

## بررسی نقش خانوادگی بودن شرکت بر رابطه بین برخی از جنبه های اصول راهبری و گردش معاملات سهام

احسان قدردان<sup>۱</sup>

خسرو فغانی ماکرانی<sup>۲</sup>

پرستو کریمی نصرت<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۶/۲۵

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۲/۲۷

### چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام در شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به همین منظور نمونه ای مشتمل بر ۳۳ شرکت از میان شرکت های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ (دوره هفت ساله) انتخاب گردیده است. جهت آزمون فرضیه ها از روش حداقل مربعات معمولی (GLS) بهره گرفته شده است. معیارهای مورد استفاده جهت سنجش مکانیزم های حاکمیت شرکتی، استقلال هیأت مدیره و تمرکز مالکیت می باشند. و از متغیر گردش معاملات سهام به عنوان معیاری برای نقد شوندگی سهام استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. یعنی با افزایش استقلال هیأت مدیره، گردش معاملات سهام نیز افزایش می یابد. همچنین، بین تمرکز مالکیت با نقد شوندگی سهام رابطه منفی و معنادار برقرار است. به عبارتی، با افزایش تمرکز مالکان خانوادگی، گردش معاملات سهام نیز کاهش می یابد.

**واژه های کلیدی:** گردش معاملات سهام، استقلال هیأت مدیره، مالکیت متمرکز، شرکت های خانوادگی.

۱- مربی گروه حسابداری دانشگاه پیام نور، ایران (نویسنده مسئول) e.gh.pnu@gmail.com

۲- دانشیار گروه حسابداری واحد ساری، دانشگاه آزاد اسلامی، ساری، ایران Kh.makrani@chmail.ir

۳- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور، بهشهر، ایران parastookarimi.pk@gmail.com

## ۱- مقدمه

بین اعضای گروه (مانند مدیران و سهامداران بزرگ) و سرمایه‌گذاران خارج از گروه (مانند مالکین خارج از گروه و فراهم کنندگان نقدینگی) خواهد شد. از آنجایی که در شرکت های خانوادگی علاوه بر اعضای خانوادگی، سهامداران غیرخانوادگی نیز وجود دارند و همچنین سهامداران دیگری هم ممکن است تصمیم به سرمایه‌گذاری در این شرکت ها بگیرند، به اطلاعات شفاف در رابطه با این شرکت ها نیاز دارند. بنابراین، با توجه به مطالب بیان شده، و اینکه در بیشتر تعریف های بیان شده از شرکت های خانوادگی بر درصد مالکیت سهام تأکید شده و حضور سهامداران حقیقی از یک خانواده یا فامیل با در اختیار داشتن درصد بالای سهام و با حضور آن ها در هیأت مدیره به نوعی خانوادگی بودن مالکیت شرکت را نشان می دهد و همچنین، حضور مدیران غیرموظف در هیأت مدیره نیز می تواند سطح نظارت بر مدیران شرکت را افزایش داده و مزیت هایی را برای گروه سهامداران عمده و کنترل کننده و سهامداران اقلیت به طور مشترک ایجاد کند، در نتیجه از دو معیار تمرکز مالکیت و استقلال هیأت مدیره جهت بررسی نقش حاکمیت شرکتی بر نقد شونددگی سهام در شرکت های خانوادگی استفاده شده است.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم، دوباره به عنوان یکی از مهم ترین مباحث کسب و کار مطرح شده است (میدری و حجاریان، ۱۳۸۳). فدراسیون بین المللی حسابداران در سال ۲۰۰۴ حاکمیت شرکتی به صورت تعدادی مسئولیت ها و شیوه های به کار برده شده توسط هیأت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به هدف ها، کنترل ریسک ها و مصرف مسئولانه منابع تعریف کرده است. مطالعه شرکت های خانوادگی و درک ویژگی های آن از طریق کارآیی اقتصادی و مکانیزم های مختلف حاکمیت شرکتی امکان پذیر است (آلکرا و هاتچینسون، ۲۰۱۳).

یکی از ویژگی های بازارهای کارا و بسیار مطلوب، نبود هزینه های معاملاتی و در نتیجه قابلیت نقد شونددگی بالاست. هزینه های معاملاتی طیف وسیعی از هزینه های آشکار شامل هزینه مالیات و کارگزاری و غیرآشکار ناشی از ناکارایی اطلاعاتی را در بر می گیرد. بنابراین نقدشونددگی سهام می تواند معیاری برای کارایی بازار مطرح شود. با توجه به نقش نقدشونددگی، شناخت عوامل مؤثر بر آن مهم است (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹). از جمله عوامل تأثیرگذار بر نقد شونددگی سهام، نقش حاکمیت شرکتی است که با توجه به اینکه شرکت های خانوادگی سهم قابل توجهی از شرکت های بورسی (بورس اوراق بهادار تهران) را به خود اختصاص داده اند، در نتیجه پژوهش حاضر به دنبال بررسی و نقش حاکمیت شرکتی بر نقد شونددگی سهام در شرکت های خانوادگی می باشد. مبنا و اساس تحقیقات پیرامون شرکت های خانوادگی، مسئله نمایندگی می باشد. به سبب ساختار و ویژگی های مالکیت خانوادگی، انتظار می رود که مالکان خانوادگی حساسیت بیشتری نسبت به افزایش ارزش شرکت داشته باشند، که منجر به انگیزه های بیشتری نسبت به شرکت های غیرخانوادگی برای کنترل کردن هزینه ها (از جمله هزینه نمایندگی) از طریق افشای بهتر و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی می شود (چنگ، ۲۰۱۴).

مطالعه و پژوهش در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی و گردش معاملات سهام به عنوان معیاری برای نقد شونددگی سهام در شرکت های خانوادگی از این جنبه با اهمیت است که اولاً با توجه به گسترش شرکت های خانوادگی در سطح جهان و ایران خصوصاً پس از الزام به اجرائی کردن واگذاری شرکت ها طبق اصل ۴۴ قانون اساسی و اینکه تاکنون در شرکت های خانوادگی ایران در این مورد پژوهشی انجام نشده است و ثانیاً ما بر این باوریم اصول حاکمیت شرکتی مؤثر باعث افزایش شفافیت های مالی و عملیاتی می شود و این مسأله باعث کاهش اطلاعات نامناسب (نامتقارن)

سهام می‌باشند (بندسن و همکاران، ۲۰۱۰). مطالعات نشان داده است شرکت های خانوادگی در مقایسه با شرکت های دیگر، مسائل نمایندگی کمتری دارند، به این معنا که تضاد منافع میان مالک و مدیر در این شرکت ها کمتر است (علی و همکاران، ۲۰۰۷). در مقایسه با دیگر سهامداران، مالکان خانوادگی معمولاً حضور و فعالیت بیشتری در مدیریت شرکت، از طریق حفظ برخی پست های مدیریتی برای خود دارند. بنابراین، مالکان خانوادگی به اطلاعات شرکت بهتر دسترسی دارند و بهتر می توانند مدیریت را نظارت کنند، در نتیجه مشکلات نمایندگی بین مدیریت و سهامداران کاهش می یابد (چن و همکاران، ۲۰۰۸). در این میان، حاکمیت داخلی شرکت، شفافیت مالی را به وسیله کاهش توانایی و انگیزه مدیریت برای تحریف اطلاعات قابل افشاء بهبود می بخشد و احتمال افشاء همه اطلاعات معتبر را به سهامداران مرتبط، بیشتر می کند (هو و کنگ، ۲۰۱۳). افشاء بهتر شامل، پراکندگی کمتر پیش بینی، کمتر بودن تجدید نظر افراطی، بهبود دقت پیش بینی تحلیلیگر و کاهش عدم تقارن اطلاعات بین شرکت کنندگان در بازار، همچنین کاهش مشکل انتخاب نادرست و افزایش نقد شوندگی بازار می شود (علی و همکاران، ۲۰۰۷). نقد شوندگی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازده اوراق بهادار از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا عموماً نقد شوندگی نشان دهنده وضعیت محیط سرمایه گذاری و اقتصاد کلان است (آچارپا و پدرسن، ۲۰۰۵). برخی از عوامل مربوط به نقد شوندگی سهام شامل: تعداد سهام معامله شده در روز، تعداد شرکت های معامله شده در روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار و تعداد خریداران و دفعات خرید است (مهرانی و رسیان، ۱۳۸۸). هو و کنگ (۲۰۱۳)، استدلال کردند از آنجایی که شرکت های خانوادگی قدرت بیشتری در نفوذ بر شرکت دارند و مدیران بسیار دقیق نظارت می شوند عدم تقارن اطلاعات و تضاد منافع بین سهامداران و مدیران کمتر می شود و این منجر به کاهش هزینه نمایندگی و در

طبق برآورد مؤسسه بین المللی تحقیقات و همسنجی کسب و کارهای خانوادگی، در بسیاری از کشورهای پیشرفته، شرکت های خانوادگی به طور معمول حدود نیمی از نیروی کار را در بخش خصوص استخدام می کنند (کریسمن و همکاران، ۲۰۰۳). اهرهاردت و نوک (۲۰۰۳) شرکت هایی را به عنوان شرکت های خانوادگی تلقی می کنند که یک یا دو خانواده، صاحب حداقل ۵۰ درصد از حقوق صاحبان سهام باشند. در حالی که، چاکرابتی (۲۰۰۹) میزان تملک حداقل ۲۰ درصد را شرط شرکت های خانوادگی در نظر می گیرد. شرکت های خانوادگی شرکت هایی هستند که حضور موسسان و یا خانواده موسسان در مدیریت شرکت تداوم دارد، اعضای خانواده در هیأت مدیره حضور دارند، و یا دارای بلوک هایی از سهام شرکت هستند. در ادبیات موجود از این تعریف برای شرکت های خانوادگی به شکل وسیعی استفاده شده است (چنگ، ۲۰۱۴). با توجه به قوانین و مقررات و کمیته تدوین استانداردهای حسابداری در بند ۸ استاندارد حسابداری شماره ۲۰ و شرایط ایران، شرکت های خانوادگی به صورت دارا بودن حداقل بیست درصد سهام از سوی اعضای خانواده و یا عضویت آنان در هیأت مدیره با دارا بودن حداقل ۵ درصد سهام عادی تعریف شده اند (نمازی و محمدی، ۱۳۸۹؛ مهرآذین و همکاران، ۱۳۹۲). در ایران در بین کل شرکت های ثبت شده به دلیل نبود پایگاه اطلاعاتی منسجم، تعیین تعداد شرکت های خانوادگی امکان پذیر نیست، ولی با بررسی ترکیب مالکیت و هیأت مدیره شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مشخص می گردد که حداقل بیست درصد از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به صورت خانوادگی اداره می شوند (سایت بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۸۷).

شرکت های خانوادگی حاکمیت شرکتی متفاوتی دارند. شرکت های خانوادگی بیشتر نگران بقاء طولانی مدت و شهرت شرکت می باشند و بیشتر به دنبال به حداکثر رساندن ارزش شرکت به جای ارزش

تانگ و وانگ (۲۰۱۱) در یک مطالعه تجربی در کشور چین همبستگی مقطعی بین حاکمیت شرکتی و نقد شونددگی شرکت را مورد آزمون قرار دادند. آن ها شواهد محکمی دال بر همبستگی مثبت بین حاکمیت شرکتی و نقد شونددگی دست یافتند. یافته های آن ها نشان می دهد حاکمیت شرکتی مناسب، ارزش گذاری و نقد شونددگی را بهبود می بخشد.

کامرانی و همکاران (۲۰۱۵) با بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر نقد شونددگی و استفاده از ۵ شاخص کلی به عنوان معیارهای راهبری شرکتی استدلال کردند که این شاخص ها ابعاد بیشتری را نسبت به ساز و کارهای راهبری شرکتی به صورت مجزا انعکاس می دهند. نتیجه پژوهش آن ها رابطه مثبت و معنادار بین شاخص های راهبری شرکتی قوی و نقد شونددگی را تأیید کرد.

یوتامپسون و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود تحت عنوان "نقد شونددگی و حاکمیت شرکتی" با تأکید بر شاخص استاندارد اند پورز ۵۰۰، دریافتند در شرکت های خانوادگی که سهامداران بر مدیران نظارت مؤثر داشته باشند، نقد شونددگی دارای و نقد شونددگی سهام بیشتر، و ریسک نقد شونددگی پایین تر است.

علی و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی نقش حاکمیت شرکتی بر ابعاد نقد شونددگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن ها در بین ۱۲۰۷ شرکت استرالیایی در بین سال های ۲۰۰۱-۲۰۱۳ نشان داد که، رابطه مثبت و معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقد شونددگی سهام وجود دارد. در واقع، کیفیت حاکمیت شرکتی موجب بهبود نقد شونددگی سهام می شود زیرا با افشای اطلاعات بیشتر مرتبط است. همچنین نتایج آنان نشان داد که شرکت های تحت مدیریت بهتر، نقد شونددگی سهام بالاتر و هزینه معاملاتی پایین تری دارند.

دنگ و همکاران (۲۰۱۸) با بررسی مالکیت سرمایه گذاران نهادی و نقد شونددگی سهام در بین ۳۹ کشور در بین سال های ۲۰۰۰-۲۰۱۴ نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی می توانند ارزش شرکت را از

نهایت افزایش نقد شونددگی می شود. لی و همکاران (۲۰۱۳) اظهار می کنند که هیأت مدیره یا سهامداران کنترل کننده، نقش فعالیتی بیشتری در نظارت بر نتایج مدیریت برای نقد شونددگی بالا در شرکت های خانوادگی دارند. طبق دیدگاه سنتی به دلیل اینکه مالکیت متمرکز انگیزه هایی را برای سهامداران عمده به قصد سلب مالکیت ثروت سهامداران اقلیت به وجود آورده است، شرکت های خانوادگی کارآمدی کمتری دارند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷؛ اندرسون و ریب، ۲۰۰۳)، همچنین بلتون و ون تادن (۱۹۹۸) بیان می - دارند که تمرکز مالکیت باعث کاهش تعداد سهامدارانی می شود که می توانند به معامله سهام بپردازند، این امر سرمایه گذاری مؤثر بازار را کاهش می دهد و نقد شونددگی بازار سهام کاهش می یابد. همچنین، چانگ و همکاران (۲۰۱۰) اظهار کردند که حاکمیت شرکتی داخلی بهتر، نقد شونددگی بازار سهام را بهبود می بخشد و شواهد اضافی مانند وابستگی هیأت مدیره، عوامل مهمی در نقد شونددگی سهام هستند.

مفهوم نقد شونددگی در بازارهای نوپایی مثل بازار ایران به مراتب از اهمیت بیشتری برخوردار است. نتایج پژوهش هایی که در زمینه نقد شونددگی سهام در بازار اوراق بهادار ایران انجام شده است، نشان می دهد که سرمایه گذاران ریسک عدم نقد شونددگی را در تصمیمات خود به شدت لحاظ می کنند (بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷؛ یحیی زاده فر و خرم دین، ۱۳۸۷).

### ۳- پیشینه تجربی پژوهش

#### ۳-۱- پژوهش های خارجی

جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) با انتخاب نمونه ای شامل ۳۵۷۶ شرکت آمریکایی به بررسی رابطه ی پراکندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقد شونددگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آن ها بیانگر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقد شونددگی سهام می شود.

سطح نقدینگی، از طریق تقویت حاکمیت شرکتی، باعث افزایش قیمت بنگاه می شود.

صمدی لرگانی و محمدی (۱۳۹۴) به بررسی مقایسه ای هزینه های نمایندگی در شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که هزینه های نمایندگی در این دو گروه از شرکت ها چندان متفاوت نیست، هرچند طبق مشاهدات، شرکت های خانوادگی از لحاظ معیارهای هزینه نمایندگی Q توبین در سطح ضعیف تری بوده و دچار هزینه نمایندگی بیشتری هستند.

مشایخی و آژنگ (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه پرداختند. یافته ها حاکی از عدم تأثیر معنادار عامل خانوادگی یا غیرخانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و میانگین موزون هزینه سرمایه می باشد. مهرانی و نصیری فروزی (۱۳۹۶) با بررسی نقش سازوکارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقد شوندگی سهام در شرکت های بورسی دریافتند که، بین میزان تمرکز کمیته حسابرسی و استقلال هیأت مدیره با نقد شوندگی سهام رابطه مثبت و معنادار، و بین تمرکز مالکیت با نقد شوندگی رابطه منفی و معنادار برقرار است. همچنین نتایج پژوهش نشان داد بین مدیریت سود با نقد شوندگی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

#### ۴- فرضیه های پژوهش

با توجه به اهمیت مبانی نظری و به منظور حصول اهداف پژوهش، فرضیه های زیر مطرح می شوند:

**فرضیه اصلی:** بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام در شرکت های خانوادگی پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

**فرضیه فرعی اول:** بین استقلال هیأت مدیره و گردش معاملات سهام در شرکت های خانوادگی پذیرفته شده

طریق تقسیم نقد شوندگی سهام و ناپایداری سهام افزایش دهند.

#### ۳-۲- پژوهش های داخلی

دریائی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش خود به تبیین رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام با استفاده از سیستم معاملات همزمان پرداختند. نتایج نشان داد که بین نرخ حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارتی معتقدند که، بهبود ساز و کارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش شکاف قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهش دریافته اند که بین میزان مالکیت نهادی و نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره و نقد شوندگی سهام، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و بین تمرکز مالکیت و دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و نقد شوندگی سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

رامشه (۱۳۹۳) در پژوهش خود با بررسی همبستگی گردش سهام، نسبت عدم نقد شوندگی آمیهد، معیار بازده صفر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام و معیار تعدیل تعداد روزهای بدون معامله بر اساس گردش سهام به عنوان شاخص های نقدینگی سهام دریافت که، به طور کلی همبستگی میان شاخص ها ضعیف است. شاخص تعدیل تعداد روزهای بدون معامله بر اساس گردش، بالاترین همبستگی را با سایر شاخص ها داشته و در شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ، همبستگی میان شاخص ها بیشتر است. در مجموع نتایج نشان داد که نقد شوندگی یک مفهوم پیچیده چند بعدی است که هر شاخص فقط می تواند جنبه ای از نقد شوندگی را منعکس کند.

هرمزی و طالب پور اصل (۱۳۹۳) ارتباط بین نقد شوندگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ها را بررسی کردند. نتایج نشان داد که، افزایش سطح نقد شوندگی منجر به افزایش ارزش شرکت ها می شود و

که دارای ساختار مالی و اصول راهبری متفاوتی از سایر شرکت‌ها هستند، می‌باشند.

روش مورد استفاده جمع آوری داده‌ها، روش اسناد کاوی و کتابخانه‌ای است و برای جمع آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه استفاده شده است. بدین منظور از طریق کاوش اینترنتی (سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و سایر سایت‌های مربوطه) استفاده شده است. برای انجام محاسبات لازم و جهت تجزیه و تحلیل نهایی، از اکسل و نرم افزار Eviews 9 استفاده شده است. همچنین، مطابق با پژوهش یوتامپسون و همکاران (۲۰۱۶)، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل (۱) به شرح زیر استفاده شده است:

مدل (۱)

$$TRADING\ TURNOVER_{it} = \alpha + \beta_1 PINED_{it} + \beta_2 BLOCK_{it} + \beta_3 LNSIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق داریم:

#### متغیر وابسته

TRADING TURNOVER (گردش معاملات سهام): آمیهد و مندلسون (۱۹۸۶) نشان دادند که نسبت گردش معاملات سهام، یک جایگزین برای نقد شوندگی معاملات سهام می‌باشد. یوتامپسون و همکاران (۲۰۱۶)، در پژوهش خود از نسبت تعداد سهم مبادله شده در هر روز به تعداد کل سهام منتشر شده در پایان آن روز به عنوان معیاری برای نقد شوندگی سهام استفاده کرده‌اند.

#### متغیر مستقل

PINED (استقلال هیأت مدیره): برای اندازه‌گیری این متغیر مشابه پژوهش‌های دیمیتروپولوس و آستریو (۲۰۱۰) و اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) از نسبت تعداد مدیران غیرموظف به تعداد کل اعضای هیأت مدیره برای اندازه‌گیری استقلال هیأت مدیره استفاده شده است؛ BLOCK (مالکیت متمرکز): به صورت

در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

**فرضیه فرعی دوم:** بین مالکیت متمرکز و گردش معاملات سهام در شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

#### ۵- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی و طرح آن از نوع شبه تجربی است و با توجه به روش پژوهش، براساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها از رگرسیون چند متغیره با به کارگیری داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جامعه آماری کلیه شرکت‌های خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. اطلاعات و داده‌های آماری در فاصله زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۵ (دوره هفت ساله) در نظر گرفته شده و تعداد ۳۳ شرکت خانوادگی بر اساس محدودیت‌های زیر به عنوان نمونه انتخاب گردیده است:

۱. به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های مورد بررسی قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشند؛
۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه دوره‌ی مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشند؛
۳. طی سال‌های مالی موردنظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند؛
۴. وضعیت شرکت‌ها از نظر خانوادگی (دارا بودن حداقل بیست درصد سهام از سوی اعضا خانواده و یا عضویت آنان در هیأت مدیره با دارا بودن حداقل ۵ درصد سهام عادی) بودن، مشخص باشد؛
۵. وقفه معاملاتی بیشتر از ۳ ماه برای سهام شرکت وجود نداشته باشند؛
۶. به استثنای بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها)

دارای های شرکت در پایان سال بدست می آید. در پژوهش ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۱) نیز از همین معیار استفاده شده است؛ LEV (اهرم مالی): لانگ و لاندهوم (۱۹۹۳) نشان دادند که اهرم مالی بر نقد شوندگی سهام اثرگذار است و از تقسیم مجموع بدهی های شرکت تقسیم بر مجموع دارایی های شرکت بدست می آید. که در پژوهش های هرمزی و طالب پور اصل (۱۳۹۳) و دریائی و همکاران (۱۳۹۰) نیز از همین معیار استفاده شده است.

#### ۶- یافته های پژوهش

##### ۶-۱- آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل آماری تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخص های توصیفی می باشد. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی ها می باشد تا مقدمات تحلیل آنها فراهم گردد. خلاصه ویژگی های آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش در جدول (۱) آمده است.

مالکیت جمعی که به عنوان بزرگی سهامداران تعریف شده است. مالکیت جمعی از طریق درصد کل سهام تملک شده به وسیله سهامداران عمده به کل سهام شرکت محاسبه می شود (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۳). در این پژوهش از درصد کل سهام تملک شده به وسیله سهامداران خانوادگی به کل سهام شرکت محاسبه می شود (یوتامپسون و همکاران، ۲۰۱۶).

#### متغیر کنترل

LNSIZE (اندازه شرکت): به دلیل شرایط تورمی کشور و نامربوط بودن ارقام تاریخی دارایی ها، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره برای سنجش اندازه شرکت استفاده می شود. استدلال می شود که همواره اطلاعات بیشتری در مورد شرکت های بزرگ در بازار موجود است و ریسک کمتری در رابطه با آن ها وجود دارد. که در پژوهش های چنگ و همکاران (۲۰۱۳)، جامعی و مرادی فرد (۱۳۹۵) و فروغ نژاد و مرادی جز (۱۳۹۳) نیز از همین تعریف استفاده شده است؛ ROA (نرخ بازده دارایی ها): از تقسیم سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه بر میانگین مجموع

جدول ۱- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	گردش معاملات سهام	استقلال هیأت مدیره	مالکیت متمرکز	اندازه شرکت	بازده دارایی ها	اهرم مالی
میانگین	۰/۰۰۱۸	۰/۶۸۲۱	۴۷/۴۲۳۴	۱۲/۶۱۱۲	۰/۰۹۹۰	۰/۵۷۹۰
میانه	۰/۰۰۰۷	۰/۸۴۱۰	۴۵/۸۳۰۱	۱۲/۶۳۴۱	۰/۰۸۸۰	۰/۵۴۷۲
حداکثر	۰/۰۱۲۳	۱	۹۷/۵۰۰۰	۱۵/۴۸۲۴	۰/۴۸۵۵	۱/۱۹۴۸
حداقل	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۵/۲۱۰۶	۹/۸۲۱۰	-۰/۴۴۱۳	۰/۱۴۷۵
انحراف معیار	۰/۰۰۲۵	۰/۲۴۳۸	۲۵/۲۸۴۰	۱/۱۸۱۱	۰/۱۰۹۰	۰/۲۰۱۰
چولگی	۲/۱۹۸۰	-۰/۵۶۲۲	۰/۳۱۱۹	۰/۰۳۰۶	۰/۰۸۰۰	۰/۲۴۹۲
کشیدگی	۷/۴۲۵۲	۲/۵۷۴۱	۲/۱۳۶۶	۲/۳۴۲۴	۶/۶۰۷۰	۲/۵۳۷۱

منبع: یافته های پژوهش

میانگین، اعضای غیرموظف هیأت مدیره ۶۸ درصد از کل اعضای هیأت مدیره شرکت ها را تشکیل می دهند. همچنین میانگین درصد کل سهام تملک شده به

نتایج نشان می دهد که متغیر مالکیت متمرکز بیشترین انحراف معیار و متغیر گردش معاملات سهام دارای کمترین انحراف معیار است. همچنین به صورت

## ۶-۲- آزمون پایایی (ایستایی)

قبل از برآورد الگو باید ایستایی متغیرهای مورد استفاده در الگو مورد بررسی قرار گیرد. در صورتی که متغیری ایستا نباشد، باید با تفاضل گیری های متوالی آن را ایستا کرد تا از وقوع رگرسیون کاذب جلوگیری شود. نتایج نشان می دهد که همه متغیرهای مورد استفاده در سطح ۹۵ درصد ایستا هستند؛ این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، شرکت های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود که نتایج این آزمون در جدول (۲) در سطح خطای ۵ درصد، از قابل اعتماد بودن نتایج روش آماری حکایت دارد.

وسیله سهامداران خانوادگی در شرکتهای خانوادگی ۴۷ درصد می باشد. همچنین، اندازه شرکت نیز به طور میانگین ۱۲/۶۱۱ بوده و میانگین به دست آمده برای متغیر اهرم مالی ۰/۵۷۹ است. به عبارت دیگر، حدود ۵۸ درصد از دارایی های شرکت های نمونه آماری در طول دوره پژوهش، از طریق بدهی تامین شده است. و میانگین بازده دارایی ها (۰/۰۹۹) حکایت از آن دارد که سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه شرکت های مورد بررسی به طور متوسط معادل حدود ۱۰ درصد ارزش بازار خالص مجموع دارایی ها است.

جدول ۲- آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نتیجه	آزمون ایم، پسران و شین		نماد متغیر
	سطح معناداری	آماره آزمون	
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۰	-۸/۴۳۴	گردش معاملات سهام
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۰	-۵/۶۰۱	استقلال هیأت مدیره
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۲	-۴/۵۴۶	مالکیت متمرکز
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۰	-۵/۷۷۶	اندازه شرکت
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۰	-۷/۸۹۹	بازده دارایی
متغیر پایا است.	۰/۰۰۰۱	-۴/۸۱۳	اهرم مالی

منبع: یافته های پژوهش

## ۶-۳- نتایج آزمون فرضیه ها

با توجه به اینکه سطح معناداری در آزمون چاو و آزمون هاسمن در جدول (۳) کمتر از سطح خطا (۵٪) می باشد، بنابراین از روش پانل-دیتا و همچنین از روش اثرات ثابت جهت برازش مدل رگرسیونی آزمون تمامی فرضیه ها استفاده می شود.

جهت آزمون فرضیه ها ابتدا باید مدل های رگرسیون مورد برازش قرار گیرند. در اینجا به منظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون های چاو و هاسمن استفاده می شود.

جدول ۳- نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون چاو		
نتیجه	سطح معناداری	آماره Chi-Sq	نتیجه	سطح معناداری	آماره F
اثرات ثابت	۰/۰۲۵	۱۰/۰۹۱	داده های پانل	۰/۰۰۰	۷/۳۳۶

منبع: یافته های پژوهش



#### ۴-۶- آزمون ناهمسانی واریانس

مشکلات ناهمسانی واریانس منجر به افزایش واریانس ضرایب برآوردی عرض از مبدأ می شود و از طرفی واریانس سایر متغیرهای مستقل برآوردی را تحت تأثیر قرار می دهد و منجر به این می شود که تخمین برآوردی، از کارایی لازم برخوردار نباشد. جهت بررسی ناهمسانی واریانس پسماندها، از آزمون بروش پگان گادفری استفاده شده است.

نتایج حاصل در جدول (۴) نشان می دهد که سطح معنی داری آزمون بروش پگان گادفری در مدل کمتر از ۵ درصد می باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می باشد. لازم به توضیح است که برای رفع ناهمسانی واریانس در برازش نهایی مدل، باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شود.

همانطور که در جدول (۵) ملاحظه می شود، برون داد آزمون دوربین-واتسون جهت بررسی عدم خود همبستگی (استقلال خطاها) بین جملات خطا برابر با ۱/۸۱۹ است که این مقدار بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. این مقدار آزمون دوربین واتسون حاکی از آن است که در مدل تخمین زده شده با استفاده از رگرسیون مبتنی بر اثرات ثابت، مشکل خود همبستگی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده نیز برابر ۰/۵۸ می باشد که بیان می کند میزان تغییرات در متغیرهای مستقل باعث ۵۸ درصد تغییرات در متغیر وابسته می شود. لذا می توان نتیجه گرفت متغیرهای مستقل به خوبی می توانند تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. همچنین برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره F در سطح ۹۵ درصدی استفاده شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری کوچکتر از مقدار خطا (۰/۵) می باشد، پس مدل رگرسیونی خطی است.

جدول ۴- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	آزمون بروش پگان گادفری		شرح
	سطح معناداری	آماره F	
ناهمسانی واریانس وجود دارد.	۰/۰۰۲۵	۳/۸۰۷	ناهمسانی واریانس

منبع: یافته های پژوهش

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۱/۹۷۹	۰/۰۴۹
استقلال هیأت مدیره	۰/۱۵۸	۰/۰۵۱	۳/۰۵۶	۰/۰۰۲
مالکیت متمرکز	-۰/۳۸۷	۰/۱۳۱	-۲/۹۴۳	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۰۵	۶/۹۰۲	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی	۰/۰۰۰۴	۰/۰۰۰۹	۰/۴۲۲	۰/۶۷۳
اهرم مالی	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۶	-۰/۸۵۶	۰/۳۹۲
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	معناداری آماره F	آماره دوربین-واتسون
۰/۶۵	۰/۵۸	۹/۷۴۶	۰/۰۰۰	۱/۸۱۹

منبع: یافته های پژوهش

نتایج جدول (۵) همچنین نشان می دهد که ضریب برآورد شده برای متغیر استقلال هیأت مدیره، برابر با ۰/۱۵۸ و با سطح معناداری ۰/۰۰۲ می باشد. این یافته نشان می دهد که اعضای غیرموظف هیأت مدیره،

نتایج جدول (۵) همچنین نشان می دهد که ضریب برآورد شده برای متغیر استقلال هیأت مدیره، برابر با ۰/۱۵۸ و با سطح معناداری ۰/۰۰۲ می باشد. این یافته نشان می دهد که اعضای غیرموظف هیأت مدیره،

گذشته به منظور شناسایی و معرفی شرکت های خانوادگی در بورس است. از میان شرکت های حاضر در بورس در دوره مورد بررسی، بیشترین شرکت های خانوادگی در پنج صنعت، محصولات غذایی و آشامیدنی، خودرو و ساخت قطعات، مواد و محصولات دارویی، فلزات اساسی و قند و شکر حضور داشتند.

یافته های پژوهش نشان داد که در فرضیه اول بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با نقد شوندگی سهام رابطه مثبت و معناداری برقرار است. بدین ترتیب، با افزایش درصد استقلال اعضای هیأت مدیره، نقد شوندگی سهام نیز افزایش می یابد. با توجه به نتایج حاصل از بررسی استقلال هیأت مدیره در شرکت های خانوادگی به وسیله اعضای غیرموظف هیأت مدیره، مشخص گردید استقلال هیأت مدیره سبب افزایش گردش معاملات سهام در اینگونه شرکت ها می شود. رابطه مثبت و معنادار بین استقلال هیأت مدیره و گردش معاملات سهام مؤید آن است که شرکت های خانوادگی دارای هیأت مدیره مستقل، یعنی تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بیشتر، گردش معاملات سهام بیشتری را تجربه کرده اند. نتیجه حاضر، هماهنگ با یافته های پژوهش یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) و مغایر با نتایج پژوهش جerald و همکاران (۲۰۰۶) می باشد. همچنین، نتایج فرضیه دوم حکایت از رابطه منفی و معنادار بین تمرکز مالکیت و نقد شوندگی سهام دارد. یعنی، با افزایش تمرکز مالکیت، نقد شوندگی سهام کاهش پیدا می کند. با توجه به نتایج این فرضیه مشخص گردید که مالکیت متمرکز مالکان خانوادگی که معمولاً سهامداران عمده در شرکت های خانوادگی تلقی می شوند، سبب کاهش گردش معاملات سهام می شود. این یافته، با نتایج پژوهش های بلتون و ون تادن (۱۹۹۸)، جاکبی و ژنگ (۲۰۱۰) و یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰) هماهنگ می باشد.

با توجه به یافته های پژوهش و نتایج تحقیقات مشابه انجام شده در ارتباط با وجود رابطه معنی دار بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام و وجود

تأثیری مثبت بر گردش معاملات سهام داشته است. بنابراین بین استقلال هیأت مدیره و نقد شوندگی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری برقرار است. به عبارتی، با افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره گردش معاملات سهام افزایش می یابد. ضریب برآورد شده برای متغیر تمرکز مالکیت نیز، برابر با  $-۰/۳۸۷$  و با سطح معناداری  $۰/۰۰۳$  می باشد که کوچک تر از ۵ درصد (سطح خطای آزمون) است. این یافته نشان می دهد که تمرکز مالکان خانوادگی، تأثیری منفی بر گردش معاملات سهام داشته است. در نتیجه بین تمرکز مالکیت و نقد شوندگی سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری برقرار است. در واقع نتایج این فرضیه نشان می دهد که هرچه تمرکز مالکان خانوادگی افزایش یابد، گردش معاملات سهام کاهش می یابد. در خصوص متغیرهای کنترلی، نتایج حاکی از آن است که تنها بین متغیر اندازه شرکت با نقد شوندگی، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. به عبارتی دیگر، شرکت های بزرگ تر، گردش معاملات سهام بیشتری دارند.

## ۷- بحث و نتیجه گیری

بررسی رفتار شرکت های خانوادگی می تواند اطلاعات ارزنده ای را در اختیار استفاده کنندگان از اطلاعات مالی قرار دهد، که متأسفانه در ایران تاکنون شاخص مناسبی برای شناسایی اینگونه شرکت ها ارائه نگردیده است. با توجه به اینکه درصد قابل توجهی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را شرکت های خانوادگی تشکیل می دهند و این نوع از ساختار مالکیت تاکنون سهم اندکی از تحقیقات را به خود اختصاص داده است، در نتیجه در پژوهش حاضر، رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و گردش معاملات سهام به عنوان معیاری برای نقد شوندگی سهام در شرکت های خانوادگی مورد بررسی قرار گرفت. ویژگی بارز این پژوهش، ارائه شاخصی متناسب با شرایط بازار سرمایه کشور با استفاده از تحقیقات

- رابطه معنی دار بین اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل بر نقد شوندگی سهام شرکت های خانوادگی در این پژوهش، به استفاده کنندگان صورت های مالی به خصوص سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد قبل از اقدام به هر گونه تصمیمی از جمله سرمایه گذاری در اینگونه شرکت ها، این مقوله را مدنظر داشته باشند. همچنین پیشنهاد می شود از تمرکز مالکیت اعضای خانواده در شرکت های خانوادگی جلوگیری و با ایجاد تنوع بین مالکان خانوادگی و دیگر سهامداران امکان رقابت بین آن ها ایجاد شود. چرا که، از این طریق اعمال نظارت موثرتر بر عملکرد مدیریت انجام می شود و از طرفی، ضمن انتقال اطلاعات از سوی آن ها به بازار، کارایی اطلاعاتی بازار بهبود یافته و نقد شوندگی سهام افزایش می یابد. سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه می توانند با به دست آوردن نقطه بهینه در مورد میزان مالکیت متمرکز در شرکت های خانوادگی، ریسک نقد شوندگی سهام خود را به حداقل برسانند. سرمایه گذاران خرد نیز که قصد سرمایه گذاری در شرکت های خانوادگی را دارند به منظور اجتناب از ریسک نقد شوندگی می توانند از یافته های پژوهش استفاده کنند. در سطح بنگاه های اقتصادی نیز، مدیران باید به ترکیب سهامداران و ساختار سرمایه در شرکت های خانوادگی توجه داشته باشند تا ریسک ناشی از نقد شوندگی هزینه های سرمایه آن ها را کمتر متأثر کند.
- \* جامعی، رضا و مرادی فرد، غلامرضا (۱۳۹۵). " بررسی تأثیر سود پیش بینی شده در تعیین قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده ی بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت های حسابداری، دوره هشتم، شماره اول، صص ۷۱-۱۰۲.
- \* جهانخانی، علی و قربانی، علی (۱۳۸۴). " شناسایی و تعیین عوامل تعیین کننده سیاست تقسیم سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۲۷-۴۸.
- \* دریائی، عباسعلی، پاکدل، عبدالله و فلاح محمدی، نرگس (۱۳۹۰). " تبیین رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام با استفاده از سیستم مبادلات همزمان". مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۳۲-۱۴۶.
- \* رامشه، منیژه (۱۳۹۳). " همبستگی شاخص های نقد شوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". مجله مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره نهم، صص ۶۸-۷۹.
- \* رحمانی، علی، حسینی، علی و رضاپور، نرگس (۱۳۸۹). " رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صص ۳۹-۵۴.

#### فهرست منابع

- \* اعتمادی، حسین، رساییان، امیر، و کرد تبار، حسین (۱۳۸۹). " رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام". مجله توسعه و سرمایه، سال سوم، شماره ۵، صص ۳۱-۵۹.
- \* ایزدی نیا، ناصر، رساییان، امیر و رضایی رجایی، علی اصغر (۱۳۹۱). " بررسی رابطه هموارسازی سود با ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام". فصلنامه برنامه و بودجه، سال هفدهم، شماره ۳، صص ۵۳-۷۸.
- \* ستایش، محمد حسین، رضایی، غلامرضا و حسینی راد، داوود (۱۳۹۳). " بررسی نقش ساختار مالکیت بر شیوه ی مدیریت وجوه نقد و موجودی های کالای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت های حسابداری، دوره ششم، شماره اول، صص ۲۹-۶۲.
- \* صمدی لرگانی، محمود و محمدی، علیرضا (۱۳۹۴). " بررسی مقایسه ای هزینه های نمایندگی در شرکت های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". چشم انداز مدیریت مالی، دوره ۲، شماره ۵، صص ۱۱۳-۱۲۷.

- \* فروغ نژاد، حیدر و مرادی جز، محسن (۱۳۹۳). "بررسی عوامل موثر بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری برای عدم تقارن اطلاعاتی". فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره دوازدهم، صص ۲۵-۴۰.
- \* مشایخی، بیبا و آژنگ، احمد (۱۳۹۶). "بررسی تأثیر خانوادگی بودن شرکت بر عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه سرمایه". فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۱۲۹-۱۴۴.
- \* مهرآزین، علیرضا، قبدیان، بشیر، فروتن، امید، و تقی پور، محمد (۱۳۹۲). "مالکیت خانوادگی، غیرخانوادگی شرکت ها و مدیریت سود". فصلنامه دانش حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۵۲، صص ۱۵۱-۱۷۳.
- \* مهران، ساسان و رساییان، امیر (۱۳۸۸). "نقد شونددگی سهام و نقد شونددگی دارایی ها". فصلنامه حسابرس، شماره ۴۶، صص ۵۲-۵۶.
- \* مهران، کاوه و نصیری فروزی، علیرضا (۱۳۹۶). "بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۱، صص ۷-۲۷.
- \* میدری، احمد و حجاریان، مسعود (۱۳۸۳). "راهکارهای پیاده سازی اصول حاکمیت شرکتی در ایران". همایش بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران، ۷ و ۸ آذر ماه، تهران.
- \* نمازی، محمد و محمدی، محمد (۱۳۸۹). "بررسی کیفیت سود و بازده شرکت های خانوادگی و غیرخانوادگی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت های حسابداری، دوره دوم، شماره دوم، صص ۱۵۹-۱۹۴.
- \* هرمزی، شیر کو و طالب پور اصل، رزگار (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط بین نقد شونددگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ها". پژوهش های کاربردی و گزارشگری مالی، سال سوم، شماره ۴، صص ۴۹-۷۴.
- \* یحیی زاده فر، محمود و خرم دین، جواد (۱۳۸۷). "نقد عوامل نقد شونددگی و ریسک عدم نقد شونددگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵، دوره ۴، صص ۱۰۱-۱۱۸.
- \* یعقوب نژاد، احمد، رهنمای رودپشتی، فریدون و ذبیحی، علی (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقد شونددگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۵۷-۱۷۳.
- \* Acharya, V., Pedersen, L. (2005). Asset Pricing with Liquidity risk. *Journal of Financial Economics*, 77: 375-410.
- \* Al-Akra, M., Hutchinson, P. (2013). Family firm disclosure and accounting regulation reform in the Middle East: The case of Jordan. *Research in Accounting Regulation*, 25(1): 101-107.
- \* Ali, A., Chen, T., Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosure by family firms. *Journal of Accounting & Economics*, Vol. 44 No. 1, pp. 238- 286.
- \* -Ali, A., Lio, B., & Su, J.J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50: 275-304.
- \* Amihud, Y., and Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 17 No. 2, pp. 223-249.
- \* Anderson, R., Reeb, D. (2003). Founding-family ownership and firm performance: Evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58(3), 1301-1328.
- \* Bennedsen, M., Perez-Gonzalez, F., & Wolfenzon, D. (2010). The governance of family firms, in Baker, H. K. and Anderson, R. (Eds.), *Corporate Governance: A Synthesis of Theory, Research and Practice*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, NJ, USA, 371-389.

- from the S&P 1500. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 32(4), 71-93.
- \* Jacoby, G & Steven X. Zeng. (2010). Ownership Dispersion and Market Liquidity. Article in press, *International Review of Financial Analysis*.
  - \* Karmani, M., Ajina, I. & Boussaada, R. (2015). An investigation of the relation between corporate governance and liquidity: Empirical evidence from France. *The Journal of Applied Business Research*, 31(2), 631-646.
  - \* Lang, M., Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
  - \* Lee, Q., Lin, B., Wei, M. (2013). Types of agency cost, corporate governance and liquidity. *Journal of Accounting Public Policy*, 32(3), 147-172.
  - \* Shleifer, A., Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
  - \* Tang, K. & Wang, C. (2011). Corporate governance and firm liquidity: evidence from the Chinese stock market. *Emerging Markets Finance & Trade*. 47(1): 47-60.
  - \* Yin Yu-Thompson., Ran Lu-Andrews., Liang Fu. (2016). Liquidity and corporate governance: evidence from family firms. *Review of Accounting and Finance*, 15(2), 144 – 173.
  - \* Bolton, P., Von Thadden, E. (1998). Block, liquidity, and corporate Control. *Journal of Finance*, 53: 1-25.
  - \* Chakrabarty, Subarta. (2009). The Influence of National Culture and Institutional Voids on Family Ownership of Large Firms: A Country Level Empirical Study. *Journal of International Management*, 15:1-31.
  - \* Chen, Sh., Chen, X., & Cheng, Q. (2008). Do Family Firm Provide More or Less Voluntary Disclosure?. *Journal of Accounting Research*, 46(3): 499-536.
  - \* Cheng, P., Man, P. & Yi, C. H. (2013). The impact of product market competition on earnings quality. *Accounting and Finance*, 53,137-162.
  - \* Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. *China Journal of Accounting Research*. DOI: 10.1016/j.cjar.2014.03.002.
  - \* Chrisman, J. J., Chua, J. H., Sharma, P. (2003). Current trends and future directions in family business management studies: Toward a theory of the family. *White Paper*, 1-62.
  - \* Chung, K. H., Elder, J., Kim, J. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.
  - \* Deng, B., Li, Z., & Li, Y. (2018). Foreign institutional ownership and liquidity commonality around the world. *Journal of Corporate Finance*, 51: 20-49.
  - \* Dimitropoulos, P. E., D. Asteriou. (2010). The Effect of Board Composition on the Informativeness and Quality of Annual Earnings: Empirical Evidence from Greece. *Research in International Business and Finance*, 24, 190-205.
  - \* Ebihara T, Kubota K, Takehara H, Yokota E. (2014). Market liquidity, private information, and the cost of capital: Marketmicro structure studies on family firms in Japan. *Japan and the World Economy* 32, 1-13.
  - \* Ehrhardt, Olaf and Nowak, Eric (2003). The Effect of IPOs on German Family-owned Firms: governance changes, Ownership Structure and Performance. *Journal of Small Business Management*, 41: 222-232.
  - \* Gerald j, l., Kiridaran, K., Dennis, W. (2006). Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements. [www.afaanz.org](http://www.afaanz.org).
  - \* Ho, J. L., Kang, F. (2013). Auditor choice and audit fees in family firms: Evidence