

Investigation relationship between stock liquidity, empire building and firms' value

Somayeh Najafy¹, Marzieh Ebrahimi Shaghaghi², Hossein Eslami Mofidabadi¹

Received: 21/07/2023

Accepted: 04/06/2024

Extended Abstract

Introduction

With the increase in the value of companies, the welfare and power of shareholders as well as the wealth and prosperity of high-capital owners also increase. The main objective of companies is to increase value by maximizing stock prices, assuming that if the value of debt remains constant, an increase in stock value directly increases the company's value (Satria, 2021). Liquidity refers to a company's ability to meet its short-term obligations quickly. Cash-rich companies use internal funds in their financing activities. In a study by Chatterjee *et al.* (2021), they found that stock liquidity has had a significant effect on the governance of company managers. In other words, the higher the liquidity in a company, the more managers think about investing in weaker companies. In fact, companies invest in weaker companies to increase their power in an organization or increase their market share and purchasing power, which leads to a negative impact of stock liquidity on company value. Another study has shown that increasing liquidity reduces company value, so it can be said that liquidity has had a significant positive effect on company value (Abrori and Suwitho, 2019). Huang and Mazouz (2018) have also stated that liquidity is an important topic in financial markets and its derivatives, among other important subjects. Osoolian *et al.* (2021) found that cash liquidity affects company value and liquidity risk acts as a financial constraint. Empirical results show a positive relationship between accounting comparability and free float ratio and stock turnover ratio. However, there is no significant relationship between accounting comparability and liquidity ratio. The interpretation of this result can be attributed to the way the liquidity ratio is calculated. Golmohammadi Shuraki (2021) and other domestic and foreign studies have emphasized the importance and necessity of this issue, stating that by

¹ Department of Accounting and Management, Shahriar Branch, Islamic Azad University, Shahriar, Iran.

² Department of Accounting and Management, Shahriar Branch, Islamic Azad University, Shahriar, Iran. (Corresponding Author). Marzieh.Ebrahimishaghghi@iau.ac.ir

How to cite this paper: Najafy, S., Ebrahimi Shaghaghi, M., & Eslami Mofidabadi, H. (2024). Investigation relationship between stock liquidity, empire building and firms' value. *Advances in Finance and Investment*, 5(2), 131-158. [In Persian]



examining the relationship between stock liquidity variables, governance of managers and company value, the existing scientific vacuum in domestic research and companies compatible with the Iranian economy can be addressed, providing a clear path for financial researchers. [Reschiwati et al. \(2020\)](#) found that investors must have informed expectations of market conditions using available information. Therefore, conducting such research in the capital market structure and business in Iran can fill a scientific gap that may exist in this field. The innovation of this study is that despite examining the relationship between ownership concentration and stock liquidity of companies, it also examines the important role and significance of corporate governance. Therefore, the objective of this study is to contribute to the discussion on the relationship between liquidity, governance of managers and company value.

Literature Review

[Gantchev et al. \(2020\)](#) have investigated the relationship between stock criticism, managerial entrenchment and firm value. They argued that high stock criticism inducing inefficient investments has a negative impact on firm value. Moreover, to explore the motivations of managerial entrenchment, they suggested that a company with high stock criticism is much more likely to acquire a public company compared to a company with low stock criticism. These patterns are observed in both debt and equity studies, ultimately demonstrating that financial constraints and corporate governance play a crucial role in the influence of stock criticism on managerial entrenchment in mergers and acquisitions. [Puri et al. \(2024\)](#) has provided empirical evidence on the impact of stock criticism, profitability and company size on firm value with capital structure as an intervening variable. This study reveals that stock criticism, profitability and company size directly have a negative and significant effect on capital structure. Stock criticism directly has a negligible negative impact on firm value. Profitability and company size directly have a positive and significant impact on firm value, while capital structure directly has a negative and significant effect.

Research Methodology

The research has investigated the relationship between stock criticism, managerial governance and the value of publicly traded firms. The sampling method employed was systematic elimination. The selected companies were those listed on the stock exchange and over-the-counter market over a period of ten years from 2012 to 2022, with the fiscal year of the companies ending on the last day of the Persian calendar year (29th of Esfand). The total number of companies listed on the stock exchange is 620, with the final sample for analysis consisting of 110 companies over 11 years, totaling 12, 100 company-years under examination.

Results

In this study, four hypotheses were proposed and tested.

Hypothesis 1: Stock liquidity has a significant effect on the growth of company assets and this hypothesis was confirmed at a 95% confidence level. The increase in stock liquidity has a positive impact on managerial governance, indicating that as the liquidity measure increases, the level of managerial governance also increases.

Hypothesis 2: The variable of stock liquidity has a significant effect on the growth of capital expenditures, but no significant relationship was found at the 5% level of significance. Therefore, Hypothesis 2 was rejected. The adjusted coefficient of determination in the model was 0/84.

Hypothesis 3: Stock liquidity has a significant effect on the growth of company properties, machinery and equipment. An increase in stock liquidity leads to an increase in the growth of company properties, machinery and equipment.

Hypothesis 4: Stock liquidity has a significant effect on company value at a 5% confidence level. Therefore, Hypothesis 4 was not rejected and the adjusted coefficient was 0/30. This suggests that as liquidity increases in companies, managers are inclined towards power and governance aligned with their own interests. Additionally, managers tend to invest in inefficient projects in weakly capitalized companies, leading to a decline in company value.

Discussion and Conclusion

In conclusion, Hypothesis 1 indicates that stock liquidity has an impact on managerial governance in companies. Managers tend to invest in weaker companies to gain personal benefits such as power, market share, purchasing power, or influence over transactions. This suggests that high liquidity in companies can have a negative impact on company value. The larger the size of companies, the growth opportunities available to them and their profitability through assets, the more managers in the studied companies will focus on governance. Conversely, companies with debt have less managerial governance, but when the level of assets exceeds liabilities, managers show more governance. It is also evident that as stock liquidity increases, the cash assets available to managers increase. Due to the lack of supervision and the association of other board members, managers tend to invest in low-yield projects, resulting in an increase in fixed assets and physical assets that do not generate positive cash flow for the company. This situation leads to an increase in managerial governance. It is essential for investment company board members, fund managers and individual investors to pay attention to managerial governance in the companies they consider for investment.

Acknowledgments

Based on the findings of the present research, financial market activists and investors should pay more serious attention to the way of liquidity and firms valuation tools and composition of shareholders in their analysis, but empire building components are a special guide for choosing the best stock for investment.

Conflict of Interest

The authors of this article declared no conflict of interest regarding the authorship or publication of this article.

Keywords: Empire Building, Firms' Valuation, Liquidity.

JEL Classification: G33, G40, G32.

پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری

سال پنجم، تابستان ۱۴۰۳ - شماره ۲

صفحات ۱۵۸-۱۳۱

نوع مقاله: پژوهشی

بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت

سمیه نجفی^۱، مرضیه ابراهیمی شقاقی^۲، حسین اسلامی مفیدآبادی^۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۴/۳۰

چکیده

هدف: هدف از پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. موضوع نقدشوندگی در سهام شرکت‌ها از موضوعات مهم در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی است و بررسی اثرگذاری آن بر معیارهای مختلف از جمله حکمرانی مدیران شرکت‌ها و ارزش شرکت‌ها نیز مورد بحث بسیاری از اندیشمندان رشته‌های مالی و سرمایه‌گذاری بوده است.

روش‌شناسی پژوهش: در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها از پایگاه داده سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین مطالعات کتابخانه‌ای کمک گرفته شده است. روش رگرسیونی مورد استفاده، رگرسیون چندمتغیره بوده است که ساختار داده‌های وارد شده به آن از نوع تابلویی سال شرکت بوده است. برای ارزیابی هدف پژوهش دو فرضیه اصلی و سه فرضیه فرعی مطرح شده است که نتایج فرضیه‌ها در سطح معناداری ۰/۰۵ مورد ارزیابی قرار گرفته است.

یافته‌ها: نتایج بررسی فرضیه کلی اول پژوهش بیانگر آن است که ارتباط معناداری میان نقدشوندگی سهام با معیارهای رشد در دارایی‌های شرکت و نیز رشد در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات وجود دارد و نتایج فرضیه کلی دوم نیز نتایج نشان‌دهنده آن است که نقدشوندگی سهام اثر معناداری بر ارزش شرکت دارد.

اصالت / ارزش افزوده علمی: نوآوری این پژوهش به‌کارگیری مفهوم جدید حکمرانی مدیران و محاسبه این متغیر با استفاده از سه شاخص توضیح‌دهنده و نیز بررسی رابطه آن با ارزش شرکت و نقدشوندگی سهام است.

کلیدواژه‌ها: ارزش شرکت‌ها، حکمرانی مدیران، نقدشوندگی سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: G33, G40, G32.

۱. گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران.

۲. گروه حسابداری و مدیریت، واحد شهریار، دانشگاه آزاد اسلامی، شهریار، ایران. (نویسنده مسئول). Marzieh.Ebrahimishaghghi@iau.ac.ir

استناد: نجفی، سیمیه؛ ابراهیمی شقاقی، مرضیه؛ و اسلامی مفیدآبادی، حسین. (۱۴۰۳). بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت. پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری، ۵(۳)، ۱۵۸-۱۳۱.

۱- مقدمه

ارزش شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران و مردم بسیار مهم است و همیشه با قیمت‌های بازار سهام مرتبط است. هر چه قیمت سهام بالاتر باشد، ارزش شرکت نیز بیش‌تر می‌شود. ارزش بالای شرکت نشان‌دهنده رفاه سهامداران است. به حداکثر رساندن ارزش شرکت برای یک شرکت حیاتی است؛ زیرا، اهداف شرکت را به حداکثر می‌رساند. افزایش ارزش شرکت دستاوردی است که فعالیت صاحبان آن را به دنبال دارد. همچنین، با انجام این اقدام ثروت و رفاه مالکان سرمایه نیز افزایش می‌یابد. افزایش اعتماد بازار نه تنها به عملکرد شرکت بلکه به چشم‌اندازهای آن در آینده نیز بستگی دارد. هدف اصلی شرکت‌ها افزایش ارزش از طریق به حداکثر رساندن قیمت سهام است. ارزش سهام تعداد سهامی است که در ارزش بازار ضرب شده و به ارزش بدهی اضافه می‌شود، با این فرض که اگر ارزش بدهی ثابت باشد، افزایش ارزش سهام به صورت مستقیم ارزش شرکت را نیز افزایش می‌دهد (Satria, 2021). نقدشوندگی به توانایی شرکت برای انجام سریع تعهدات کوتاه‌مدت خود اشاره دارد. در تعریف دیگر به توانایی شرکتی گفته می‌شود که به دلیل عدم وجود وجوه نقد برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی و سرمایه‌گذاری خود، به تعهدات کوتاه‌مدت خود به موقع عمل کند. شرکت‌های نقدشونده از وجوه داخلی در فعالیت‌های تأمین مالی خود استفاده می‌کنند.

در پژوهشی که در مورد تأثیر نقدینگی بر ارزش شرکت توسط ابروری و سوویتو (Abrori and Suwitho, 2019) انجام گرفته شده است، ثابت می‌شود که نقدشوندگی اثر مثبت معناداری بر ارزش شرکت داشته است. اصولیان و همکاران (Osoolian et al., 2021) در پژوهشی به بررسی رابطه میان وجه نقد مازاد، ارزش شرکت و خطر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی پرداخته‌اند. هدف از مطالعه مذکور تعیین اثرگذاری میزان وجه نقد اضافی بر میزان ارزش شرکت و منافع در نگهداری وجوه است و خطر نقدشوندگی با نقش تعدیلگری به عنوان یک محدودیت مالی عمل می‌کند. گل محمدی شورکی (Golmohammadi Shuraki, 2021) در مطالعه خود به بررسی قابلیت مقایسه حسابداری و نقدشوندگی و ارزش سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. هدف اصلی این مطالعه، بررسی تأثیر قابلیت مقایسه حسابداری بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت بوده است. نتایج تجربی رابطه مثبتی میان قابلیت مقایسه حسابداری با نسبت شناور آزاد و نسبت گردش سهام را نشان می‌دهد. اما بین قابلیت مقایسه حسابداری و نسبت نقدشوندگی آمیهود رابطه معناداری وجود ندارد. تفسیر این نتیجه را می‌توان به نحوه محاسبه نسبت آمیهود نسبت داد. نتایج حاصل از پژوهش رشیواتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020) و سایر پژوهش‌های داخلی و خارجی بر اهمیت و ضرورت این موضوع تأکید کرده‌اند که با پرداختن به بررسی رابطه میان متغیرهای نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و

ارزش شرکت‌ها، بتوان خلأ علمی موجود در پژوهش‌های داخلی و نمونه شرکت‌های سازگار با اقتصاد ایران را برطرف نمود و برای پژوهشگران رشته‌های مالی مسیری شفاف را تبیین نمود. در این پژوهش نیز موضوع نقدشوندگی به‌عنوان یکی از موضوعات جدید و بسیار مهم برای سرمایه‌گذاری حقیقی و حقوقی عمده استفاده می‌شود. سرمایه‌گذاران در بیش‌تر مواقع از فرآیندهای مرتبط با متغیرهای اثرگذار و مهم بازار از جمله نقدشوندگی سهام آگاهی کاملی ندارند. سرمایه‌گذاران باید با استفاده از اطلاعات در دسترس، برآوردهای آگاهانه‌ای از وضعیت بازار داشته باشند؛ لذا، انجام چنین پژوهشی در ساختار بازار سرمایه و همچنین کسب‌وکار ایران می‌تواند خلأ علمی که ممکن است در این زمینه وجود داشته باشد برطرف نماید. نوآوری این پژوهش آن است که علی‌رغم بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، نقش مهم و دارای اهمیت حکمرانی مدیران شرکت‌ها را نیز مورد بررسی قرار می‌دهد؛ عاملی که در پژوهش‌های پیشین کم‌تر به نقش و اثرگذاری آن پرداخته شده است؛ لذا، می‌توان گفت که هدف این مطالعه، کمک به بحث در مورد رابطه بین نقدشوندگی و حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌ها است. از این‌رو، با توجه به مباحث مطرح‌شده این پژوهش با هدف پاسخ‌گویی به این سؤال اصلی که «آیا نقدشوندگی سهام ارتباط معناداری با حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟» انجام شده است.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نقدشوندگی در لغت به معنای معامله فوری است و به دلیل تسهیل کارایی معاملات و به‌اشتراک‌گذاری بهتر خطر، نقشی محوری در بازارهای مالی ایفا می‌کند. نقدشوندگی سهام توانایی مبادله مقدار زیادی از سهام را به‌صورت سریع و با حداقل هزینه و کم‌ترین تأثیر قیمتی بیان می‌نماید. در تعریفی دیگر نقدشوندگی هزینه‌ای است که در حین معامله، یک دارایی متحمل می‌شود، مانند ظرفیت معامله در حجم زیاد و زمان لازم برای اجرای یک معامله. همچنین نقدشوندگی را به‌عنوان توانایی بازار در جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت تعریف کرده‌اند؛ بنابراین، نقدشوندگی دارای ابعاد بسیاری است که از طریق آن‌ها می‌تواند بر بازده سهام و ارزش شرکت تأثیر بگذارد. شاخص‌های بسیاری که تا این زمان برای محاسبه نقدشوندگی ذکر شده‌اند هر کدام محاسن و معایب خاص خود را داشته‌اند؛ از آنجاکه نقدشوندگی پدیده‌ای قابل‌مشاهده نیست، برای سنجش آن از معیارهای واسطه‌ای استفاده می‌شود. بیکر و استین (Baker and Stein, 2004) اشاره می‌کنند که روش‌های مختلف اندازه‌گیری نقدشوندگی، نتایج متفاوتی را در پی خواهند داشت. در یک نگاه کلی، سنجه‌های مربوط به نقدشوندگی به دو صورت یک‌بعدی و چندبعدی قابل‌تفکیک است. در سنجه‌های

یک‌بعدی تنها از یک متغیر و در معیارهای چندبعدی سعی می‌شود تا از متغیرهای متفاوتی برای محاسبه دقیق نقدشوندگی استفاده شود. اما معیار آمیهود بهترین معیاری است که تا این زمان برای محاسبه نقدشوندگی معرفی شده است. نقدشوندگی بازار ثابت نیست و در معرض تغییرات غیرمنتظره‌ای است که ممکن است بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد. قابلیت معامله (قابلیت نقدشوندگی) این اوراق نقش کلیدی در راهبری شرکتی، ارزش و عملکرد شرکت بازی می‌کند (Fang et al., 2009).

تحلیل‌های نظری نشان می‌دهد که نقدشوندگی بازار سهام به سهامداران خرد اجازه می‌دهد تا به سهامداران عمده تبدیل شوند (Maug, 1998) و این عامل باعث تسهیل شدن این امر می‌شود و نحوه پرداخت پاداش به مدیران را بهبود می‌بخشد (Holmström and Tirole, 1993) و فرصت‌طلبی مدیران را کاهش می‌دهد (Admati and Pfleiderer, 2009). تمام موارد ذکرشده منجر به تقویت سیستم راهبری شرکتی می‌شود؛ به‌عنوان نمونه، مگ (Maug, 1998) استدلال می‌کند اگرچه نقدشوندگی بالاتر، انگیزه و امکان فروش آسان‌تر سهام را برای سهامداران نهادی و بزرگ فراهم می‌کند؛ اما، به همین نسبت هم شرایط خرید تعداد سهام بیشتر را برای آن‌ها تسهیل و حتی هزینه تملک و نگهداری سهام بیشتر را کاهش می‌دهد. سهام دارای قابلیت نقدشوندگی بالا به دلیل هزینه معاملاتی کم‌تر سرمایه‌گذاران آگاه بیش‌تری را به معاملات جذب می‌کند و در نهایت سبب می‌شود تا قیمت سهام به ارزش ذاتی نزدیک‌تر شده و همچنین سرمایه‌گذاران غیرآگاه بیش‌تری را به معامله جذب می‌کند که این عوامل منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. طبق نظریه نمایندگی یکی از مشکلات در این رابطه تضاد منافع بین سهامدار و مدیر است؛ یعنی سهامدار به دنبال رسیدن به ارزش بالاتر در سرمایه‌گذاری خود یعنی ارزش شرکت است و مدیر نیز در مرتبه اول به دنبال افزایش ثروت خود است. این مسئله به یکی از اصلی‌ترین مبانی نظری مربوط به حاکمیت شرکتی تبدیل شده است که اگر مدیران تحت کنترل برخی از اشکال محدود دولت قرار نگیرند به مدیران با تمایل حکمرانی تبدیل می‌شوند؛ بنابراین، این احتمال وجود دارد که مدیر در راستای منافع سهامدار عمل ننماید. بنا بر دلایل مختلفی سهامدار نمی‌تواند اقدامات مدیر را به طور روزانه دنبال کند تا مطمئن شود که آیا تصمیم‌گیری‌های مدیر منطبق با منافع سهامدار است یا خیر (Gul et al., 2020). نظریه نمایندگی تعارض طبیعی بین سهامداران و مدیران را توصیف می‌کند که موجب ایجاد اختلاف‌هایی می‌شود؛ زیرا افراد اقداماتی را برای به حداکثر رساندن سودمندی خود انتخاب می‌کنند و مدیران همیشه به نفع سهامداران عمل نمی‌کنند. یکی از راه‌حل‌های حل این تعارض از طریق نظارت و یک نظام یکپارچه نظارت آشکار افشای مالی توسط شرکت است. تا جایی که افشاگری‌ها به‌عنوان سازوکارهای نظارتی عمل کنند، مدیران موظف می‌شوند که به نفع سهامداران عمل نمایند. با این حال، هنگامی که کیفیت

افشای اطلاعات کاهش می‌یابد، فرضیه هزینة نمایندگی پیش‌بینی می‌کند که مدیران می‌توانند تصمیمات خود به حداکثر برسانند (غیربهبه). این تصمیمات غیربهبه شامل «ایجاد حکمرانی مدیران» است که عملکرد عملیاتی و ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. مدیران می‌توانند چنین رفتاری داشته باشند؛ زیرا وقتی کیفیت سازوکارهای نظارتی مانند افشای مالی کاهش می‌یابد، سرمایه‌گذاران توانایی اتصال تصمیمات مدیریتی و عملکرد شرکت را ندارند (Jensen, 1986).

باتوجه به مبانی نظری حکمرانی مدیران، مدیران مایل به رشد بیش از اندازه مطلوب سهامداران یا نگرداشتن منابع بدون استفاده، با هدف افزایش مطلوبیت شخصی خود هستند. مطلوبیت شخصی مدیر می‌تواند به شکل به دست آوردن اعتبار، مقام، قدرت یا پاداش باشد. ساختار طرح پاداش مدیران، انگیزه‌های حکمرانی مدیران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. تحت مفروضات کاهش خطرگریزی مطلق، انگیزه‌های حکمرانی یک مدیر زمانی که پاداش او توسط یک درآمد ثابت پوشش داده می‌شود، ضعیف هستند.

باتوجه به اینکه سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در معرض بسیاری از مشکلات نمایندگی می‌باشد، مشوق‌ها و جبران خسارت حکمرانی مدیران، ارتباط تنگاتنگی با اندازه شرکت دارد و می‌توانند باعث شوند که مدیران جریان نقد آزاد را به صورت ناکارا صرف سرمایه‌گذاری کنند؛ بدون اینکه مازاد ارزشی داشته باشد (Jensen, 1986). در ادامه بحث، نتیجه‌گیری‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که رشد بیش از حد سرمایه‌گذاری ممکن است موجب ایجاد حکمرانی مدیران شود؛ زیرا، افزایش اندازه شرکت می‌تواند منافع خصوصی آن‌ها را از راه‌های مختلف تأمین کند؛ زیرا طبق موضوع حکمرانی مدیران ممکن است به دنبال انجام سرمایه‌گذاری ناکارآمد باشند. باتوجه به اینکه تعیین ارزش پولی برخی از انواع دارایی‌ها مشکل است؛ ولی این دارایی‌ها موجب افزایش جریان درآمدی در آینده می‌شوند و صرف نظر از مشکلات اندازه‌گیری و تعیین جریان‌های درآمد در آینده همین درآمدهای متصور از یک سری دارایی‌ها هستند که به خود آن دارایی‌ها ارزش و اعتبار می‌بخشند؛ بنابراین افزایش اندازه شرکت می‌تواند باعث افزایش حکمرانی شود.

ایجاد ارزش برای شرکت‌ها از راه‌های مختلف منجر به ورود بیش‌تر سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی خواهد شد که برآیند آن‌ها، جذب بیش‌تر سرمایه در بازارهای مالی و رشد اقتصادی را حاصل می‌کند. مقاله حاضر برخلاف جریان پژوهش‌های بیان‌شده، به طور تجربی در مسیری به مطالعه می‌پردازد که نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند ارزش شرکت را به واسطه افزایش مشارکت مدیران شرکت‌ها در حکمرانی مدیران، کاهش دهد. همچنین، مطرح می‌کنیم که نقدشوندگی بالای سهام می‌تواند با کاهش محدودیت‌های مالی، مدیران را وادار به سرمایه‌گذاری‌های ناکارآمد و کم‌ارزش

(کم‌بازده) در راستای انگیزه حکمرانی آن‌ها کند. جنسن (Jensen, 1986)، در پژوهشی بیان داشت که در شرکت‌هایی با توانایی‌های مالی بهتر (جریان نقدینگی مازاد)، مدیران به‌جای آنکه وجوه نقد را به طور مناسب میان سهامداران عمده توزیع کنند، انگیزه‌های بالایی برای انجام سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد و ناکارآمد (حکمرانی مدیران) دارند؛ بنابراین، انتظار بر این است که مدیران به هنگام تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی پروژه‌ها، روش‌هایی را انتخاب کنند که باعث افزایش ارزش شرکت شود.

در مقابل، مطالعات متعددی انجام گرفته است که نشان می‌دهد مدیران همواره، عقلایی رفتار نمی‌کنند. مدیران این شرکت‌ها با انجام چنین تصمیمات مالی، دستیابی به منافع شخصی را نسبت به حداکثرسازی ارزش سهامداران ترجیح می‌دهند. گول و همکاران (Gul et al., 2020) در پژوهشی به بررسی اثر اینکه آیا تعهدات مدیران شرکت‌های بیمه منجر به حکمرانی مدیران می‌شود، پرداخته‌اند؛ این مطالعه بررسی می‌کند که آیا تعهدات مدیران بیمه بر تصمیم ایجاد حکمرانی مدیران اثرگذار است یا خیر. با استفاده از یک نمونه در طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۸ میلادی از شرکت‌های دولتی چین، نتیجه‌گیری شد که شرکت‌هایی که بیمه خریداری می‌کنند، کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی کار کم‌تری را نشان می‌دهند که عمدتاً در استخدام بیش از حد منعکس می‌شود. رابطه منفی بین بیمه و کارایی سرمایه‌گذاری نیروی کار در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف، نسبت پایین مدیران زن، شدت کار بالا و خطرهای حقوقی پایین بیش‌تر مشهود است. تجزیه و تحلیل بیش‌تر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاری نیروی کار ناکارآمد منجر به عملکرد بدتر شرکت در آینده می‌شود. این مطالعه اولین شواهد تجربی را ارائه می‌دهد که مدیران بیمه، تمایلات مدیریتی برای ساخت حکمرانی مدیران را از طریق سرمایه‌گذاری بیش از حد در نیروی کار نشان می‌دهند که به نوبه خود، برای ارزش شرکت و سهامداران مضر است. گانچف و همکاران (Gantchev et al., 2020) در پژوهشی به بررسی رابطه میان بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌ها پرداخته‌اند؛ آن‌ها استدلال کردند که نقدشوندگی بالای سهام با القای سرمایه‌گذاری ناکارآمد بر ارزش شرکت تأثیر منفی می‌گذارد. همچنین، به جهت مطالعه انگیزه‌های حکمرانی مدیران، به کمک فرآیند تصاحب بر شرکت‌های سهامی عام، بیان کرده‌اند احتمال آنکه یک شرکت با میزان نقدشوندگی بالا، شرکت سهامی عام را تصاحب کند، به مراتب بیش‌تر از یک شرکت با میزان نقدشوندگی پایین است. این الگوها هم در تحصیلات نقدی و هم سهامی مشاهده می‌شود نهایتاً، آن‌ها نشان داده‌اند که محدودیت‌های مالی و حاکمیت شرکتی نقش مهمی در تأثیر نقدینگی سهام بر انگیزه حکمرانی مدیران در ادغام و تملیک دارند. ویسکچنر - مارتین

(Weiskirchner-Merten, 2023) به شواهد تجربی از تأثیر نقدشوندگی، سودآوری، اندازه شرکت بر ارزش شرکت با ساختار سرمایه که به عنوان متغیر مداخله‌گر است، دست یافته است؛ جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های تولیدی زیربخش‌های صنایع اولیه و شیمیایی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار اندونزی برای سال‌های ۲۰۱۴ تا ۲۰۱۹ میلادی، با حجم نمونه ۱۹ شرکت و با استفاده از روش نمونه‌گیری هدفمند بوده است. علاوه بر این، داده‌ها به صورت کمی با استفاده از رگرسیون چندگانه تحلیل شده است. این مطالعه نشان می‌دهد که نقدشوندگی، سودآوری و اندازه شرکت به طور مستقیم بر ساختار سرمایه تأثیر منفی و معناداری دارند. نقدینگی مستقیماً تأثیر منفی و ناچیزی بر ارزش شرکت دارد. سودآوری و اندازه شرکت مستقیماً تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش شرکت دارند و ساختار سرمایه مستقیماً تأثیر منفی و معناداری دارد. گل محمدی شورکی (Golmohammadi Shuraki, 2021) در پژوهشی به بررسی قابلیت مقایسه حسابداری و نقدشوندگی و ارزش سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند؛ هدف اصلی این مطالعه، آزمایش تأثیر قابلیت مقایسه حسابداری بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت است. این پژوهش با استفاده از تحلیل داده‌های تابلویی برای آزمون فرضیه‌ها برای نمونه‌ای متشکل از ۱۰۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ استفاده می‌کند. نتایج تجربی یک رابطه مثبت بین قابلیت مقایسه حسابداری با نسبت شناور آزاد و نسبت گردش سهام را نشان می‌دهد. اما بین قابلیت مقایسه حسابداری و نسبت آمیهدر رابطه معناداری وجود ندارد. تفسیر این نتیجه را می‌توان به نحوه محاسبه نسبت آمیهدر نسبت داد. بر اساس محدودیت‌های اعمال‌شده بر بازار سرمایه ایران، بازده روزانه در محاسبه نسبت آمیهدر دارای دامنه نوسان مشخصی است و قادر به انعکاس تمامی ابعاد بازار نیست. در نهایت، قابلیت مقایسه حسابداری ارتباط بین نقدینگی سهام و ارزش شرکت را تعدیل نمی‌کند.

اصولیان و همکاران (Osoolian et al., 2021) در پژوهشی به بررسی رابطه میان وجه نقد مازاد، ارزش شرکت و خطر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های دارای فرصت رشد یا محدودیت مالی پرداخته‌اند؛ هدف از مطالعه مذکور تعیین اثرگذاری میزان وجه نقد اضافی بر میزان ارزش شرکت و منافع در نگهداری وجوه است و خطر نقدشوندگی با نقش تعدیلگری به عنوان محدودیت مالی در نظر گرفته شده است. نمونه مدنظر این پژوهش شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران بوده است و در نهایت پس از اجرای روش نمونه‌گیری میزان ۱۸۹ شرکت وارد نمونه نهایی طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۷ شده‌اند. یافته‌هایی که از این پژوهش به دست آمده بیانگر آن است که میزان نقدینگی اضافی در شرکت‌ها بر میزان ارزش شرکت‌ها اثرگذار بوده است و از سویی میزان محدودیت شرکت‌ها در تأمین مالی و فرصت‌های رشد آن‌ها نیز در رابطه میان متغیر مستقل و وابسته پژوهش نقش تعدیلگری داشته و از

سویی منجر به تقویت رابطه مذکور نیز می‌گردد؛ بنابراین، باتوجه‌به مبانی نظری موجود و پیشینه تجربی پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه موضوعی این پژوهش فرضیه‌های پژوهش به این صورت تشریح می‌گردند:

فرضیه اصلی ۱: نقدشوندگی سهام بر حکمرانی مدیران (رشد دارایی‌ها، رشد هزینه‌های سرمایه‌ای، رشد اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات) شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

- فرضیه فرعی ۱-۱: نقدشوندگی سهام بر رشد دارایی‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

- فرضیه فرعی ۱-۲: نقدشوندگی سهام بر رشد هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

- فرضیه فرعی ۱-۳: نقدشوندگی سهام بر رشد اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

فرضیه اصلی ۲: نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

هدف از انجام پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. موضوع نقدشوندگی در سهام شرکت‌ها از موضوعات مهم در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند. به‌منظور به‌دست‌آوردن نمونه موردنظر از جامعه آماری از روش نمونه‌گیری به روش حذف نظام‌مند استفاده شده است. به‌این‌ترتیب که کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای این شرایط بوده‌اند، به‌عنوان نمونه آماری پژوهش حاضر لحاظ شده‌اند. البته، شرکت‌های انتخاب‌شده موردنظر از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۱ در بورس و فرابورس پذیرفته شده‌اند و سال مالی شرکت‌ها نیز منتهی به ۲۹ اسفند بوده است و داده‌های مورد نیاز آن شرکت‌ها نیز برای انجام پژوهش در دسترس و کامل بوده‌اند؛ به‌عبارت‌دیگر؛ داده‌های مورد نیاز از متن صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش‌های هیئت‌مدیره، وبسایت شرکت، سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وبسایت رسمی کدال^۱ و از کتابخانه این سازمان و نیز از پایگاه‌های اطلاعاتی «تدبیر پرداز»

و «ره‌آورد نوین» در دسترس بوده و شرکت‌های موردنظر نیز در گروه مالی و بانکی فعالیت نداشته‌اند در فرآیند نمونه‌گیری پژوهش حاضر حذف شده‌اند؛ زیرا، ساختار صورت‌های مالی، افشا و ماهیت عملیات گروه مالی و بانکی با شرکت‌های تولیدی متفاوت است. به طور خلاصه، در **جدول (۱)** نحوه نمونه‌گیری نمایش داده شده است.

جدول (۱) فرآیند انجام نمونه‌گیری پژوهش

Table (1) Research sampling process

ردیف	عنوان	تعداد شرکت‌ها
۱	تعداد کل شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران	۶۲۰
۲	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده است.	۱۵۵
۳	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نبوده است!	۱۵۰
۴	تعداد شرکت‌هایی که بین تابلوهای بورس اوراق بهادار تهران نابجا یا لغو نماد شده‌اند.	۱۳۰
۵	تعداد شرکت‌هایی که در گروه مالی و سرمایه‌گذاری بوده‌اند.	۷۵
۶	نمونه نهایی پژوهش	۱۱۰

باتوجه به **جدول (۱)** در نهایت پس از اجرای روش حذف نظام‌مند و طی کردن مراحل مذکور، تعداد نمونه‌های مورد بررسی به ۱۱۰ شرکت طی ۱۱ سال رسید و به عبارتی تعداد ۱۲۱۰۰ سال شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. در ضمن تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش نیز با استفاده از نرم‌افزار استاتاس اس‌پی‌اس‌اس انجام شده است.

۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای اندازه‌گیری متغیر نقدشوندگی طبق مقاله چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021) از معیار آمیهود استفاده می‌شود. به دلیل اینکه استخراج داده‌های ساختاری در مورد مبادلات و پیشنهادها قیمت در بسیاری از بازارهای نوظهور و در حال توسعه برای یک مدت‌زمان طولانی وجود نداشته است، از این معیار استفاده می‌شود. این معیار برای بازارهایی مناسب است که فاقد زیرساخت‌های کلان بازار سرمایه هستند و توسعه یافته نیستند. این معیار یک معیار چندبعدی است که قدرمطلق بازده روزانه را به‌ازای حجم مبادلات و اثر قیمتی میزان سفارش‌ها نشان می‌دهد. معیار گردش معاملات نیز

۱. در سامانه کدال باتوجه به عدم وجود اطلاعات مالی کامل برای محاسبه عملیاتی متغیرهای رگرسیون تجربی پژوهش حاضر برخی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان شرکت‌های حذف‌شده در فرآیند انجام نمونه‌گیری پژوهش مشخص شده‌اند که تعداد آن‌ها بالغ بر ۱۵۰ شرکت بوده که در **جدول (۱)** نیز اطلاعات آماری مربوط به آن نیز درج شده است.

2. Stata
3. SPSS

بیانگر تعداد معاملات انجام شده برای سهام شرکت مختص طی دوره است که هرچه بیش‌تر باشد بیانگر نقدشوندگی بالاتر شرکت است.

$$Amihud_{it} = -\log\left(1 + \frac{|R_{it}|}{p_{it}vo_{it}}\right) \quad \text{رابطه (۱)}$$

$Amihud_{it}$: معیار نقدشوندگی آمیهود شرکت i در دوره t .

R_{it} : بازده روزانه سهام شرکت i در دوره t .

p_{it} : قیمت روزانه سهام شرکت i در دوره t .

vo_{it} : ارزش ریالی معاملات سهام شرکت i در دوره t .

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته ارزش شرکت، همانند پژوهش گائو و همکاران (Gao et al., 2019) از معیار کیوتوپین استفاده می‌شود که برابر است با نسبت مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال به کل دارایی‌ها که در همان دوره اندازه‌گیری می‌شود. برای محاسبه معیار حکمرانی مدیران شرکت از متغیرهای استفاده شده در پژوهش‌های رشپواتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020) و گول و همکاران (Gul et al., 2020) استفاده می‌شود که به این صورت می‌باشند:

رشد دارایی‌ها ($GA_{i,t}$) برابر است با میزان رشد در دارایی‌های شرکت در طی دو دوره متوالی که اگر رشد داشته باشد میزان حکمرانی مدیران آن‌ها بیش‌تر خواهد بود.

رشد هزینه سرمایه ($GEC_{i,t}$) برابر است با میزان رشد در هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت در طی دو دوره متوالی که اگر رشد داشته باشد میزان حکمرانی مدیران آن‌ها بیش‌تر خواهد بود که برابر است با تغییرات در جریان نقد ناشی از دارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها در صورت حساب جریان نقد.

رشد در ماشین‌آلات، اموال و تجهیزات ($GPPP_{i,t}$) برابر است با میزان رشد در دارایی ماشین‌آلات، اموال و تجهیزات شرکت در طی دو دوره متوالی که اگر رشد داشته باشد میزان حکمرانی مدیران آن‌ها بیش‌تر خواهد بود.

مطابق پژوهش چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021) از این متغیرهای کنترل استفاده

می‌شود:

$CAR_{i,t}$: بازده انباشته شرکت طی ۱۲ ماه شرکت i در دوره t .

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم دارایی شرکت در پایان دوره شرکت i در دوره t .

$MB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت i در دوره t .

$DR_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری بدهی‌های شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های در پایان دوره شرکت i در دوره t .

$ROA_{i,t}$: نسبت سود (زیان) خالص به دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی شرکت i در دوره t .

$CASH_{i,t}$: نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها شرکت i در دوره t .

$DIV_{i,t}$: متغیر مصنوعی در صورتی که شرکتی سود پرداخت کند عدد یک در ایران صورت صفر

تعلق می‌گیرد.

باتوجه به نتایج جدول (۲) که آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را بیان می‌کند، نتایج آمار توصیفی ۱۲۱۰۰ سال شرکت از نوع داده‌های ترکیبی ارائه شده است که به ترتیب آماره‌های کم‌ترین، بیش‌ترین، میانگین، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای هر متغیر ارائه شده است.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2) Descriptive statistics of research variables

متغیرهای پژوهش	نماد	تعداد نمونه	میانگین	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
معیار نقدشوندگی آمیهود	Amihud	۱۲۱۰۰	-۰/۱۳	-۰/۱۸	-۰/۹۵	۰/۲۱	-۱/۹۶	۶/۲۲
نسبت ارزش شرکت به علاوه بدهی بر دارایی شرکت	Fv	۱۲۱۰۰	۱/۰۹	۴/۹۶	-۰/۰۲	۰/۷۷	۱/۷۴	۵/۵۲
رشد دارایی	Ga	۱۲۱۰۰	۰/۲۱	۲/۸۰	-۰/۳۳	۰/۳۵	۲/۹	۶/۷۵
جریان نقد دارایی ثابت بر کل دارایی‌ها	Gec	۱۲۱۰۰	-۰/۰۱	۰/۰۴	۰/۰۲	-۰/۰۵	۰/۴۶	۷/۶۵
رشد در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات	Gapp	۱۲۱۰۰	-۰/۰۹	۱/۵۶	-۰/۳۷	۰/۱۵	۳/۱	۲/۱
لگاریتم دارایی شرکت	Size	۱۲۱۰۰	۱۴/۷	۲۰/۲۲	۱۰/۶۱	۱/۷۵	۰/۷۵	۳/۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت	Mb	۱۲۱۰۰	-۰/۰۶	۳/۱	-۰/۶۹	۰/۱۹	۳/۲۱	۱۲/۱
نسب بدهی به دارایی	Dr	۱۲۱۰۰	۰/۶	۱/۳۶	-۰/۰۵	۰/۲۱	-۰/۱۶	۲/۸
نسبت سود و زیان به دارایی	Roa	۱۲۱۰۰	-۰/۱۵	۰/۵۶	-۰/۰۲	۰/۱۶	۰/۲۲	۳/۳۶
وجه نقد، سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت به کل دارایی	Cash	۱۲۱۰۰	۰/۰۹	۰/۱۹	-۰/۱۵	۰/۳۶	-۰/۲۹	۷/۱۵
سود نقد پرداختی	Div	۱۲۱۰۰	۰/۶۶	۱	۰	۰/۴۹	۰/۵۶	۱/۳۵
درصد انباشت بازده ماهانه در سال	Car	۱۲۱۰۰	۷۴/۳	۴۱۰/۷	-۰/۹	۸۶/۴	۰/۶۸	۳/۱

باتوجه به استفاده از داده‌های ترکیبی در تحلیل مدل‌های این پژوهش در مرحله اول به بررسی نوع داده‌های این پژوهش پرداخته می‌شود. بررسی که هنگام تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی پیش می‌آید این است که باید از کدام یک از روش‌های داده‌ای تابلویی (پولینگ) استفاده نمود. ابتدا، از آماره آزمون F لیمر به منظور تشخیص کلاسیک (تابلویی) بودن داده‌های پژوهش استفاده می‌شود. در صورت انتخاب داده تابلویی در مرحله دوم در مورد انتخاب یکی از دو روش اثرات ثابت (تصادفی) باید تصمیم‌گیری نمود. بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. به طوری که برای هر یک مدل‌های این پژوهش نوع داده‌ها در جدول (۳) آماده است.

جدول (۳) آزمون‌های اقتصادسنجی تعیین نوع داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش

Table (3) Econometric tests to determine the type of data related to research variables

الگوی رگرسیون تجربی پژوهش	آزمون F لیمر، انتخاب بین روش پولینگ / آزمون هاسمن، انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تابلویی	تصادفی
فرضیه فرعی ۱-۱	روش تابلویی	روش اثرات ثابت
فرضیه اصلی ۱	روش پولینگ	روش اثرات ثابت
فرضیه فرعی ۳-۱	روش پولینگ	روش اثرات ثابت
فرضیه اصلی ۲	روش پولینگ	روش اثرات ثابت

در پژوهش‌های علمی تجربی رگرسیون به‌منظور کارایی بیش‌تر و انسجام مناسب نتایج باید فرض‌های رگرسیون پژوهش مورد بررسی قرار گیرد. از این‌رو، در ادامه آزمون بررسی همسانی واریانس اجزا خطا انجام شده است. به‌طوری‌که برای بررسی همسانی واریانس اجزا خطا در داده‌های پژوهش از روش پریش پاگان استفاده شده است؛ به‌طوری‌که نتایج مربوط به هر مدل در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴) نتایج آزمون همسانی واریانس

Table (4) The results of homogeneity of variance test

الگوی رگرسیون تجربی پژوهش	نتایج آزمون والد و پریش پاگان / کوک و ویزبرگ	سطح معناداری آزمون	مقدار آماره آزمون
فرضیه فرعی ۱-۱	سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده به میزان ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، مشکل ناهمسانی واریانس در الگوی رگرسیون تجربی اول پژوهش وجود دارد.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۰/۰۰۰ است.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۰/۰۰۰ است.
فرضیه اصلی ۱	سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده به میزان ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، مشکل ناهمسانی واریانس در الگوی رگرسیون تجربی دوم پژوهش وجود دارد.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۵۵/۱ است.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۵۵/۱ است.
فرضیه فرعی ۳-۱	سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده به میزان ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، مشکل ناهمسانی واریانس در الگوی رگرسیون تجربی سوم پژوهش وجود دارد.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۲۲۶/۸۶ است.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۲۲۶/۸۶ است.
فرضیه اصلی ۲	سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده به میزان ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، مشکل ناهمسانی واریانس در الگوی رگرسیون تجربی چهارم پژوهش وجود دارد.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۲۲۴/۵۸ است.	مقدار آماره آزمون والد تعدیل‌شده ۲۲۴/۵۸ است.

باتوجه‌به اینکه مقدار سطح معناداری برای هر چهار فرضیه کم‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، پس ناهمسانی واریانس وجود دارد؛ لذا، در ادامه آزمون خودهمبستگی بین اجزا خطا انجام شده است. به‌طوری‌که برای بررسی همبستگی بین اجزا خطا از آزمون والد‌ریج استفاده شده است. مقدار این آماره برای هر چهار مدل در جدول (۵) ارائه شده است.

جدول (۵) نتایج آزمون همبستگی اجزا خطا

Table (5) Results of correlation test of error components

الگوی رگرسیون	نتایج آزمون والدريج	مقدار آماره آزمون
تجربی پژوهش	سطح معناداری آزمون	
فرضیه اصلی ۱	نقدشوندگی سهام بر حکمرانی مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.	-
فرضیه فرعی ۱-۱	سطح معناداری آزمون والد تعديل شده به میزان ۰/۰۰۰ است؛ بنابراین، مشکل خودهمبستگی در الگوی رگرسیون تجربی اول پژوهش وجود دارد.	مقدار آماره آزمون والدريج ۲۳/۲۴ است.
فرضیه فرعی ۲-۱	سطح معناداری آزمون والد تعديل شده به میزان ۰/۵۶ است؛ بنابراین، مشکل خودهمبستگی در الگوی رگرسیون تجربی دوم پژوهش وجود ندارد.	مقدار آماره آزمون والدريج ۰/۸۲۲ است.
فرضیه فرعی ۳-۱	سطح معناداری آزمون والد تعديل شده به میزان ۰/۹۵ است؛ بنابراین، مشکل خودهمبستگی در الگوی رگرسیون تجربی سوم پژوهش وجود ندارد.	مقدار آماره آزمون والدريج ۰/۰۵ است.
فرضیه اصلی ۲	سطح معناداری آزمون والد تعديل شده به میزان ۳/۰۳ است؛ بنابراین، مشکل خودهمبستگی در الگوی رگرسیون تجربی چهارم پژوهش وجود ندارد.	مقدار آماره آزمون والدريج ۰/۰۷۹ است.

باتوجه به نتایج به دست آمده در فرضیه‌های دوم تا چهارم مشکل خودهمبستگی وجود ندارد؛ ولی برای فرضیه اول خودهمبستگی دیده شده که در زمان تخمین رگرسیون فرضیه‌ها، مشکل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی، هم‌زمان از طریق روش پاریس وینستن انجام شده است. در ادامه نیز از آزمون تعیین عدم هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش استفاده شده است. به طوری که برای بررسی عدم هم‌خطی بین متغیرهای مدل از شاخص عامل تورم واریانس استفاده می‌شود که نتایج آن در **جدول (۶)** ارائه شده است که باتوجه به نتایج به دست آمده مشکلی از بابت هم‌خطی بین متغیرها وجود نداشته است.

جدول (۶) نتایج آزمون بررسی هم‌خطی از طریق شاخص عامل تورم واریانس

Table (6) The results of the collinearity test through the variance inflation factor index

الگوی رگرسیون تجربی پژوهش	نتایج آزمون میانگین شاخص عامل تورم واریانس	مقدار آماره آزمون
میانگین شاخص عامل تورم واریانس	عدم هم‌خطی بین متغیرهای فرضیه اول پژوهش	
فرضیه فرعی ۱-۱	عدم هم‌خطی بین متغیرهای فرضیه اول پژوهش	۱/۱۲
فرضیه اصلی ۱	عدم هم‌خطی بین متغیرهای فرضیه دوم پژوهش	۱/۱۲
فرضیه فرعی ۳-۱	عدم هم‌خطی بین متغیرهای فرضیه سوم پژوهش	۱/۱۲
فرضیه اصلی ۲	عدم هم‌خطی بین متغیرهای فرضیه چهارم پژوهش	۱/۱۲

فرضیه اصلی ۱: نقدشوندگی سهام بر حکمرانی مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد.

1 Paris Winston method

2 Variance Inflation Factor (VIF)

فرضیه فرعی ۱-۱: نقدشوندگی سهام (معیار آمیهود) بر رشد دارایی‌های شرکت اثر معناداری دارد. مدل رگرسیونی که برای بررسی ارتباط میان متغیر مستقل نقدشوندگی و وابسته رشد دارایی شرکت به کار گرفته شده است به شرح رابطه (۲) است.

$$GA_{it} = a_0 + \beta_0 AMIHU_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۲)}$$

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش با روش رگرسیون پاریس وینستن در جدول (۷) ارائه شده است. از این رو، باتوجه به نتایجی که در جدول (۷) به دست آمده است، متغیر مستقل نقدشوندگی سهام (معیار نقدشوندگی آمیهود) بر رشد دارایی‌های شرکت‌های نمونه حاضر به‌عنوان یکی از شاخص‌های تعریف‌کننده متغیر حکمرانی مدیران، دارای اثر معناداری در سطح اطمینان ۰/۹۵ می‌باشد؛ لذا، فرضیه اول رد نشده است. همان‌طور که از نتایج پیدا است و از جدول (۷) نیز به دست آمده است رابطه میان متغیرهای مذکور دارای علامت مثبت بوده است که بیانگر آن است که با افزایش میزان معیار نقدشوندگی بر میزان حکمرانی مدیران شرکت‌ها اثرگذار بوده و افزایش می‌یابد.

جدول (۷) نتایج آزمون رابطه رگرسیون تجربی فرضیه اول پژوهش

Table (7) The results of the empirical regression equation test of the first hypothesis of the research

متغیرهای پژوهش (مستقل و کنترل)	ضریب بتا متغیرهای رابطه رگرسیونی تجربی اول پژوهش	انحراف معیار	آماره آزمون	سطح معناداری
AMIHU	۰/۱۶۰۰۰	۰/۰۳۸	۴/۱۳۰	۰/۰۰۰
CAR	۰/۰۰۰۱۲	۰/۰۰۰۱	۱/۶۶۰	۰/۱۲۰
SIZE	۰/۰۳۶۰۰	۰/۰۰۸۰	۵/۱۶۰	۰/۰۰۰
MB	۰/۳۴۱۰۰	۰/۰۵۸۰	۴/۵۶۰	۰/۰۰۰
DR	-۰/۳۵۰۰	۰/۰۶۸۰	-۴/۸۹۰	۰/۰۰۰
ROA	۰/۱۷۸۰۰	۰/۰۶۹۰	۳/۱۰۰	۰/۰۰۵
CASH	۰/۰۱۴۰۰	۰/۳۱۰۰	۰/۰۸۰	۰/۹۵۰
DIV	-۰/۰۰۸۰	۰/۰۲۴۰	-۰/۳۷۰	۰/۷۲۳
	سطح معناداری آزمون			۰/۰۰۰
	نتایج رگرسیون تجربی اول پژوهش	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۶۰
		سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده		۱۱۰/۷۸

متغیر وابسته: رشد دارایی‌هایی شرکت (GAit)

فرضیه فرعی ۱-۲: متغیر نقدشوندگی سهام (معیار آمیهود) بر رشد هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت اثر معناداری دارد. مدل رگرسیونی برای ارزیابی ارتباط میان متغیرهای مستقل و وابسته و کنترل پژوهش رابطه (۳) است.

$$GEC_{it} = a_0 + \beta_1 AMIHU_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۳)}$$

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش با روش رگرسیون پاریس وینستن در جدول (۸) ارائه شده است. از این‌رو، همان‌طور که از نتایج جدول (۸) مشخص است، نتایج بیانگر آن است که رابطه معناداری میان متغیر مستقل و متغیر وابسته رشد هزینه‌های سرمایه‌ای به‌عنوان یکی از شاخص‌های تعریف‌کننده متغیر حکمرانی مدیران شرکت‌ها در سطح معناداری ۰/۰۵ وجود ندارد؛ لذا، فرضیه دوم پژوهش رد شده است. نتایج همچنین نشان‌دهنده آن است که سطح ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل مذکور به مقدار ۰/۸۴ بوده است که نشان‌دهنده سطح بالایی توضیح‌دهندگی مدل بوده است.

جدول (۸) نتایج آزمون رابطه رگرسیون تجربی فرضیه دوم پژوهش

Table (8) The results of the empirical regression equation test of the second hypothesis of the research

متغیرهای پژوهش (مستقل و کنترل)	ضریب بتا متغیرهای رابطه رگرسیونی تجربی دوم پژوهش	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
معیار نقدشوندگی شرکت	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۲	۰/۰۱	۰/۹۹۲
بازده انباشته شرکت	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۳	۰/۵۲	۰/۰۶
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۳	۰/۸۸	۰/۰۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	۰/۰۰۶	۰/۰۰۲	۲/۲۲	۰/۰۲۷
نسبت ارزش دفتری بدهی‌های شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	۱/۱۲	۰/۰۲۶
نرخ بازده دارایی‌های شرکت	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	۱/۷۴	۰/۰۸
نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های شرکت	۱/۲۴	۰/۰۳	۳/۲۳	۰/۰۰۰
متغیر مصنوعی میزان تقسیم سود به سهامداران شرکت	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱/۱	۰/۲۷
سطح معناداری آزمون		۰/۰۰۰		
نتایج رگرسیون تجربی دوم پژوهش		ضریب تعیین تعدیل‌شده		
سطح معناداری آزمون والد تعدیل‌شده		۲۶۱/۳۵		

متغیر وابسته: رشد هزینه سرمایه شرکت (GECit)

فرضیه فرعی ۱-۳: متغیر نقدشوندگی سهام بر رشد اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت اثر معناداری دارد. رابطه (۴) به‌منظور بررسی ریاضی ارتباط میان متغیرهای مختلف پژوهش ارائه شده است.

$$GPPP_{it} = a_0 + \beta_1 AMIHU_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \varepsilon_0 \quad (۴) \text{ رابطه}$$

با عنایت به نتایج جدول (۹) که در خصوص رابطه میان متغیر مستقل (نقدشوندگی آمیهود) با متغیر وابسته رشد در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به دست آمده، نتایج بیانگر آن است که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۰/۹۵ معنادار بوده است؛ بنابراین، فرضیه سوم رد نشده است. از نتایج به دست آمده می‌توان این‌گونه استنباط نمود که علامت ضریب متغیر مذکور مثبت بوده است که نشان‌دهنده آن است که با افزایش سطح نقدشوندگی سهام شرکت‌های نمونه، میزان رشد در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت افزوده خواهد شد و بدین طریق منجر به افزایش رشد حکمرانی مدیران شرکت‌ها می‌شود.

جدول (۹) نتایج آزمون رابطه رگرسیون تجربی فرضیه سوم پژوهش

Table (9) The results of the empirical regression equation test of the third hypothesis of the research

سطح معناداری	آماره آزمون	انحراف معیار	ضریب بتا متغیرهای رابطه رگرسیونی تجربی سوم پژوهش	متغیرهای پژوهش (مستقل و کنترل)
۰/۰۰۰	۱۳/۰۰	۰/۰۲	-۰/۲۲۶	AMIHUD معیار نقدشوندگی شرکت
۰/۰۱۶	۱/۶۳	۰/۰۰۰۶	-۰/۰۰۰۸	CAR بازده انباشته شرکت
۰/۵۳	-۰/۵۹	۰/۰۰۲۴	-۰/۰۰۱۳	SIZE اندازه شرکت
۰/۰۸	۱/۸۳	۰/۰۳۸	۰/۰۸	MB نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام
۰/۰۰۰	-۳/۷۴	۰/۰۴۲	-۰/۱۵	DR نسبت ارزش دفتری بدهی‌های شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت
۰/۰۵	۲/۱۳	۰/۰۳۲	۰/۰۶۳	ROA نرخ بازده دارایی‌های شرکت
۰/۰۱	۲/۲۸	۰/۱۹	۰/۴۳	CASH نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های شرکت
۰/۰۰۱	-۳/۵۳	۰/۰۱	-۰/۰۳۵	DIV متغیر مصنوعی میزان تقسیم سود به سهامداران شرکت

۰/۰۰۰ سطح معناداری آزمون

۰/۶۲ ضریب تعیین تعدیل شده

۲۸/۶۸ سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده

نتایج رگرسیون تجربی سوم پژوهش

متغیر وابسته: رشد در ماشین‌آلات، اموال و تجهیزات شرکت (GPPPit)

در این پژوهش برای تعریف عملیاتی حکمرانی مدیران شرکت‌های مورد بررسی از شاخص‌های مالی ترازنامه‌ای استفاده شده است. در این خصوص برای محاسبه عملیاتی معیار حکمرانی مدیران شرکت‌های مورد بررسی از متغیرهای مورد استفاده در پژوهش‌های تجربی رشیواتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020) و گول و همکاران (Gul et al., 2020) اقتباس و استفاده شده است. به طوری که معیارهای معرفی شده برای حکمرانی مدیران شرکت در پژوهش آن‌ها نیز شامل رشد دارایی‌های شرکت، رشد هزینه‌های سرمایه‌ای شرکت‌های و رشد اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت بوده است؛ بنابراین، بر اساس آن در فرضیه اصلی اول پژوهش بیان شده است که نقدشوندگی سهام بر

حکمرانی مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد. از این رو، نتایج آزمون مربوط به فرضیه فرعی ۱-۱، نتایج فرضیه فرعی ۱-۲ و نتایج فرضیه فرعی ۱-۳ نیز استخراج و تبیین شده است. به طوری که به ترتیب در مدل رگرسیون تجربی فرضیه فرعی ۱-۱ بر اساس آماره والدی دو برابر ۱۱۰/۷۸ و سطح معنی‌داری برابر ۰/۰۰۰ و ضریب تعیین تعدیل‌شده آن نیز برابر ۰/۱۶، در مدل رگرسیون تجربی فرضیه فرعی ۱-۲ بر اساس آماره والد فیشر برابر ۲۶۱/۳۵ و سطح معنی‌داری برابر ۰/۰۰۰ و ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰/۸۴ و در نهایت در مدل رگرسیون تجربی فرضیه فرعی ۱-۳ نیز بر اساس آماره والد فیشر برابر ۲۸/۶۸ و سطح معنی‌داری برابر ۰/۰۰۰ و ضریب تعیین تعدیل‌شده برابر ۰/۶۲ است؛ بنابراین، می‌توان بیان نمود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه اصلی اول نقدشوندگی سهام بر حکمرانی مدیران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر معناداری دارد و مورد تأیید واقع می‌شود. در واقع، با تأیید فرضیه‌های فرعی و زیرمجموعه، آن فرضیه اصلی اول پژوهش نیز مورد تأیید واقع شده است.

فرضیه اصلی ۲: نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت اثر معناداری دارد. به منظور بررسی ارتباط ریاضی از مدل رگرسیون چندگانه با متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل در **رابطه (۵)** استفاده شده است.

$$FV_{it} = a_0 + \beta_1 AMIHU_{it} + \beta_2 CAR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \beta_5 DR_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 CASH_{it} + \beta_8 DIV_{it} + \varepsilon_0 \quad \text{رابطه (۵)}$$

باتوجه به نتایج اجرای رگرسیون در **جدول (۱۰)**، ارتباط میان متغیر نقدشوندگی آمیهدو با متغیر وابسته ارزش شرکت در سطح معناداری ۰/۰۵ معنادار است؛ لذا، نتایج نشان‌دهنده آن است که فرضیه چهارم رد نشده است. همچنین، جهت رابطه مذکور دارای علامت منفی می‌باشد؛ یعنی با افزایش سطح یک متغیر، دیگری در جهت معکوس حرکت خواهد نمود.

جدول (۱۰) نتایج آزمون رابطه رگرسیون تجربی فرضیه چهارم پژوهش

Table (10) The results of the empirical regression equation test of the fourth hypothesis of the research

متغیرهای پژوهش (مستقل و کنترل)	ضریب بتا متغیرهای رابطه رگرسیونی تجربی چهارم پژوهش	انحراف معیار	آماره آزمون	سطح معناداری
معیار نقدشوندگی شرکت	AMIHU	-۱/۸۶	۰/۱۶	-۱۱/۲۳
بازده انباشته شرکت	CAR	-۰/۰۰۶۴	۰/۰۰۰۲	۳/۱۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۹	۰/۰۱	۰/۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام	MB	۰/۰۲	۰/۰۶	۰/۴۱
نسبت ارزش دفتری بدهی‌های شرکت به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت	DR	۰/۰۷	۰/۱	۰/۷۴
نرخ بازده دارایی‌های شرکت	ROA	-۰/۰۵	۰/۱۴	۰/۴۱
نسبت وجه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌های شرکت	CASH	۰/۶۳	۰/۴۲	۱/۲۶

متغیر	میزان تقسیم سود به سهامداران شرکت	DIV	۰/۰۶	۰/۰۴	۱/۵۳	۰/۱۴
نتایج رگرسیون تجربی چهارم پژوهش	سطح معناداری آزمون					۰/۰۰۰
	ضریب تعیین تعدیل شده					۰/۳۰
	سطح معناداری آزمون والد تعدیل شده					۲۷۲/۴۶
متغیر وابسته: نسبت ارزش شرکت به علاوه بدهی بر دارایی شرکت (FVIt)						

۵- بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. موضوع نقدشوندگی در سهام شرکت‌ها از موضوعات مهم در بازار سرمایه برای سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی می‌باشد. از این رو، بررسی اثرگذاری آن بر معیارهای مختلف از جمله حکمرانی مدیران شرکت‌ها و ارزش شرکت‌ها نیز مورد بحث بسیاری از اندیشمندان رشته‌های مالی و سرمایه‌گذاری بوده است. البته، در این پژوهش چهار فرضیه مطرح شده است که بر اساس آن به بررسی ارتباط میان نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش سهام شرکت‌ها پرداخته شده است. از این رو، در ادامه نتایج حاصل از فرضیه‌های این پژوهش نیز با مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش مطرح‌شده مقایسه شده است. در این راستا، نتایج پژوهش چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021) نشان داد که نقدشوندگی سهام بر میزان حکمرانی مدیران شرکت‌ها مؤثر بوده، در واقع مدیران شرکت‌ها برای افزایش قدرت در یک سازمان یا میزان سهام بازار یا قدرت خرید یا نفوذ بر معاملات شرکت‌ها در شرکت‌های ضعیف‌تر سرمایه‌گذاری می‌نمایند و این موضوع منجر به اثر منفی نقدشوندگی سهام بر ارزش شرکت خواهد شد. در واقع، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مطابق میزان نقدشوندگی (معیار آمیهدود) سهام بر میزان حکمرانی مدیران شرکت‌های مورد بررسی در نمونه آماری پژوهش حاضر تأثیر معناداری دارد و فرضیه اول پژوهش نیز مورد تأیید واقع شده است؛ لذا، مطابق با نتایج آماری به‌دست‌آمده رابطه میان متغیرهای مذکور دارای علامت مثبت بوده و بیانگر آن است که با افزایش میزان معیار نقدشوندگی آمیهدود در نمونه شرکت‌های پژوهش حاضر بر میزان حکمرانی مدیران شرکت‌ها نیز اثرگذار بوده و هم‌جهت با هم بوده است و افزایش می‌یابد. همچنین، می‌توان نتایج را این‌گونه تفسیر نمود که مدیران شرکت‌ها از موضوع نقدشوندگی سهام و امکان تأمین وجوه نقد از طریق فروش سهام برای انجام سرمایه‌گذاری در پروژه‌های ناکارآمد استفاده می‌نمایند و بر موضوعات مختلف که منجر به افزایش دارایی شرکت می‌شوند تمرکز دارند. نتایج مذکور نیز نشان‌دهنده آن است که با افزایش یک واحد در میزان معیار آمیهدود در نمونه شرکت‌های پژوهش، میزان تغییرات در رشد دارایی‌های شرکت به‌عنوان معیاری برای حکمرانی مدیران به میزان ۰/۱۶

افزایش خواهد یافت. میزان ضریب تعیین تعدیل شده در مدل مذکور در واقع نشان دهنده سطح قدرت و توضیح دهنده مدلی بوده است. نتایج مربوط به متغیرهای کنترل را می توان این گونه نیز تفسیر نمود که هر چه میزان اندازه شرکتها و میزان فرصت رشد آنها و همچنین سودآوری از طریق دارایی بیش تر باشد، مدیران شرکت های نمونه پژوهش حاضر بیش تر به حکمرانی روی خواهند آورد و از سویی هر چه میزان اهرم در شرکتها بیش تر باشد میزان حکمرانی مدیران در آنها نیز کم تر خواهد بود که این موضوع در واقع بیانگر آن بوده است که شرکت هایی که در ساختار مالی خود دارای بدهی هستند و میزان بدهی نسبت به دارایی دارای رشد بیش تری نیز باشد کم تر به حکمرانی مدیران روی خواهند آورد. مطابق با نتایج آماری به دست آمده حاصل از آزمون فرضیه دوم این پژوهش مشاهده می شود که رابطه معناداری میان متغیر مستقل معیار نقدشوندگی آمیهد و متغیر وابسته رشد هزینه های سرمایه ای به عنوان متغیر حکمرانی مدیران شرکتها در سطح معناداری ۰/۰۵ وجود ندارد؛ لذا، فرضیه دوم پژوهش رد شده است. همچنین، نتایج نشان دهنده آن است که سطح ضریب تعیین تعدیل شده در مدل مذکور به مقدار ۰/۸۴ بوده است که نشان از سطح بالای توضیح دهنده مدلی بوده است. از سویی رابطه میان متغیرهای کنترل با متغیرهای وابسته نشان دهنده آن است که متغیرهای بازده انباشت ماهانه در طی یک سال، اندازه شرکتها، نسب ارزش بازار به دفتری، اهرم در ساختار مالی شرکتها و همچنین جریان نقد شرکت و میزان سودآوری دارایی های شرکت در سطح معناداری ۰/۱ دارای رابطه معناداری بوده اند. مطابق با نتایج آماری به دست آمده حاصل از آزمون فرضیه سوم این پژوهش مشاهده می شود که در خصوص رابطه میان متغیر مستقل نقدشوندگی آمیهد با متغیر وابسته رشد در اموال، ماشین آلات و تجهیزات است، نتایج بیانگر آن است که رابطه مذکور در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بوده است؛ بنابراین فرضیه سوم رد نشده است. از نتایج به دست آمده می توان این گونه استنباط نمود که علامت ضریب متغیر مذکور مثبت بوده است که نشان دهنده آن است که با افزایش سطح نقدشوندگی سهام شرکت های نمونه پژوهش حاضر، به میزان رشد اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت افزوده خواهد شد و از این طریق منجر به افزایش رشد حکمرانی مدیران در میان شرکتها خواهد شد؛ لذا، نتایج به دست آمده را نیز می توان این گونه تفسیر نمود که با افزایش سطح نقدشوندگی در سهام شرکتها میزان دارایی نقد در اختیار مدیران شرکتها افزایش خواهد یافت و به علت کمبود نظارت و همراهی سایر اعضای هیئت مدیره شرکت، مدیران به سرمایه گذاری در پروژه های با بازدهی ضعیف روی خواهند آورد و از این طریق منجر به افزایش میزان دارایی های ثابت در شرکت و دارایی فیزیکی که جریان نقد مثبتی برای شرکت ایجاد نخواهند کرد، خواهند شد که این موضوع افزایش حکمرانی مدیران را به دنبال خواهد داشت. میزان ضریب متغیر نقدشوندگی نشان دهنده آن است که با افزایش سطح

نقدشوندگی در سهام شرکت به میزان یک واحد، سطح رشد در اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به مقدار یک واحد افزایش خواهد یافت. میزان ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان‌دهنده سطح خوب قدرت تبیین مدل است. نتایج بدین‌گونه هم قابل‌تفسیر است که شرکت‌هایی با نقدینگی بیش‌تر و ارزش بازار بالا که بیش‌ترین بازده خود را از دارایی به دست می‌آورند، دارای میزان حکمرانی بیش‌تری هستند و از سویی شرکت‌هایی که دارای ساختار اهرمی بالاتری هستند و همچنین دارای بدهی بالا در ساختار مالی شرکت‌های خود هستند دارای حکمرانی کم‌تری هستند. از این‌رو، در خصوص میزان سازگاری یا عدم سازگاری نتایج به‌دست‌آمده با پژوهش‌های مرتبط می‌توان گفت که نتیجه فرضیه چهارم با نتایج پژوهش‌های چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021) و رشیواتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020)، مطابقت (سازگاری) دارد. در بخشی از پژوهش تجربی چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021) نیز رابطه میان بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های تجاری معنادار گزارش شده است. همچنین، در پژوهش تجربی رشیواتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020)، نتایج نشان داد که اجتناب از مالیات شرکت‌ها باعث ایجاد حکمرانی مدیریتی می‌شود؛ بنابراین، باتوجه‌به نتایج حاصل از فرضیه اول می‌توان این‌گونه پیشنهاد نمود که سهامداران اصلی و نهادی باید به این موضوع توجه داشته باشند که افزایش میزان نقدشوندگی سهام در شرکت‌ها منجر به آن خواهد شد که سهامدارانی با نیت‌های مختلف وارد بازار سهام شرکت‌ها شوند و قصد تملک شرکت و ایجاد حکمرانی مدیران را داشته باشند که این موضوع منجر به خروج جریان نقد شرکت از محل مناسب و سرمایه‌گذاری نادرست و بدون صرفه اقتصادی و خرید دارایی‌های ثابت و مسدودکننده سرمایه شده و در نهایت کاهش سودآوری و ارزش شرکت را به دنبال خواهد داشت؛ لذا به سهامداران اصلی و نهادی شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که با افزایش توجه به سهامدارانی که قصد ورود به ساختار سهامداری شرکت‌ها را دارند منجر به کاهش حکمرانی مدیران سهامداران و مدیران وابسته به آن‌ها شوند. همچنین با عنایت به نتایج به‌دست‌آمده، می‌توان به مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سیدگردانان مالی پیشنهاد نمود که از معیارهای نقدشوندگی این پژوهش استفاده نمایند تا بتوانند مانع از ورود شرکت‌های بزرگ و حقوقی به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با نقدشوندگی پایین شوند. همچنین به مدیران آن نهاد‌های مالی پیشنهاد می‌شود که از معیار حکمرانی مدیران استفاده نمایند تا بتوانند به شناسایی شرکت‌های مختلف در بازار سرمایه ایران که دچار رفتار حکمرانی مدیران هستند بپردازند و از این طریق بتوانند تصمیمات بهتری را برای ایجاد سبد سرمایه‌گذاری مناسب در شرکت خود ایجاد نمایند؛ زیرا بر اساس پژوهش‌های مختلف و پژوهش حاضر، شرکت‌هایی که دارای حکمرانی مدیران در سهام خود هستند عموماً به دنبال سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگ و با بازدهی

پایین هستند و چندان به بازدهی پروژه و مدت‌زمان بازگشت سرمایه و همچنین سودهای آن توجه ندارند که این موضوع منجر به خطر بالای سبد سرمایه‌گذاری و بازدهی پایین آن نیز خواهد شد. مطابق با نتایج آماری به‌دست‌آمده آزمون فرضیه چهارم این پژوهش مشاهده می‌شود با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده، نتایج اجرای رگرسیون این فرضیه بیانگر آن است که فرضیه چهارم در سطح معناداری ۰/۰۵ برقرار و معنادار است و همچنین جهت رابطه مذکور دارای علامت منفی می‌باشد. نتایج به‌دست‌آمده را می‌توان این‌گونه تفسیر نمود که با افزایش سطح نقدشوندگی سهام شرکت‌های نمونه پژوهش حاضر، ارزش شرکت‌ها نیز افزایش خواهد یافت و این‌گونه نتایج را نیز می‌توان تفسیر نمود که با افزایش سطح نقدشوندگی در سهام شرکت و سراریز شدن وجوه نقد به داخل شرکت‌ها و همچنین وجود نظارت ضعیف در شرکت‌ها و از سویی هماهنگی مدیریت با اعضای هیئت‌مدیره منجر به آن شده است که سطح سرمایه‌گذاری در دارایی‌های غیرمولد و همچنین پروژه‌های بدون بازدهی افزایش یابد. این مسئله سبب کاهش ارزش شرکت‌ها خواهد شد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در فرضیه اول و سوم، افزایش در رشد اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات منجر به افزایش حکمرانی مدیران شرکت‌ها می‌شود و همچنین نتایج بیانگر آن است که با افزایش یک واحد در متغیر نقدشوندگی سهام بر اساس معیار آمیهدود میزان ارزش شرکت‌ها به میزان ۱/۸۶ کاهش خواهد یافت که نشان‌دهنده حساسیت بالای ارزش شرکت‌ها نسبت به موضوع نقدشوندگی است. اندازه ضریب تعیین تعدیل‌شده، بیانگر قدرت توضیح‌دهندگی مدل و همچنین توانایی تشریح و تبیین مدل می‌باشد. در ادامه نتایج مربوط به بررسی رابطه میان متغیرهای کنترل پژوهش با متغیر وابسته بیانگر آن است که متغیر بازده انباشت ماهانه طی یک دروه سالانه، اندازه دارایی‌های شرکت، ساختار بدهی‌های شرکت در متغیر اهرم و همچنین وجه نقد نگهداری‌شده توسط شرکت‌ها در سطح معناداری ۰/۰۵ دارای ارتباط معناداری بوده است. نتایج به‌دست‌آمده این‌گونه تفسیر می‌شود که شرکت‌هایی که دارای بازده انباشت بالاتر، میزان دارایی‌های بالاتر و میزان وجه نقد بالاتری هستند دارای ارزش بالاتری نیز هستند. از این‌رو، در خصوص میزان سازگاری یا عدم سازگاری نتایج به‌دست‌آمده با پژوهش‌های مرتبط می‌توان گفت که نتیجه فرضیه چهارم با نتایج پژوهش‌های چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021)، رشویاتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020) و زیدی و بوت (Zaidi and Bhutta, 2021)، مطابقت (سازگاری) دارد. اما، با نتایج پژوهش مدایم‌زاده (Modayemzadeh, 2019) مطابقت (سازگاری) ندارد. در بخشی از پژوهش تجربی چترجی و همکاران (Chatterjee et al., 2021)، نیز رابطه میان بین نقدشوندگی سهام، حکمرانی مدیران و ارزش شرکت‌های تجاری معنادار گزارش شده است. همچنین، در پژوهش تجربی رشویاتی و همکاران (Reschiwati et al., 2020)، نتایج نشان داد که اجتناب از مالیات

شرکت‌ها باعث ایجاد حکمرانی مدیریتی می‌شود. علاوه بر این، در پژوهش زیدی و بوتنا (Zaidi and Bhutta, 2021)، رابطه میان همگام‌سازی نقدشوندگی و ارزش سهام در بازارهای مالی نوظهور کشورهای آسیایی معنادار گزارش شده است. در مقابل نتایج فرضیه چهارم با نتایج پژوهش مدایم‌زاده (Modayemzadeh, 2019) که به بررسی تأثیر میزان نقدشوندگی سهام بر میزان ارزش شرکت و میزان سطح کیفی افشا پرداخته‌اند مطابقت (سازگاری) ندارد؛ بنابراین، باتوجه‌به نتایج به‌دست‌آمده از فرضیه دوم پژوهش می‌توان به اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری و به سرمایه‌گذاران حقیقی نیز پیشنهاد نمود که به موضوع حکمرانی مدیران در شرکت‌های مدنظر خود برای سرمایه‌گذاری توجه نمایند. به دلیل اینکه در صورت وجود مدیرانی که دارای تفکر حکمرانی مدیران در شرکت‌ها هستند، به علت اینکه مدیرانی با چنین تفکرات مدیریتی از سهام شرکت‌هایی با قابلیت نقدشوندگی بالا استقبال می‌نمایند و با سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و طرح‌های بزرگ سرمایه‌گذاری که دارای بازدهی پایین هستند، منجر به کاهش ارزش شرکت خواهند شد. به‌کارگیری معیار استفاده‌شده در این پژوهش برای ارزیابی ارزش شرکت‌ها و به تبع انتخاب بهینه‌ترین سبد سرمایه‌گذاری با بالاترین ارزش سهام توصیه می‌گردد.

۶- تشکر و سپاس‌گزاری

پژوهشگر از تمام کسانی که در انجام این پژوهش همکاری نموده‌اند، به‌ویژه استادان محترم راهنما و مشاور، مصاحبه‌شوندگان، خبرگان بازار سرمایه و سایر افراد و سازمان‌های ذی‌ربط تشکر و قدردانی می‌کند.

۷- تعارض منافع

هیچ‌گونه تعارض منافع در این پژوهش وجود ندارد.

۸- منابع

- Abrori, A., & Suwito, S. (2019). Pengaruh profitabilitas, likuiditas, dan solvabilitas terhadap nilai perusahaan. *Journal Ilmu Dan Riset Manajemen (JIRM)*, 8(2).
- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2009). The “Wall Street Walk” and shareholder activism: Exit as a form of voice. *The Review of Financial Studies*, 22(7), 2645-2685.
- Baker, M., & Stein, J. C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of financial Markets*, 7(3), 271-299.

- Chatterjee, S., Hasan, I., John, K., & Yan, A. (2021). Stock liquidity, empire building, and valuation. *Journal of Corporate Finance*, 70, 102051.
- Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of financial Economics*, 94(1), 150-169.
- Gantchev, N., Sevilir, M., & Shivdasani, A. (2020). Activism and empire building. *Journal of Financial Economics*, 138(2), 526-548.
- Gao, P., Jiang, X., & Zhang, G. (2019). Firm value and market liquidity around the adoption of common accounting standards. *Journal of Accounting and Economics*, 68(1), 101220.
- Golmohammadi Shuraki, M. (2021). Investigating the Relationship between Corporate Risk-Taking and stock Liquidity with Firm Value. *Journal of Asset Management and Financing*, 9(1), 23-40. [In Persian]
- Gul, F. A., Krishnamurti, C., Shams, S., & Chowdhury, H. (2020). Corporate social responsibility, overconfident CEOs and empire building: Agency and stakeholder theoretic perspectives. *Journal of Business Research*, 111, 52-68.
- Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political economy*, 101(4), 678-709.
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Maug, E. (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The journal of finance*, 53(1), 65-98.
- Modayemzadeh, A. (2019). Investigating the impact of stock liquidity on the quality of information disclosure and company value in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *6th National Conference on Humanities and Management Studies*. [In Persian]
- Osoolian, M., Tajvidi, E., & Pazouki, Y. (2021). Investigating excess cash, firm value and stock liquidity risk in firms with growth opportunities or financial constraints. *Accounting and Auditing Review*, 28(2), 248-273. [In Persian]
- Puri, R. M., Yuliani, Y., & Thamrin, K. M. H. (2024). The Effect Of Company Size And Capital Structure On Firm Value With Profitability As An Intervening Variable. *Eduvest-Journal of Universal Studies*, 4(4), 2274-2292.
- Reschiwati, R., Syahdina, A., & Handayani, S. (2020). Effect of liquidity, profitability, and size of companies on firm value. *Utopia y Praxis Latinoamericana*, 25(6), 325-332.
- Satria, H. (2021). Pengaruh profitabilitas terhadap nilai perusahaan dengan kebijakan dividen sebagai variabel moderating. *Cash*, 4(2), 134-144.
- Weiskirchner-Merten, K. (2023). Capital budgeting and managerial empire building. *Accounting and Business Research*, 53(4), 416-438.

Zaidi, S. H., & Bhutta, N. T. (2021). Liquidity Synchronization and Asset Valuation in Selected Emerging Asian Economies. *Asian Economic and Financial Review*, 11(6), 488-500.

COPYRIGHTS

© 2024 by the author. Published by Islamic Azad University, Esfaryen Branch. This article is an open access article distributed under the terms and conditions of the Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) (<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>).

