



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دهم / شماره سی‌وهفتم / بهار ۱۴۰۰

## تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تأکید بر معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی

اله کرم صالحی

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مسجدسلیمان، مسجدسلیمان، ایران (نویسنده مسئول)  
A.k.salehi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۷/۲۲ تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۲/۰۴

### چکیده

تحقیقات پژوهشگران پیشین نشان می‌دهد که وجود مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی مناسب، کمیت و کیفیت اطلاعات افشا شده توسط شرکت را افزایش داده و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. در نتیجه زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند، نقدشوندگی بازار افزایش می‌یابد. براین اساس، هدف این پژوهش، بررسی تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. بدین منظور، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۲۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ به روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب گردید. روش تحقیق کتابخانه‌ای و همبستگی می‌باشد. به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) برای اندازه‌گیری قدرت حاکمیت شرکتی از ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی و برای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام از سه شاخص متفاوت (شامل معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی) استفاده شده است. تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها به کمک رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS) و با رویکرد داده‌های تابلویی انجام شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس معیارهای سه‌گانه آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

**واژه‌های کلیدی:** قدرت حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی بازار سهام، معیار آمیهود، معیار حجم معامله، معیار شکاف قیمتی.

## ۱- مقدمه

یکی از جنبه‌های مهم سرمایه‌گذاری، نقدشوندگی می‌باشد که برای سرمایه‌گذاران اهمیت بسزایی دارد (راعی، عیوض‌لو و عباس‌زاده اصل، ۱۳۹۶). نقدشوندگی دارایی‌ها عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد (اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷). هدف نظام راهبری شرکتی، حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده (مدیر) و ذینفعان مختلف (سهامداران، اعتبار دهندگان و ...) تحقق می‌یابد. کاهش این گونه مشکلات باعث افزایش رغبت سهامداران به معامله در این بازارها گردیده و موجب افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد (یعقوب‌نژاد، رهنمای رودپشتی و ذبیحی، ۱۳۹۰).

بر اساس نظریه علامت‌دهی شرکت‌ها به منظور جذب سرمایه بیشتر در محیط رقابتی بازار سرمایه تلاش می‌کنند تا اعتماد سرمایه‌گذاران را جذب کنند. لذا، سعی می‌کنند تا با ارائه اطلاعات مالی شفاف در صحنه رقابت باقیمانده و سرمایه بیشتری را به دست آورند. سرمایه‌گذاران نیز انگیزه دارند تا با استفاده از این اطلاعات، ابهام اطلاعاتی خود را نسبت به سهام شرکت‌ها کاهش داده تا بتوانند معامله مطمئن و آگاهانه‌ای انجام دهند. در میان این اطلاعات، اطلاعات مربوط به ساز و کارهای راهبری شرکتی و نقدشوندگی سهام می‌تواند به شکل قابل توجهی ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را کاهش داده و به تبع آن نقدشوندگی بالاتری را برای سهام شرکت‌ها به همراه داشته باشد (مهرانی و نصیری فروزی، ۱۳۹۶).

تحقیقات پژوهشگرانی نظیر چن، چانگ، لی و لیاو<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) نشان می‌دهد که وجود مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی مناسب، کمیت و کیفیت اطلاعات افشا شده توسط شرکت را افزایش داده و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد. همچنین تحقیقات زیرساختی بازار نشان می‌دهند زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند، نقدشوندگی بازار افزایش می‌یابد (کاناگرتنام، لوبو و واهلن<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷).

نقدشوندگی بازار سهام بدلیل تأثیر آن بر بخش‌های مختلف برای بازارهای سهام فعال عامل کلیدی محسوب می‌شود. وجود بازار سیال هم برای کشورهای توسعه یافته و هم برای کشورهای در حال توسعه یک ضرورت است. بازار با نقدشوندگی بالا موجب تخصیص کارآ و ابزاری برای رشد اقتصادی است (بنسیوونگا، اسمیت و استار<sup>۳</sup>، ۱۹۹۶ و لوین<sup>۴</sup>، ۱۹۹۱). نقدشوندگی پیش شرط مهمی برای رشد و توسعه بازارهای مالی است (وانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳). یکی از مسائلی که بر حسب نقدشوندگی مورد بررسی قرار می‌گیرد، حاکمیت شرکتی است که در آن حاکمیت شرکتی برای افزایش اعتماد سرمایه‌گذار بصورت گسترده و عمیق بازار سرمایه را مورد توجه قرار می‌گیرد. حاکمیت شرکتی خدمات موثری برای حفاظت از حقوق سهامداران در مقابل کژرفتاری کسانی که دسترسی به اطلاعات داخلی شرکت دارند، ارائه می‌کند (الجیفی و همکاران<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). چانگ، الدر و کیم<sup>۷</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی دریافته‌اند که حاکمیت شرکتی بالا به نقدشوندگی سهام بالا منجر می‌شود. اخیراً علی، لیو و سو<sup>۸</sup> (۲۰۱۶)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در بین شرکتهای استرالیایی بررسی نمود. یافته‌های آن‌ها بر چهار بعد حاکمیت شرکتی یعنی کیفیت برند، کمیته حسابرسی، کمیته انتصابات و

کمیته پاداش متمرکز بود. بنابراین با توجه به تحقیقات بالا، در این تحقیق در نظر است به بررسی تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام پرداخته شود بدین منظور برای اندازه گیری قدرت حاکمیت شرکتی به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) از ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی استفاده می‌گردد. همچنین برای اندازه گیری نقدشوندگی از سه شاخص متفاوت استفاده می‌گردد بطور کلی در این تحقیق با استفاده از اطلاعات شرکت‌های نمونه در بورس اوراق بهادار تهران به این پرسش پاسخ داده می‌شود که آیا قدرت حاکمیت شرکتی بر اساس معیارهای ۸ گانه فوق، بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر گذار می‌باشد یا خیر؟

اهمیت تحقیق در این است که به صورت تجربی به تحلیلگران مالی، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری نشان داده شود که قدرت حاکمیت شرکت (شامل ۸ شاخص گوناگون) چگونه منجر به تغییرات نقدشوندگی (براساس سه معیار متفاوت) در شرکت می‌شود. با توجه به اهمیت موضوع و نقش آن در فرایند کسب و کار و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، اجرای تحقیق حاضر ضروری است. زیرا، در فضای ادبیات مالی کشور چنین تحقیقی با ویژگیهای ذکر شده تا کنون انجام نشده است. از جمله نوآوری‌های این پژوهش نحوه امتیازدهی قدرت حاکمیت شرکتی است که ترکیبی از مکانیزم‌های نظارتی داخلی (ویژگی‌های هیات مدیره، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و حسابرس داخلی) و مکانیزم نظارت خارجی مانند کیفیت حسابرسی می‌باشد. بویژه در تحقیقات انجام شده تا کنون تأثیر حسابرسی داخلی بر نقدشوندگی سهام بررسی نشده است. بنابراین، متغیر حسابرس داخلی به عنوان یک مکانیزم کاهش دهنده اثر نمایندگی، غنای تحقیق را افزایش داده است. این مطالعه همچنین روش‌های کاربردی برای قانون‌گذاران ارائه می‌نماید تا بدین طریق مقرراتی را تدوین کنند که به افزایش نقدشوندگی بازار سهام کمک نماید. بعلاوه، این موضوع می‌تواند به سرمایه‌گذاران و معامله‌گران برای تنظیم تصمیمات تجاری آن‌ها کمک کند و شرکت‌ها قادر خواهند بود که بدانند کدام عوامل بر نقدشوندگی بازار سهام آن‌ها تأثیر گذار می‌باشد. یافته‌های این پژوهش همچنین روش‌های کاربردی برای مدیریت فراهم می‌کند تا شرکت‌هایی که می‌خواهند نقدشوندگی سهام خود را بهبود بخشند بهترین روش‌های حاکمیت شرکتی را با هدف کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بکار گیرند.

در این پژوهش قدرت حاکمیت شرکتی با ایجاد شاخصی از ۸ عامل مربوط به هر دو مکانیزم‌های نظارتی داخلی (هیات مدیره، کمیته حسابرسی و حسابرس داخلی) و خارجی (کمیته حسابرسی) تشکیل شده است. علاوه بر این نقدشوندگی بازار سهام با استفاده از سه مختلف معیار نقدشوندگی برآورد شده است. تجزیه و تحلیل‌های رگرسیونی روی هر سه معیار متفاوت نقدشوندگی انجام شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر نقدشوندگی بازار سهام دارد. این بدان معنی است که حاکمیت شرکتی بهتر، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و به موجب آن اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش یافته و تأثیر مثبت بر نقدشوندگی بازار سهام شرکت دارد. انتظار بر این است تا نتایج این پژوهش بتواند دستاورد و ارزش افزوده علمی به شرح زیر داشته باشد:

اول این که نتایج این تحقیق می‌تواند موجب بسط مبانی نظری متون مرتبط با ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام گردد. دوم نتایج تحقیق به عنوان یک دستاورد علمی می‌تواند اطلاعات مفیدی را در اختیار

سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و مدیران جهت رسیدن به اهداف خود قرارداد دهد. سوم این که نتایج این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی برای انجام پژوهش‌های بعدی در خصوص موضوع پژوهش پیشنهاد نماید. باقیمانده مقاله بدین شکل می‌باشد: ابتدا مبانی نظری پژوهش و تدوین فرضیه‌ها در بخش ۲ بیان شده است، سپس روش شناسی پژوهش و یافته‌های پژوهش به ترتیب در بخش‌های ۳ و ۴ و در آخرین بخش نتیجه گیری و پیشنهادات ارائه گردیده است.

## ۲- مبانی نظری پژوهش و پیشینه

طبق تعریف ارائه شده از سوی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، راهبری شرکتی یا حاکمیت شرکتی، عبارت است از رویه‌ها و فرآیندهایی که طبق آن‌ها سازمان، هدایت و کنترل می‌شود. چارچوب‌های نظری متفاوتی برای توضیح و تحلیل اصول راهبری شرکتی مطرح شده است که هر یک از آن‌ها با استفاده از واژگان و ادبیات و منظر متفاوتی به موضوع اصول راهبری شرکتی پرداخته اند و ناشی از زمینه علمی خاصی هستند که از آن منظر به راهبری شرکتی می‌نگرند. از یک منظر می‌توان این نظام را رابطه مدیران با سهامداران دانست که مبانی نظری آن تئوری نمایندگی است. زمینه علمی این دیدگاه راهبری شرکتی به زمینه مالی و اقتصادی باز می‌گردد. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع، راهبری شرکتی، رابطه شرکت با تمام ذینفعان خود را در برمی‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان تئوری ذینفعان دانست. تئوری ذینفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع اصول راهبری شرکت است (مهرانی و نصیری فروزی، ۱۳۹۶). از لحاظ نظری تفاوت‌های مشخصی بین دو الگوی تئوری وجود دارد که در نگاه اول این دو تئوری را با یکدیگر سازش ناپذیر می‌سازد. لیکن با بررسی دقیق‌تر می‌توان به شباهت‌های بین این دو تئوری پی برد. به عنوان مثال، مدیران به عنوان یک گروه از ذینفعان در موضع کنترل نهایی قرار دارند چون آن‌ها دارای قدرت تصمیم‌گیری می‌باشند که به آن‌ها اجازه می‌دهد تا منابع شرکت را به صورتی موافق با ادعاهای سایر گروه‌های ذینفع، تخصیص دهند (هیل و جونز<sup>۱</sup>، ۱۹۹۲).

چندین تئوری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است که هر یک از آن‌ها با استفاده از واژگان مختلف زمینه علمی خاص و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند. به عنوان مثال، تئوری نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی، تئوری هزینه معاملات از دیدگاه اقتصادی، حقوقی و سازمانی و تئوری ذینفعان از دیدگاه اجتماعی به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند.

در تحقیقات پیشین چندین مطالعه نقدشوندگی را بر اساس تاثیر قانون و مقررات کشورهای مختلف بررسی نمودند (باکیدور و سوفانوس<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲، بروکمن و چانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۳، چانگ، ۲۰۰۶). آنها تایید کردند که محافظت از سهام داران ضعیف، دلیل تفاوت‌های نقدشوندگی در این کشورهاست. هدف اصلی حاکمیت شرکتی رفع تضاد منافع بین سهامداران اکثریت و اقلیت، بین سهامداران و مدیریت است زیرا حاکمیت شرکت منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. شرکت‌ها با حاکمیت شرکتی قوی معمولاً با سطح شفافیت عملیاتی و مالی همراه است و سطح بالای کیفیت افشای اطلاعات بر عدم تقارن اطلاعاتی کمتر و نقدشوندگی بازار سهام بالاتر دلالت دارد (چانگ، الدر و کیم، ۲۰۱۰ و الجیفی و همکاران، ۲۰۱۷). مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی که نظارت‌های

مدیریتی را افزایش می دهد منجر به بهبود محیط اطلاعاتی می گردد (البادری، گانپولوس و اسکینر<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۵). بیچوک و کوهن<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۵) نشان دادند که قدرت حاکمیت شرکت می تواند مدیریت ارشد را از مصادره ارزش شرکت محدود می سازد. وجود تمرکز مالکیت می تواند تعداد سهام عادی موجود برای معامله را کاهش دهد و در نتیجه نقدشوندگی بازار سهام از طریق فعالیت های مبادلاتی کاهش می یابد (دینگ، نیلسون و سوردی<sup>۱۴</sup>، ۲۰۱۷).

تحقیقات محدودی رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را مستند کردند (یان<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۸، دامیترسکا<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۰، بار-یوسف و پرنسیپ<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۳، چانگ، الدر و کیم، ۲۰۱۰، پرموین، جامرونونگ و جیراپورن<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۴، کامرانی و آجینا<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۵) و الجیفی و همکاران، ۲۰۱۷). یان (۲۰۰۸) دریافت که بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت وجود دارد. دامیترسکا (۲۰۱۰) نشان داد که مکانیزم های حاکمیت شرکتی روی نقدشوندگی سهام شرکت تاثیر می گذارد زیرا هزینه نمایندگی بالا، تمرکز مالکیت کم، افشای موثر مقررات و حفاظت موثر از سهامداران منجر به نقدشوندگی بیشتر می گردد. چانگ، الدر و کیم (۲۰۱۰) تاثیر مکانیسم های داخلی حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی را بررسی کردند و دریافتند که این تاثیر مثبت است. پرموین، جامرونونگ و جیراپورن (۲۰۱۴) با استفاده از داده های کشورهای نوظهور مانند تایلند این موضوع را بررسی کردند. کامرانی و آجینا (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر نقدشوندگی ۲۸۷ شرکت فرانسوی در بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ پرداختند. کار جدیدی که این پژوهش را از پژوهش های دیگر متمایز می کند این است که آن ها از شاخص های کلی به عنوان معیارهای راهبری شرکتی استفاده کرده اند. در واقع آن ها از ۵ شاخص استفاده کردند و استدلال کردند که 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 نقدشوندگی را تأیید کرد. الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام در بازار سرمایه مالزی پرداختند. آن ها در این تحقیق از معیار گوناگون برای اندازه گیری قدرت حاکمیت شرکتی و از سه معیار مختلف برای اندازه گیری نقدشوندگی سهام استفاده نمودند. یافته های تحقیق آن ها نشان می دهد که بین اثربخشی حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

النادر<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۸) رابطه میان مالکیت سهام، نقدشوندگی و سود تقسیمی در بازار سرمایه انگلستان در دوره زمانی ۲۰۰۲ الی ۲۰۱۶ بررسی کرد. با استفاده از معیارهای متفاوت نقدشوندگی نتایج نشان داد که بین سطوح بالاتر مالکیت سهام شناور آزاد (مالکیت نهادی) و سطوح نقدشوندگی سهام رابطه بیشتری (کمتری) وجود دارد. علاوه بر این، بین مالکیت نهادی و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه منفی بین سود تقسیمی و نقدشوندگی سهام بر این موضوع دلالت دارد که سرمایه گذاران با سهام نقدشونده کمتر (بیشتر) سود نقدی بیشتری (کمتری) دریافت می کنند.

مهرانی و نصیری فروزی (۱۳۹۶) به بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت و

معنادار بین دو ساز و کار راهبری شرکتی (میزان تمرکز کمیته حسابرسی و میزان استقلال اعضا هیات مدیره) و رابطه منفی و معنادار معیار دیگر راهبری شرکتی (میزان تمرکز مالکیت) با نقدشوندگی سهام است. همچنین نتایج، بیانگر وجود رابطه منفی معنادار بین مدیریت سود با نقدشوندگی است. مشکلی و امین پور (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر نوع مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام پرداختند. در این راستا صندوق‌های سرمایه‌گذاری به عنوان مالکان نهادی فعال، و بانک‌ها و شرکت‌های بیمه به عنوان مالکان نهادی منفعل در نظر گرفته شدند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مولفه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش رابطه‌ای مثبت و معنی دار وجود دارد. بنابراین حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش عدم تقارن اطلاعات و کاهش نقدشوندگی می‌شود. نتایج پژوهش همچنین نشان می‌دهد که هیچ گونه رابطه‌ای بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری و نقدشوندگی سهام وجود ندارد. نتیجه اخیر در مورد بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نیز صادق است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که در بورس اوراق بهادار تهران بین هیچ نوع از مالکان نهادی فعال و منفعل با نقدشوندگی رابطه‌ای وجود ندارد. یعقوب نژاد، رهنمای رودپشتی و ذبیحی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای به بررسی مکانیزم‌های راهبری شرکتی و تاثیر آن‌ها بر نقدشوندگی سهام طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۷ پرداختند. در این تحقیق از مدل آمیهد به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده و از بین مکانیزم‌های راهبری شرکتی چهار معیار میزان مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و تصدی همزمان دو پست هیات مدیره و مدیرعامل و ارتباط آن‌ها با نقدشوندگی سهام انجام شده است. نتایج حاصل از آن نشان‌دهنده آن است که بین تمرکز مالکیت نهادی و نسبت اعضای غیرموظف و نقدشوندگی رابطه معناداری وجود دارد و بین تمرکز مالکیت و تصدی همزمان دو پست هیات مدیره و مدیرعامل و نقدشوندگی رابطه معناداری وجود ندارد.

با توجه به مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس معیار آمیهد رابطه معناداری وجود دارد

**فرضیه دوم:** بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس شکاف قیمتی رابطه معناداری وجود دارد

**فرضیه سوم:** بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس حجم معامله سهام رابطه معناداری وجود دارد

### ۳- روش شناسی پژوهش

با توجه به این که هدف این پژوهش تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام شرکت می‌باشد، بنابراین، پژوهش حاضر از نوع تحقیقات اثباتی حسابداری است. از نظر نتیجه اجرا از نوع تحقیق‌های کاربردی، از نظر فرآیند اجرا، کمی و از نظر هدف نیز جز تحقیق‌های تحلیلی از نوع همبستگی می‌باشد. همچنین از نظر بعد زمانی نیز از نوع تحقیقات پس رویدادی بوده و از اطلاعات تاریخی شرکت‌های نمونه استفاده می‌شود. برای برآورد مدل رگرسیون و آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش‌های اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

جامعه‌ی مورد نظر در این پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره‌ی زمانی ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۶ می باشد. نمونه گیری پژوهش نیز به صورت هدفمند بوده است. بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت کل شرکت‌های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

- شرکت‌ها باید در طول سال مالی تداوم فعالیت داشته باشند.
- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه گری مالی و سرمایه گذاری نمی شود.
- شرکت‌هایی که سال مالی آنها به ۱۲/۲۹ ختم نمی شود.
- شرکت‌هایی که فاقد اطلاعات کافی برای انجام آزمون می باشند.

در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۱۲۰ شرکت در یک دوره‌ی پنج ساله شامل ۸۴۰ سال - شرکت برای این پژوهش انتخاب شدند.

در این پژوهش برای گردآوری داده‌های مورد نظر از ماهنامه‌های بورس و سایت‌های بورس و بانک مرکزی و نرم افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌ها استفاده شده است. همچنین، برای گردآوری اطلاعات مربوط به ترازنامه و صورت سود و زیان از صورت‌های مالی فراهم آمده در آرشیوهای الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار تهران (لوح‌های فشرده موسوم به آرشیو) استفاده شده است. به منظور انجام محاسبات و آماده کردن داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز پژوهش و همچنین تجزیه و تحلیل آن‌ها و برآورد پارامترهای مدل پژوهش، از نرم‌افزارهای Excel و Eviews9 استفاده شده است.

در این پژوهش متغیر وابسته، نقدشوندگی سهام است که به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) برای نقدشوندگی سهام از سه معیار بشرح زیر استفاده می شود

الف) لگاریتم طبیعی شاخص نقدینگی آمیهود<sup>۲۱</sup> ( $ILLIQ_{i,y}$ ) بشرح رابطه (۱) استفاده می گردد:

$$ILLIQ_{i,y} = \frac{1}{D_{i,y}} \sum_{t=1}^{D_{i,y}} * |R_{iyd}| / VOLD_{iyd} \quad (1)$$

که در آن:

$R_{i,y,d}$  = قدر مطلق بازده سهام شرکت  $i$  در روز  $d$  از سال  $y$

$VOLD_{i,y,d}$  = حجم معامله سهام شرکت  $i$  در روز  $d$  از سال  $y$

$D_{i,y}$  = تعداد روزهایی که سهام شرکت  $i$  در سال  $y$  معامله شده است

مقدار بالاتر این معیار بیانگر نقدشوندگی کمتر می باشد

(ب) شکاف قیمتی<sup>۲۲</sup> ( $Spread_{it}$ )

$$Spread_{it} = \frac{1}{D_{i,y}} \sum_{t=1}^{D_{i,y}} \frac{ask_i - bid_i}{(ask_i - bid_i) / 2} \quad (2)$$

 $D_{i,y}$  = تعداد روزهایی که سهام شرکت  $i$  در سال  $y$  معامله شده است $ask_i - bid_i$  = تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام(ج) حجم معامله ( $TURN_{iy}$ )

$$TURN_{iy} = \sum_{t=0}^{D_{iy}} \frac{VOL_{iy}}{N_{iy}} \quad (3)$$

 $TURN$  = حجم معامله (نسبت گردش سهام<sup>۲۳</sup>) $VOL_{iy}$  = تعداد سهام معامله شده شرکت  $i$  در سال  $y$  $N_{iy}$  = تعداد کل سهام منتشر شده شرکت  $i$  در سال  $y$ 

مقدار بالاتر این معیار بیانگر نقدشوندگی بیشتر می‌باشد

متغیر مستقل در این پژوهش قدرت حاکمیت شرکتی (CG) است که به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) از ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی بشرح جدول (۱) استفاده می‌شود که بصورت متغیر دوارزشی (Dummy) بکار برده می‌شوند و امتیاز صفر و یک به آن‌ها داد می‌شود. چنانچه امتیاز هر شرکت بیش از ۵ باشد قدرت حاکمیت شرکتی در آن بالا می‌باشد. لازم به ذکر است الجیفی و همکاران از ده ویژگی برای محاسبه قدرت حاکمیت شرکتی استفاده نمودند که دو ویژگی آن به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات آن‌ها حذف گردید.

جدول (۱): نحوه اندازه‌گیری قدرت حاکمیت شرکتی

نام متغیر	نحوه اندازه‌گیری متغیر
اندازه هیات مدیره	اگر تعداد اعضای هیات مدیره بیش از ۵ نفر باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود
استقلال هیات مدیره	اگر در ترکیب اعضای هیات مدیره عضو غیر موظف وجود داشته باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود
جلسات هیات مدیره	اگر جلسات هیات مدیره حداقل در هرماه یک جلسه باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود
تخصیص مالی هیات مدیره	اگر در ترکیب اعضای هیات مدیره عضو با تخصیص مالی وجود داشته باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود
کمیته حسابرسی	اگر شرکت دارای کمیته حسابرسی باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود
حسابرس داخلی	اگر شرکت دارای حسابرسی داخلی باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می‌شود



نام متغیر	نحوه اندازه گیری متغیر
کیفیت حسابرسی	اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می شود
تمرکز مالکیت	اگر ۱۰ درصد سهام منتشر شده به متعلق به پنج نفر از سهامداران باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر داده می شود

متغیرهای کنترلی پژوهش عبارتند از:

سودآوری (PROF) = که از نرخ بازده دارایی‌ها یعنی سودخالص تقسیم بر مجموع دارایی‌ها استفاده می شود  
 اندازه شرکت (Size) = لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها  
 اهرم مالی (Lev) = نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها  
 نوسانات قیمت سهام (Volat) = انحراف معیار قیمت سهام در پایان روز  
 معکوس قیمت سهام (1/price) = معکوس قیمت سهام در پایان سال  
 دارایی‌های مشهود (Tang) = خالص دارایی‌های مشهود تقسیم بر کل دارایی‌ها  
 برای آزمون فرضیه‌های اول الی سوم به ترتیب از مدل رگرسیونی چند متغیره (۱) الی (۳) استفاده می شود  
 مدل (۱)

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 VOLAT_{i,t} + \beta_6 1/Price_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۲)

$$Spread_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 VOLAT_{i,t} + \beta_6 1/Price_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل (۳)

$$TURN_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 PROF_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 VOLAT_{i,t} + \beta_6 1/Price_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

#### ۴- یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- آماره‌های توصیفی

در این بخش و قبل از انجام آزمون فرضیه، آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش در جدول شماره (۲) ارائه شده اند. آماره‌های مذکور شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش را ارائه می نمایند.

جدول (۲): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
معیار آمیهود	۰,۱۸	۰,۱۷	۰,۲۳	۰,۱۴	۰,۰۲	۰,۲۸
معیار شکاف قیمتی	۰,۰۶	۰,۰۵	۰,۳۰	۰,۰۰۳	۰,۲۲	-۰,۳۴
معیار حجم معامله	۰,۳۴	۰,۳۰	۰,۹۱	۰,۰۰	۰,۰۵	۰,۱۴
اندازه شرکت	۵,۹۴	۵,۸۷	۷,۹۱	۴,۴۶	۰,۷۷	۰,۴۵
نسبت دارایی مشهود	۰,۳۸	۰,۳۵	۰,۷۸	۰,۱۰	۰,۱۸	۰,۳۶
بازده دارایی	۰,۱۴	۰,۰۹	۰,۷۹	-۰,۲۵	۰,۱۷	۰,۱۰
نوسانات قیمت سهام	۰,۱۴	۰,۱۵	۰,۲۲	-۰,۰۴	۰,۰۵	-۰,۳۷
معکوس قیمت سهام	۰,۰۰۰۴	۰,۰۰۰۳	۰,۰۰۰۱	۰,۰۰۰۱	۰,۱۵	۰,۲۱
اهرم مالی	۰,۶۰	۰,۶۴	۰,۷۹	۰,۱۰	۰,۱۵	-۰,۵۰
مشاهدات	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰

متغیرهای کیفی	فراوانی کدا	فراوانی کد +	درصد فراوانی کدا	درصد فراوانی کد +
قدرت حاکمیت شرکتی	۵۶۰	۲۸۰	۰,۶۷	۰,۳۳

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین جامعه است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها می‌باشد. همان‌طور که در جدول (۲) نشان داده شده است. میانگین متغیر نقدشوندگی سهام شامل معیار آمیهود ۰,۱۸٪، معیار شکاف قیمتی ۰,۰۶٪ و معیار حجم معاملات ۰,۳۴ بوده است. یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی میانه می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانه متغیرهای مزبور به ترتیب ۰,۱۷٪، ۰,۰۹٪ و ۰,۳۰٪ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای تحقیق، متغیر معیار آمیهود و متغیر اندازه شرکت به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. معمولاً اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و در صورتی که این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به سمت چپ است. متغیر بازده دارایی کمترین عدم تقارن و اهرم مالی بیشترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند.

فراوانی قدرت حاکمیت شرکتی از مجموع ۸۴۰ مشاهده (۵۶۰ سال-شرکت) یعنی حدود ۸۰ شرکت بوده که به آنها کد ۱ اختصاص داده شد و درصد فراوانی آنها نیز حدوداً ۰,۶۷ می‌باشد. که نشان می‌دهد تقریباً مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی از نظر فیزیکی و ساختاری وجود دارند.

#### ۴-۲- نتایج آزمون نرمال بودن

در این مطالعه از آماره جارکو- برا استفاده شده است. در صورتی که آماره این آزمون در سطح خطای ۵ درصد معنادار باشد، اجزای اخلاص مدل از توزیع نرمال پیروی می‌کنند. همان‌گونه که در جدول شماره (۳) ملاحظه می‌شود، بررسی مقدار این آماره گویای آن است که فرض نرمال بودن جزء اخلاص پس از حذف نقاط پرت برقرار است.

جدول (۳) نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق

نام متغیر / آزمون	باقی مانده مدل	معیار آمیهود	معیار شکاف قیمتی	معیار حجم معامله
آماره آزمون Jarque-Bera	۰,۴۳	۱,۲۱	۰,۱۹	۱,۷۴
p.v	۰,۸۰	۰,۵۶	۰,۹۰	۰,۴۱

#### ۴-۳- نتایج آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب برآورد

قبل از برآورد مدل‌ها لازم است تا از آزمون چاو (F لیمر) استفاده شود. این آزمون تعیین کننده‌ی استفاده از مدل Pooled یا مدل اثرات ثابت است. اگر آماره‌ی F در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار باشد، فرضیه‌ی صفر (مدل Pooled) رد می‌شود و مدل اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون چاو در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول (۴) نتایج آزمون چاو (F لیمر)

آزمون چاو	مدل	آماره F	p-v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
$H_0$ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل اول	۷۵۸,۶۱	۰,۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
$H_0$ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل دوم	۴,۱۵	۰,۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
$H_0$ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	مدل سوم	۲۰,۶۴	۰,۰۰	$H_0$ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
آزمون‌ها سمن	مدل	Chi.sq	p.v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
عدم ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	مدل اول	۱۳,۱۵	۰,۰۶۸	$H_0$ رد نمی‌شود	اثرات تصادفی
وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	مدل دوم	۱۶,۱۱	۰,۰۲	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت
وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	مدل سوم	۴۸,۸۴	۰,۰۰	$H_0$ رد می‌شود	اثرات ثابت

همان‌طور که در جدول (۴) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F هر سه مدل روش مورد نیاز برای تخمین مدل‌های پژوهش استفاده از داده‌های تابلویی است (سطح خطا کوچکتر از ۵٪). لذا برای تعیین روش اثرات ثابت یا

تصادفی از آزمون‌هاست استفاده شده است. از آنجا که احتمال آزمون‌هاست در مدل اول تحقیق بیشتر از ۵٪ است، لذا نوع مدل منتخب "مدل اثرات تصادفی" خواهد بود و با توجه به این که احتمال دو مدل دوم و سوم مزبور کمتر از ۵٪ است نوع مدل منتخب "مدل اثرات ثابت" می‌باشد.

#### ۴-۴- آزمون همسانی واریانس

نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس باقی‌مانده‌های مدل‌های تحقیق با استفاده از آزمون بریش پاکان در جدول (۵) قابل مشاهده است.

جدول (۵): نتایج آزمون همسانی واریانس باقیمانده‌های مدل رگرسیون

شرح مدل	بروش پاکان	گلجسر	وایت	لاگرائز	نتیجه	روش منتخب
مدل اول	F آماره	۵,۰۱	۴,۴۸	۵,۱۴	۳۴,۸۶	ناهمسانی واریانس
	p.v	۰,۰۰	۰,۰۲	۰,۰۰	۰,۰۰	
مدل دوم	F آماره	۱,۴۸	۱,۶۷	۱,۲۴	۸,۶۹	همسانی واریانس
	p.v	۰,۱۷	۰,۱۱	۰,۲۷	۰,۲۷	
مدل سوم	F آماره	۱۹,۸۸	۸۰,۷۹	۲۰,۰۶	۱۲۱,۳۳	ناهمسانی واریانس
	p.v	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۰۰	

همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود از آنجایی که سطح خطای آزمون‌های مذکور در مدل اول و سوم تحقیق از ۵٪ کوچکتر می‌باشد لذا آماره‌های آزمون نشان دهنده ناهمسانی واریانس بوده و سطح معنی داری آنها فرض صفر این آزمون مبنی بر همسانی واریانس را تایید نکرده‌اند. به بیان دیگر، باقی مانده‌های حاصل از تخمین مدل تحقیق، دارای واریانس ثابت نبوده است. در این گونه موارد باید از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (EGLS)، رگرسیون را تخمین زد. اما در مدل دوم با توجه به اینکه سطح خطا از ۵٪ بزرگتر است لذا روش تخمین با استفاده از حداقل مربعات معمولی (OLS) و با رویکرد داده‌های تابلویی خواهد بود.

#### ۴-۵- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش و تحلیل آن

##### نتایج آزمون فرضیه اول

نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی در جدول (۶) به شرح زیر بیان می‌شود:

جدول (۶): نتایج تخمین مدل پژوهش (۱) در سطح داده‌های ترکیبی به روش EGLS

$ILLIQ_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 LEVE_{it} + \beta_5 VOLAT + \beta_6 \frac{1}{Price_{it}} + \beta_7 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	$\alpha$	۰,۱۷	۷,۵	۰,۰۰	
قدرت حاکمیت شرکتی	CG	۰,۰۵	۲,۴۳	۰,۰۱	۱,۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۲	۲,۳۳	۰,۰۲	۱,۰۴
سودآوری	PROF	۰,۰۲	۳,۴۳	۰,۰۰	۱,۰۱
اهرم مالی	LEVE	-۰,۰۶	-۲,۱۶	۰,۰۳	۱,۰۱
نوسانات قیمت سهام	VOLAT	-۰,۰۴	-۲,۵۰	۰,۰۰	۲,۹۸
معکوس قیمت سهام	1/Price	-۰,۰۷	-۲,۰۵	۰,۰۴	۱,۰۱
نسبت دارایی ثابت	Tang	۰,۰۰۱	۱,۲۳	۰,۲۱	۲,۹
ضریب تعیین تعدیل شده R <sup>2</sup>		۰,۴۶			
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۲۲,۶۳ (۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون		۱,۷۸			

همان‌گونه که در جدول شماره (۶) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R<sup>2</sup>) ۰,۴۶ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۱/۷۸ بیانگر عدم خود همبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می‌باشد. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. فرضیه اول: "بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس معیار آمیهود رابطه معناداری وجود دارد."

با توجه به نتایج جدول (۶) آماره t مربوط به متغیر مستقل قدرت حاکمیت شرکتی (CGO) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲/۴۳ و ۰/۰۱ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۵ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر قدرت حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر نقدشوندگی بازار سهام (بر اساس معیار آمیهود) داشته لذا فرضیه‌ی اول پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (CGO) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع رابطه‌ی بین این دو متغیر مثبت و مستقیم می‌باشد.

## نتیجه‌ی آزمون مدل دوم پژوهش:

نتایج مدل دوم پژوهش به شرح جدول (۷) بیان شده است.

جدول (۷): نتایج آزمون مدل پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش OLS

$Spread_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 LEVE_{it} + \beta_5 VOLAT + \beta_6 \frac{1}{Price_{it}} + \beta_7 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	علامت اختصاری	ضرایب	تی-استیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	$\alpha$	۰,۱۱	۴,۳۵	۰,۰۰	
قدرت حاکمیت شرکتی	$CG$	۰,۰۹	۲,۱۵	۰,۰۳	۱,۰۵
اندازه شرکت	$SIZE$	۰,۰۲	۲,۹۲	۰,۰۰	۱,۰۴
سودآوری	$PROF$	۰,۰۱	۳,۸۴	۰,۰۰	۱,۰۱
اهرم مالی	$LEVE$	-۰,۰۱	-۲,۰۷	۰,۰۴	۱,۰۱
نوسانات قیمت سهام	$VOLAT$	-۰,۰۸	-۲,۴۸	۰,۰۱	۲,۹۸
معکوس قیمت سهام	$1/Price$	-۰,۰۳	-۲,۰۹	۰,۰۳	۱,۰۱
نسبت دارایی ثابت	$Tang$	۰,۰۹	۱,۰۷	۰,۲۸	۲,۹۹
ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		۰,۴۴			
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۳۴,۵۱ (۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون		۲,۲۱			

همان‌گونه که در جدول شماره (۷) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۴۴ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۴۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۲/۲۱ بیانگر عدم خود همبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می‌باشد. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل دوم با هم مشکل همخطی شدید ندارند.

فرضیه دوم: " بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس معیار شکاف قیمتی رابطه معناداری وجود دارد "

با توجه به نتایج جدول (۷) آماره  $t$  مربوط به متغیر مستقل قدرت حاکمیت شرکتی (CGO) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۲/۱۵ و ۰/۰۳ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۹ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر قدرت حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر

نقدشوندگی بازار سهام (بر اساس معیار شکاف قیمتی) داشته لذا فرضیه‌ی دوم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (CGO) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع رابطه‌ی بین این دو متغیر مثبت و مستقیم می‌باشد.

### نتیجه‌ی آزمون مدل سوم پژوهش

نتایج مدل سوم پژوهش به شرح جدول (۸) بیان شده است.

جدول (۸): نتایج آزمون مدل سوم پژوهش در سطح داده‌های ترکیبی به روش ECLS

$TURN_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 PROF_{it} + \beta_4 LEVE_{it} + \beta_5 VOLAT + \beta_6 \frac{1}{Price_{it}} + \beta_7 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	علامت اختصاری	ضرایب	تی-آستیودنت	سطح خطا	VIF
عرض از مبدأ	$\alpha$	۰,۰۲	۲,۱۳	۰,۰۳	
قدرت حاکمیت شرکتی	CG	۰,۱۰	۳,۳۱	۰,۰۰	۱,۰۵
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۴	۲,۱۵	۰,۰۳	۱,۰۴
سودآوری	PROF	۰,۰۵	۲,۸۲	۰,۰۰	۱,۰۱
اهرم مالی	LEVE	-۰,۰۸	-۱,۹۷	۰,۰۴	۱,۰۱
نوسانات قیمت سهام	VOLAT	-۰,۰۲	-۲,۰۸	۰,۰۳	۲,۹۸
معکوس قیمت سهام	1/Price	-۰,۰۴	-۲,۰۱	۰,۰۴	۱,۰۱
نسبت دارایی ثابت	Tang	۰,۰۳	۱,۱۰	۰,۲۶	۲,۹۹
ضریب تعیین تعدیل شده $R^2$		۰,۴۹۸			
F رگرسیون (سطح خطا)		۱۸۶,۳۲ (۰,۰۰۰)			
دوربین واتسون		۲,۰۱			

همان‌گونه که در جدول شماره (۸) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F مدل با سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است. بنابراین، متغیرهای مستقل و کنترلی توانایی توضیح متغیر وابسته را دارند. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ) ۰,۴۹۸ است. این عدد نشان می‌دهد که تقریباً ۵۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را می‌توان به متغیرهای مستقل و کنترلی نسبت داد. برای بررسی خود همبستگی باقیمانده‌های مدل رگرسیون از آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. نتایج این آزمون با آماره ۲/۰۱ بیانگر عدم خود همبستگی مرتبه اول در مقادیر خطای مدل می‌باشد. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. فرضیه سوم: " بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام بر اساس معیار حجم معامله رابطه معناداری وجود دارد "

با توجه به نتایج جدول (۸) آماره  $t$  مربوط به متغیر مستقل قدرت حاکمیت شرکتی (CGO) و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۳/۳۱ و ۰/۰۰ بوده و ضریب آن نیز ۰/۱۰ می‌باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۰/۰۵ بوده است، بنابراین متغیر قدرت حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر نقدشوندگی بازار سهام (بر اساس معیار حجم معامله) داشته لذا فرضیه‌ی سوم پژوهش مورد تأیید قرار می‌گیرد. ضریب متغیر (CGO) مثبت می‌باشد. در نتیجه، نوع رابطه‌ی بین این دو متغیر مثبت و مستقیم می‌باشد.

## ۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادات

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ می‌باشد. برای این منظور سه فرضیه با معیارهای مختلف نقدشوندگی سهام طراحی شد. برای اندازه‌گیری قدرت حاکمیت شرکتی به پیروی از الجیفی و همکاران (۲۰۱۷) از هشت ویژگی حاکمیت شرکتی استفاده گردید. نتایج نشان داد که بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام با هر سه معیار رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. این نتایج حاکی از آن است که شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی بالا، دارای نقدشوندگی سهام بالایی هستند. همچنین با بالاتر رفتن کیفیت حاکمیت شرکتی تعداد دفعات معامله سهام و حجم معاملات سهام نیز افزایش می‌یابد که این موضوع بیانگر افزایش نقدشوندگی سهام می‌باشد. علت این امر می‌تواند این باشد که با افزایش حاکمیت شرکتی به علت نظارت بیشتر مدیریت شرکت توسط سهامداران اطلاعات شرکت بیشتر، بهتر و به موقع تر در اختیار سهامداران قرار می‌گیرد و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از آن، سهامداران با اعتماد بیشتری به خرید و فروش سهام می‌پردازند که این منجر به بالا رفتن تعداد و حجم معاملات می‌گردد و به تبع آن نقدشوندگی سهام نیز افزایش می‌یابد. این موضوع منطبق بر نظریه علامت‌دهی است. به موجب این نظریه شرکت‌ها به منظور جذب سرمایه بیشتر در محیط رقابتی بازار سرمایه تلاش می‌کنند تا اعتماد سرمایه‌گذاران را جذب کنند. لذا سعی می‌کنند تا با ارائه اطلاعات مالی شفاف در صحنه رقابت باقیمانده و سرمایه بیشتری را به دست آورند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران نیز انگیزه دارند تا با استفاده از این اطلاعات، ابهام اطلاعاتی خود را نسبت به سهام شرکت‌ها کاهش داده تا بتوانند معامله مطمئن و آگاهانه‌ای انجام دهند. در میان این اطلاعات، اطلاعات مربوط به ساز و کارهای راهبری شرکتی و نقدشوندگی سهام می‌تواند به شکل قابل توجهی ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه‌گذاران را کاهش داده و به تبع آن نقدشوندگی بالاتری را برای سهام شرکت‌ها به همراه داشته باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش الجیفی و همکاران، (۲۰۱۷) و کامرانی و آجینا (۲۰۱۵) همخوانی دارد.

با توجه نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش، به سرمایه‌گذارانی که به دنبال سهامی با نقدشوندگی بالا هستند پیشنهاد می‌شود با مطالعه و بررسی صورت‌های مالی و گزارشات مجمع شرکت‌ها در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری نمایند که سازوکار حاکمیت شرکتی آن‌ها قدرتمند، مترقی و با کیفیت تر باشد. همچنین، به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌ها را ملزم کنند به منظور افزایش محتوای اطلاعاتی و شفافیت گزارشگری



صورت‌های مالی خود، اطلاعات مربوط به معیارهای حاکمیت شرکتی را بنحومناسب افشا نمایند تا سرمایه‌گذاران بتوانند از این اطلاعات برای تصمیم‌گیری‌های خود استفاده نمایند.

### فهرست منابع

- \* اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سارنج، علیرضا (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵ شماره ۴، صص ۱۶-۳.
- \* راعی رضا، عیوض لو رضا و عباس زاده اصل، امیرعلی (۱۳۹۶). بررسی رابطه عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل‌های ریزساختار بازار، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۱۰، شماره ۳۴، صص ۱۳-۲۴.
- \* مشکئی، مهدی و امین پور، آریا (۱۳۹۵). بررسی تاثیر نوع مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ماهنامه پژوهش‌های مدیریت و حسابداری، شماره بیست و پنج، صص ۱۲۲-۱۰۶.
- \* مهرانئی، کاوه و نصیری فروزی، علیرضا (۱۳۹۶). بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۱، پیاپی ۲۸، صص ۲۷-۷.
- \* یعقوب نژاد، احمد، رهنمای رودپشتی، فریدون و ذبیحی، علی (۱۳۹۰). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۱۷۳-۱۵۷.
- \* Al-Jaifi, Hamdan Amer, Al-rassas, Ahmed Hussein and AL-Qadasi, Adel Ali, (2017). Corporate governance strength and stock market liquidity in Malaysia, International Journal of Managerial Finance, <https://doi.org/10.1108/IJMF-10-2016-0195>
- \* Ali, S., Liu, B. and Su, J.J. (2016). What determines stock liquidity in Australia?, Applied Economics, Vol. 48(35): 3329-3344.
- \* Amihud, Y., (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects. J. Financ. Mark. 5 (1), 31-56.
- \* Bacidore, J.M. and Sofianos, G. (2002). Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-US stocks, Journal of Financial Economics, Vol. 63(1):133-158.
- \* Bar-Yosef, S. and Prencipe, A. (2013). The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market, Journal of Accounting, Auditing & Finance, Vol. 28(3):292-316.
- \* Bebchuk, L.A. and Cohen, A. (2005). The costs of entrenched boards, Journal of Financial Economics, Vol. 78(2):409-433.
- \* Bencivenga, V.R., Smith, B.D. and Starr, R.M. (1996). Liquidity of secondary capital markets: allocative efficiency and the maturity composition of the capital stock, Economic Theory, Vol. 7(1):19-50.
- \* Brockman, P. and Chung, D.Y. (2003). Investor protection and firm liquidity, The Journal of Finance, Vol. 58(2): 921-937.

- \* Chen, W.P, Chung, H, Lee, C , and Liao, W-L., (2007). Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P Transparency and Disclosure. Working paper. <http://ssrn.com>
- \* Chung, H. (2006). Investor protection and the liquidity of cross-listed securities: evidence from the ADR market, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 30(5): 1485-1505, doi: 10.1016/j.jbankfin.2005.03.021
- \* Chung, K.H., Elder, J. and Kim, J.-C. (2010). Corporate governance and liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45(2):265-291.
- \* Ding, M., Nilsson, B., & Suardi, S. (2017). Foreign institutional investment, ownership, and liquidity: Real and informational frictions. *The Financial Review*, 52: 101-144.
- \* Dumitrescu, A. (2010). Corporate governance and market liquidity, *Financial Accounting and Reporting Research*, Vol. 48: 423-471.
- \* Elbadry, A., Gounopoulos, D. and Skinner, F. (2015). Governance quality and information asymmetry, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, Vol. 24(2/3): 127-157.
- \* El-Nader, Ghaith (2018). Does stock ownership impact liquidity and dividends?. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(3): 111-121.
- \* Eslami Bidgoli, Gholamreza and Sarenj Alireza (2009). Portfolio Selection Using Return Mean, Return Standard Deviation and Liquidity in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting and Auditing Review*, Vol. 15(4):3-16. (In Persian)
- \* Hill, C.W.L. and Jones, T.M. (1992) Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29: 131-154
- \* Kanagaretnam, Kiridaran, Lobo, Gerald J. and Whalen, Dennis J.(2007). Does good corporate governance reduce information Asymmetry around quarterly earnings nouncements? *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol. 26(4): 497-522.
- \* Karmani, M., Ajina, I. (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
- \* Levine, R. (1991). Stock markets, growth, and tax policy, *The Journal of Finance*, Vol. 46(4):1445-1465.
- \* Mehrani Kaveh and Nasiri Farvazi, Alireza (2016). Impact of Corporate Governance and Earning Management on Liquidity in Companies in the Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting Knowledge*, Vol. 8,1(28):7-27. (In Persian)
- \* Meshki, Mehdi and Aminpour, Areia (2016). Investigating the effect of ownership type of institutional investors on stock liquidity in listed Companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of Management and Accounting Researches*, No. 25: 122-106. (In Persian)
- \* Prommin, P., Jumreornvong, S. and Jiraporn, P. (2014). The effect of corporate governance on stock liquidity: the case of Thailand, *International Review of Economics & Finance*, Vol. 32:132-142.
- \* Raei; Reza, Eivazlu; Reza and Abbaszadeh As,l Amir ali(2017). Investigation on relation between information asymmetry and liquidity via market microstructures model in Tehran Stock Exchange, *Financial Knowledge of Securities Analysis*, Vol. 10(34):13-24. (In Persian)
- \* Wang, J. (2013). Liquidity commonality among Asian equity markets, *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.21 (1):1209-1231.
- \* Yaghoobnezhad Ahmad, Rahnamaie Roodposhti, Fareidoon and Zabihi, Ali (2011). The Effect of Corporate Governance Mechanisms on Stock Liquidity in Tehran Stock Exchange, *Quarterly Journal of Securities Exchange*, Vol. 4(13):157-173.(In Persian) Yun, H. (2008). The choice of corporate liquidity and corporate governance, *Review of Financial Studies*, Vol. 22(4): 1447-1475.

## یادداشت‌ها

---

- <sup>1</sup> Chen, Chung, Lee and Liao
- <sup>2</sup> Kanagaretnam, Lobo and Whalen
- <sup>3</sup> Bencivenga, Smith, and Starr
- <sup>4</sup> Levine
- <sup>5</sup> Wang
- <sup>6</sup> Al-Jaifi, Al-rassas and AL-Qadasi
- <sup>7</sup> Chung, Elder and Kim
- <sup>8</sup> Ali, Liu and Su
- <sup>9</sup> Hill and Jones
- <sup>10</sup> Bacidore and Sofianos
- <sup>11</sup> Brockman and Chung
- <sup>12</sup> Elbadry, Gounopoulos and Skinner
- <sup>13</sup> Bebchuk and Cohen
- <sup>14</sup> Ding, Nilsson and Suardi
- <sup>15</sup> Yun
- <sup>16</sup> Dumitrescu
- <sup>17</sup> Bar-Yosef and Prencipe
- <sup>18</sup> Prommin, Jumreornvong and Jiraporn
- <sup>19</sup> Karmani and Ajina
- <sup>20</sup> El-Nader
- <sup>21</sup> Natural logs of Amihud's measure
- <sup>22</sup> Bid-ask spread
- <sup>23</sup> Share turnover ratio