market liquidity. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 33(2), 174-199.
24. Frieder, and Martell .(2006). " On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock", www.ssrn.com
25. Goyenko, R. Y., Holden, C. W., & Trzcinka, C. A. (2009). Do liquidity measures measure liquidity? *Journal of financial economics*, 92(2), 153-181.
26. Habib, A., & Bhuiyan, M. B. U. (2016). Problem directors on the audit committee and financial reporting quality. *Accounting and Business Research*, 46(2), 121-144.
27. Harrison, J. S. (1992). GAO report on audit committees. *Texas Banking*, 81(February), 1-12.
28. Hasbrouck, J. (2009). Trading costs and returns for US equities: Estimating effective costs from daily data. *The Journal of Finance*, 64(3), 1445-1477.
29. Huang, H. & Vu Thi, T. (2003). The Determinants of Capital Structure in Shipping Companies: Case Studies of Brostrom and Concordia AB. Unpublished Master's Thesis, University of Gothenburg, Gothenburg.
30. Hundal, S. (2013). Independence, Expertise and Experience of Audit Committees: Some Aspects of Indiation Corporate Sector. *American International Journal of Social Science*, 2(5).
31. Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(11), 119-133.
32. Jacoby, G. and Zheng, S.X. (2010). »Ownership Dispersion and Market Liquidity«,Article in Press ,International Review Analysis
33. Jun, S.-G., Marathe, A., & Shawky, H. A. (2003). Liquidity and stock returns in emerging equity markets. *Emerging Markets Review*, 4(1), 1-24.
34. Krishnan, G. V., & Visvanathan, G. (2008). Does the SOX definition of an accounting expert matter? The association between audit committee directors' accounting expertise and accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 25(3), 827-858.
35. Leelakasemsant, C. (2018). OWNERSHIP CONCENTRATION, EQUITY LIQUIDITY, AND CAPITAL STRUCTURE. *AU Journal of Management*, 12(2), 11-19.
36. Lesmond, D. A., O'Connor, P. F., & Senbet, L. W. (2008). Capital structure and equity liquidity.
37. Li, J., & Wu, C. (2006). Daily return volatility, bid-ask spreads, and information flow: Analyzing the information content of volume. *The Journal of Business*, 79(5), 2697-2739.
38. Li, Y. and Stokes, D., 2011, Audit Quality and Cost of Equity Capital, 2nd Workshop of Audit Quality, EIASM, 2, 4, 5771-
39. Lim, C. Y., Thong, T. Y., & Ding, D. K. (2008). Firm diversification and earnings management: evidence from seasoned equity offerings. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 30(1), 69-92.
40. Lipson, M. L., & Mortal, S. (2009). Liquidity and capital structure. *Journal of financial markets*, 12(4), 611-644.
41. Nekhili, M., Amar, I. F. B., Chtioui, T., & Lakhel, F. (2016). Free cash flow and

- earnings management: The moderating role of governance and ownership. *Journal of Applied Business Research*, 32(1), 255.
42. Pástor, L., & Stambaugh, R. F. (2003). Liquidity risk and expected stock returns. *Journal of Political economy*, 111(3), 642-685.
 43. Piot, Ch. (2004), 'The existence and independence of audit committees in France', *Accounting and Business Research*, Vol. 34, No. 3, pp. 223-46.
 44. Qasim, A. (2018). Audit committee effectiveness: reflections from the UAE. *International Journal of Economics and Business Research*, 15(1), 87-107.
 45. Qian, M., Sun, P.-W., & Yu, B. (2017). High turnover with high price delay? Dissecting the puzzling phenomenon for China's A-shares. *Finance Research Letters*, 22, 105-113.
 46. Ripamonti, A. & Kayo, E. (2016). Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution. *Mackenzie Management Review*, 17(5), 85-109.
 47. Roll, R. (1984). A simple implicit measure of the effective bid-ask spread in an efficient market. *The Journal of Finance*, 39(4), 1127-1139.
 48. Rose, A. M. & Rose, J. M. (2008), 'Management attempts to avoid accounting disclosure oversight: The effects of trust and knowledge on corporate directors' governance ability', *Journal of Business Ethics*, Vol. 83, No. 2, pp. 193-205.
 49. Samaha, K., Khelif, H., & Hussainey, K. (2015). The impact of board and audit committee characteristics on voluntary disclosure: a meta-analysis. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 24, 13-28.
 50. Sharma, V. D. & Iselin, E. R. (2012), 'The association between audit committee multiple-directorships, tenure, and financial misstatements', *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Vol. 31, No. 3, pp. 149-75.
 51. Stoll, H. R. (1989). Inferring the components of the bid-ask spread: theory and empirical tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 115-134.
 52. Sultana, N (2015)« Audit Committee Characteristics and Accounting Conservatism», *International Journal of Auditing*, 19, 88-102.
 53. Sun, J., Lan, G., & Liu, G. (2014). Independent audit committee characteristics and real earnings management. *Managerial Auditing Journal*, 29(2), 153-172.
 54. Udomsirikul, P., Jumreornvong, S., & Jiraporn, P. (2011). Liquidity and capital structure: The case of Thailand. *Journal of Multinational Financial Management*, 21(2), 106-117.