Archive of SID

فصلنامه علمی پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری
سال دوم، تابستان ۱۴۰۰– شماره ۳
صفحات ۲۹– ۱
نوع مقاله: پژوهشی

بررسی رابطه بین نقدشوندگی و تمرکز مالکیت شرکت‌ها با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی

شکراله خواجوی[۱]
غلامرضا رضایی[۲]
امیر صفایی[۳]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۱۷
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۳۰
شناسه دیجیتال: 10.30495/AFI.2021.1939936.1045

چکیده

نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین عوامل در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است. لذا، هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی است. از این‌رو، پژوهش حاضر در پی یافتن پاسخی برای این پرسش است که: آیا بین تمرکز مالکیت، حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی رابطه معناداری وجود دارد؟ جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری شامل ۱۴۵ شرکت است. از تحلیل آماری رگرسیون با بکارگیری نرم‌افزارهای SPSS-22 و Eviews-9 برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان‌دهنده آن است که بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی مثبت و معنادار است. همچنین، نتایج پژوهش بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی را تعدیل می‌کند.

کلیدواژه‌ها: تمرکز مالکیت، نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی، استقلال هیأت مدیره، هزینه‌های حسابرسی.
طبقه‌بندی موضوعی: G34, M41.

[۱] - گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران، (نویسنده مسئول) shkajavi@rose.shirazu.ac.ir
۲ – گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران rezaac.1990@acc.usb.ac.ir
۳ – گروه حسابداری و مدیریت مالی، واحد مرودشت، دانشگاه آزاد اسلامی، مرودشت، ایران amirsafa@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

۱. مقدمه

نقدشوندگی یک موضوع مهم برای اوراق بهادار معامله شده، در بازارهای مالی است (یی، ژوو و ژانگ[1]، ۲۰۲۰؛ صالحی، ۱۴۰۰). یک سطح مطمئن از نقدشوندگی، برای اوراق بهادار لازم است تا به موقع و بدون هیچ گونه کاهش قیمت در حجم مورد نظر معامله شوند. در رابطه با نقدشوندگی بازار سهام می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران به بازارهایی روی می‌آوردند که از نقدشوندگی بیشتری برخوردار باشد و این مقوله از عوامل مهم در رشد و توسعه بازارها محسوب می‌شود و اکثر سرمایه‌گذاران با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. به‌گونه کلی، هرقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهام کمتر باشد، آن سهام برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت (سان و گائو[2]، ۲۰۲۰). نقدشوندگی به چگونگی سهولت خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار در بورس، بدون این که مجبور به تغییر قیمت آن شویم، اشاره دارد. بدین معنی که اگر بتوان سهمی را در بازار خریداری کرد و بلافاصله آن را با همان قیمت خرید یا به قیمتی نزدیک به آن قیمت فروخت، بازار آن سهام کاملاً نقدشونده است.

یکی از عواملی که می‌تواند نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها را دستخوش خود قرار دهد، ترکیب سهامداران شرکت‌ها است (محمدزاده، ۱۳۹۹). به بیان دقیق‌تر، وجود سهامداران عمده در یک شرکت می‌تواند نقدشوندگی سهام آن را تحت تأثیر خود قرار دهد؛ چرا که بر اساس فرضیه انتخاب نامطلوب، سهامداران بزرگ معمولاً از مزیت اطلاعاتی بیشتری نسبت سهامداران خرد برخوردار هستند. این موضوع (عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامدارن عمده و خرد)، اعتماد سهامداران خرد را نسبت به شرکت سلب می‌کند و باعث می‌شود که سهامداران خرد نگرشی نسبت به سرمایه‌گذاری در سهام چنین شرکت‌هایی نداشته باشند. با این حال، هدف اصلی از اقدامات مدیریت، کنترل بخش‌های حیاتی شرکت و امید به پیشرفت عملکرد شرکت‌ها است. با این حال، به دلیل جدایی مالکیت از مدیریت، بین مدیران و سهامداران تضاد منافع وجود دارد. از این رو، مدیران به دنبال اتخاذ تصمیم‌هایی هستند تا منفعت خود را حداکثر و یا ریسک خود را به هزینه تأمین‌کنندگان سرمایه حداقل نمایند (جنسن و مک‌لینگ[3]، ۱۹۷۶). مشکل اصلی در این‌گونه مسائل، عدم تقارن اطلاعات میان سطوح مختلف

[1] Ye, Zhou and Zhang
[2] Sun and Gao
[3] Jensen and Meckling

www.SID.ir

Archive of SID

مالکیت و صاحبان قدرت (مدیران) است (زلنیوک و ژکا[1]، ۲۰۰۶). تاکنون روش‌های گوناگونی به منظور مقابله با این تعارض معرفی شده است که از مشهورترین آن‌ها موضوع حاکمیت شرکتی است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). هم‌اکنون در نظریه‌های مدیریت، حاکمیت شرکتی به عنوان عاملی تأثیرگذار بر عملکرد سازمان مورد توجه قرار گرفته است (برنان و سلومون[2]، ۲۰۰۸).

سیستم حاکمیت شرکتی ضعیف در کشورهای آسیایی اغلب به عنوان یکی از عوامل کلیدی در کاهش رشد بازارهای سهام و شرکت‌های بورسی در طول بحران مالی شناخته شده است (جاهنسن و همکاران[3]، ۲۰۰۰؛ لمن و لینس[4]، ۲۰۰۳؛ سان و گائو، ۲۰۲۰). از آن زمان، اشکال مختلفی به ترویج بهتر حاکمیت شرکتی از سوی بسیاری از بخش‌ها، از جمله سازمان‌های بین‌المللی، دولت‌ها، قانون‌گذاران بازار و سازمان بورس اوراق بهادار مأمور شده‌اند. حاکمیت شرکتی شامل سازوکارهای درونی و بیرونی جهت کاهش مشکلات نمایندگی بین سهامداران و مدیران با توجه به جدایی بین مالکیت و مدیریت است (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). با این حال، چنین تعریفی از مشکلات نمایندگی به نظر می‌رسد در شرکت‌هایی که دارای مالکیت سهام پراکنده هستند، معنا پیدا می‌کند. در شرکت‌هایی با ساختار مالکیت متمرکز، مشکلات نمایندگی ممکن است بین سهامداران کنترلی و سهامداران اقلیت به وجود آید که در چنین مواردی سهامداران کنترلی منافع خود را به هزینه سهامداران اقلیت تأمین می‌کنند (شلیفر و ویشنی[5]، ۱۹۹۷). بر اساس بحث‌های مطرح شده در بالا، می‌توان انتظار داشت که تمرکز مالکیت، نقدشوندگی سهام شرکت را دستخوش خود قرار دهد، اما وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند در این خصوص سودمند واقع شود و ارتباط بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی را تعدیل نماید. به همین منظور و با توجه به موارد پیش گفته، پژوهش حاضر به بررسی و تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام شرکت می‌پردازد.

اکثر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت)، سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند (مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۸). سرمایه‌گذاران با عنایت به بازده و ریسک، سرمایه‌گذاری می‌کنند. یکی از عوامل مؤثر بر ریسک، قابلیت نقدشوندگی است. هر چه قابلیت نقدشوندگی یک سهم کمتر باشد، آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کمتری خواهد داشت، مگر

[1] Zelenyuk and Zheka
[2] Brennan and Solomon
[3] Johnson et al.
[4] Lemmon and Lins
[5] Shleifer and Vishny

www.SID.ir

Archive of SID

این که بازده بیشتری عاید دارنده آن گردد (یعقوب‌نژاد و ذبیحی، ۱۳۹۰). بنابراین، مدیران شرکت‌ها سعی بر آن دارند تا سهام شرکت خود را به لحاظ نقدشوندگی بهبود بخشند. همچنین، سهامداران شرکت‌ها نیز علاقه‌مند به این موضوع هستند که میزان نقدشوندگی سهام شرکت افزایش یابد. در نتیجه، شناسایی عواملی که می‌تواند بر نقدشوندگی سهام شرکت تأثیر داشته باشد، از اهمیت بسزایی برخوردار است. پژوهش حاضر نیز در همین راستا صورت خواهد پذیرفت تا نقش تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی را در تعامل با یکدیگر بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بررسی کند؛ بنابراین، اجرای آن از اهمیت بسزایی برخوردار است.

نوآوری این پژوهش آن است که علی‌رغم بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها، نقش تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی 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 تأثیر تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها است. شواهد تجربی موجود حاکی از وجود چنین تأثیری بوده و آن را تصدیق می‌کند؛ بنابراین، این مقاله باید از شواهد اضافی بر اساس شرایط مختلف بهره‌مند شود و بر ادبیات پژوهش بیفزاید. در وهله اول این مطالعه شواهدی مرتبط با یکی از بازارهای در حال ظهور که دارای ویژگی‌های متمایز است، ارائه می‌کند. بورس اوراق بهادار تهران دارای تعدادی ویژگی است که آن را از بازارهای سرمایه کشورهای توسعه یافته متمایز می‌سازد؛ اول، ساختار مالکیت در ایران نسبت به کشورهای توسعه یافته در طول زمان بسیار پایدار است. بسیاری از سهامداران بزرگ، اعضای خانواده هستند که با شرکت به صورت دائمی باقی می‌مانند. بنابراین، مالکیت در ایران را می‌توان به طور گسترده از پیش تعیین شده در نظر گرفت و لذا کمتر احتمال دارد که درونی باشد. دوم، برخلاف کشورهای توسعه یافته، ساختار مالکیت در ایران بسیار متمرکز است و به عنوان مثال تقریباً دو تا شش برابر شرکت‌های آمریکایی است. سوم، نقدشوندگی بالا باعث کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود. بنابراین، نقدشوندگی بالا در کشورهای توسعه یافته که شرکت‌ها متکی به تأمین مالی از طریق بازار سرمایه هستند، بسیار مهم است. برعکس، شرکت‌های ایرانی بخش مهمی از سرمایه خود را از طریق وام‌های بانکی دریافت می‌کنند که این موضوع احتمالاً از نقدشوندگی بازار سهام می‌کاهد. افزون‌بر این، آگاهی از حاکمیت شرکتی در ایران تنها در دهه گذشته تشدید شده است. لذا برخلاف کشورهای توسعه یافته نظیر آمریکا، در ایران حاکمیت شرکتی کمتر مورد توجه بوده است.

www.SID.ir

Archive of SID

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

تمرکز مالکیت عبارتست از توزیع سهام بین سهامداران مختلف شرکت؛ هر چه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود (جهانخانی و قربانی، ۱۳۸۴). همچنین، نقدشوندگی را به‌عنوان توانایی بازار در جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان بیش از اندازه در قیمت تعریف کرده‌اند (سعیدی و دادار، ۱۳۸۶). چند استدلال نظری وجود دارد که نشان می‌دهد تمرکز مالکیت تأثیر قابل‌توجهی بر نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها دارد. به‌عنوان نمونه، مالکیت متمرکز به‌گونه بالقوه هزینه‌بر است؛ چرا که سهامداران بزرگ ممکن است اطلاعات خصوصی در مورد ارزش شرکت داشته باشند که این موضوع بر تصمیم‌گیری‌های مدیریتی اثرگذار است (استاگلیانو و همکاران[۱]، ۲۰۱۸). بازارهای سهامی که دارای نقدشوندگی است، تمایل به تجارت با تجار آگاه دارد؛ این موضوع خود باعث بهبود نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود (گلوستن و میلگروم[۲]، ۱۹۸۵). افزون‌بر این، مالکیت متمرکز دلالت بر تعداد کمتر سهامداران دارد که این موضوع تناوب معاملات کمتر و در نتیجه نقدشوندگی کمتر سهام را در پی خواهد داشت (پرومین و همکاران[۳]، ۲۰۱۶؛ سان و گائو، ۲۰۲۰؛ جانگ و چوی[۴]، ۲۰۲۱). هم‌چنین، وجود سهامداران عمده می‌تواند به ایجاد مشکلات ناشی از انتخاب نامطلوب منجر شود؛ در صورتی که شرکت با مشکلات ناشی از انتخاب نامطلوب مواجه شود، به دلیل عدم تمایل بازار به این دسته از شرکت‌ها، طبیعتاً از میزان نقدشوندگی سهام آن در بازار کاسته می‌شود (گلوستن و میلگروم، ۱۹۸۵؛ استاگلیانو و همکاران، ۲۰۱۸). افزون‌بر این، در کشورهایی (مشابه ایران) که میزان تمرکز مالکیت بالا است، انگیزه‌های کمتر برای افزایش شفافیت وجود دارد که این موضوع منجر به محافظت ضعیف از سرمایه‌گذاران و افزایش هزینه‌های نمایندگی برای سهامداران اقلیت می‌شود. در نتیجه، سرمایه‌گذاران بیرونی ممکن است از شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا دلسرد شده و لذا نقدشوندگی بازار سهام آن کاهش یابد (لیآنو و پدرازا[۵]، ۲۰۱۸).

با وجود این استدلال نظری، شواهد تجربی در این خصوص قطعی نیست (پرومین و همکاران، ۲۰۱۶). تعدادی از مطالعات این موضوع را در بازار سهام ایالات متحده بررسی کرده‌اند (کینی و میان[۶]، ۱۹۹۵؛ سارین و همکاران[۱]، ۱۹۹۶؛ هفلین و شاو[۲]، ۲۰۰۰؛ دنیس و وستون[۳]، ۲۰۰۱؛ روبین[۴]،

[1] Stagliano et al.
[2] Glosten and Milgrom
[3] Prommin et al.
[4] Jung and Choi
[5] Leano and Pedraza
[6] Kini and Mian

www.SID.ir

Archive of SID

۲۰۰۷)؛ اما نتایج بدست آمده از آنها بعضاً مغایر با یکدیگر است. به‌عنوان نمونه، نتایج پژوهش هفلین و شاو (۲۰۰۰)، نشان‌دهنده وجود رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی است. با این حال، شواهد موجود در پژوهش کینی و میان (۱۹۹۵) و محمد زاده (۱۳۹۹) عکس این موضوع را نشان داده است. پرومین و همکاران (۲۰۱۶) نیز در مطالعه خود رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی را نشان دادند. بازارهای سهام ایالات متحده، بازارهایی پیچیده و در آنها حاکمیت شرکتی به نسبت قوی است. با این حال، مطالعه چندانی در اقتصادهای در حال ظهور که رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی را بررسی کرده باشد، وجود ندارد (پرومین و همکاران، ۲۰۱۶).

از طرف دیگر، عامل مهم دیگری که می‌تواند نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها را دستخوش خود قرار دهد، حاکمیت شرکتی است (پرومین و همکاران، ۲۰۱۶). حاکمیت شرکتی شامل رویه‌ها و روش‌هایی است که منجر به پشتیبانی از منافع سهامداران و استفاده بهینه از منابع متعلق به آنان در روند فعالیت‌های عملیاتی شرکت می‌شود (قلی‌پور و همکاران، ۱۳۹۵؛ کاشانی‌پور و همکاران، ۱۳۹۶). از دیدگاه نظری، حاکمیت شرکتی ضعیف باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شده و مشکل خطر اخلاقی را به حداکثر ممکن می‌رساند. هم‌چنین، حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند باعث کاهش کیفیت گزارشگری مالی شود (ناداراجاه و همکاران[5]، ۲۰۱۸). در این شرایط، مدیران می‌توانند از طریق انتقال ثروت از شرکت به خودشان به هزینه سهامداران، به دنبال منافع شخصی خود باشند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). مشکل خطر اخلاقی باعث افزایش ریسک نمایندگی برای سهامداران می‌شود؛ با افزایش ریسک نمایندگی برای سهامداران، از میزان تمایل آنان به سهام شرکت کاسته می‌شود و لذا میزان نقدشوندگی سهام آن نیز به‌گونه قابل‌ملاحظه‌ای کاهش پیدا می‌کند (علی و همکاران[6]، ۲۰۱۸؛ ساماراسینغه و یولانگکو[7]، ۲۰۲۱). در نتیجه، انتظار می‌رود که بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام ارتباط منطقی و معقولی وجود داشته باشد. این در حالی است که پرومین و همکاران (۲۰۱۶) اعتقاد دارند که اگر در کشورهایی که میزان تمرکز مالکیت بالا

[1] Sarin et al.
[2] Heflin and Shaw
[3] Dennis and Weston
[4] Robin
[5] Nadarajah et al.
[6] Ali et al.
[7] Samarasinghe and Uylangco

www.SID.ir

Archive of SID

است، سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی از وضعیت مناسبی برخوردار باشند، این موضوع می‌تواند از شدت آثار منفی تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها بکاهد.

به‌گونه کلی، اقتصادهای در حال ظهور دارای چند ویژگی متمایزکننده هستند. به‌عنوان مثال، بازارهای سهام کمتر توسعه یافته و سهام کمتر نقدشونده است؛ زیرا اکثر شرکت‌ها بر وام‌های بانکی و بدهی تکیه می‌کنند؛ شواهد موجود در پژوهش‌های ایرانی حاکی از آن است که به طور میانگین بیش از نیمی دارایی‌های شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران از محل بدهی تأمین شده است. افزون‌بر این، در کشورهای در حال توسعه حاکمیت شرکتی از وضعیت نامساعدتری نسبت به کشورهای توسعه یافته برخوردار است. بنابراین، نمی‌توان یافته‌های پژوهش‌های کشورهای توسعه یافته را به اقتصادهای در حال ظهور تعمیم داد. این در حالی است که نتایج پژوهش‌های پیشین بعضا ناهمسو با یکدیگر است. به عنوان نمونه، شواهد پژوهش چونگ و همکاران[1] (۲۰۱۰)، پرومین و همکاران (۲۰۱۶)، کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹)، مرادی و قربانیان (۱۳۹۹) و صالحی (۱۴۰۰) نشان داد که ارتباط مثبت و معنادار بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی وجود دارد، اما یافته‌های پژوهش اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی می‌باشد.

پژوهش حاضر با هدف گسترش ادبیات موجود در خصوص تمرکز مالکیت، نقدشوندگی بازار سهام و حاکمیت شرکتی در ایران که دارای بازار سرمایه متمایز نسبت به کشورهای توسعه یافته است صورت می‌پذیرد؛ این پژوهش می‌تواند به سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌ها، مسئولان بازار سرمایه و مسئولان اقتصادی کشور در خصوص تصمیم‌گیری کمک شایانی نماید. گفتنی است که در پژوهش‌های پیشین که بعضاً در بالا به آنها اشاره شد، معمولاً به آثار تعدیل‌کنندگی متغیرها توجه چندانی نشده بود؛ از آنجا که در برخی از این پژوهش‌ها نتایج مشابه با یکدیگر نبوده و بعضاً با یکدیگر متناقض می‌باشد، نشان از وجود احتمالی آثار تعدیل‌کنندگی برخی از متغیرها است که این پژوهش این موضوع را در روش کار خود لحاظ کرده است. در همین راستا، بر اساس ادبیات مطرح شده در بالا، فرضیه‌های پژوهش عبارتند از:

فرضیه اول: بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

[1] Chung et al.

www.SID.ir

Archive of SID

فرضیه سوم: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام شرکت‌ها نقش تعدیل‌کنندگی دارد.

۳. روش‌شناسی پژوهش

ماهیت پژوهش حاضر به‌نحوی است که به‌دنبال نظریه‌آزمایی است و قصد دارد که برای یک چارچوب نظری که پیش از این در جایی دیگر مورد آزمون واقع شده است، در یک زمینه یا جغرافیای جدید، شواهدی جهت استحکام، تأیید و یا بهبود کاستی‌های آن ارائه دهد (فلدمن[1]، ۲۰۰۴). هم‌چنین، این پژوهش به لحاظ هدف در زمره پژوهش‌های کاربردی است. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. برای نگارش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات تخصصی داخلی و خارجی و به منظور جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مرتبط با متغیرهای پژوهش نیز از پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، گزارش هیأت مدیره به مجمع عمومی عادی، گزارش‌های حسابرس مستقل و بازرس قانونی و نرم‌افزارهای بورسی از قبیل ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز استفاده شده است. لازم به‌ذکر است که در این پژوهش در خصوص تجزیه و تحلیل داده‌ها، ابتدا با استفاده از نرم‌افزار Excel نسخه ۲۰۰۷ متغیرهای پژوهش از روی داده‌های خام آماده و سپس با استفاده از نرم‌افزارهای آماری SPSS نسخه ۲۲ و Eviews نسخه ۹ تجزیه و تحلیل‌ها انجام شده است.

دوره مورد مطالعه، یک دوره زمانی پنج ساله بر اساس صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهند. در این پژوهش از نمونه‌گیری استفاده نمی‌شود؛ اما شرایط زیر برای انتخاب نمونه قرار داده شده است:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. تغییر سال مالی در شرکت، طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ رخ نداده باشد.
۳. اطلاعات مالی مورد نیاز به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز در دسترس باشد.
٤. تا پایان سال مالی ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

[1] Fieldman

www.SID.ir

Archive of SID

۵. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای راهبری شرکتی در آن‌ها متفاوت است.

با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۴۵ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۴ حائز شرایط فوق بوده و مورد بررسی قرار گرفته است.

متغیرهای این پژوهش در چهار دسته کلی متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل‌کننده و کنترلی به شرح زیر هستند:

الف) متغیر مستقل

تمرکز مالکیت متغیر مستقل مطالعه حاضر می‌باشد. در این پژوهش مشابه با پژوهش‌های دارمادی[1] (۲۰۱۶) و ستایش و همکاران (۱۳۹۲) جهت اندازه‌گیری تمرکز مالکیت درصد سهام کنترلی اول (بزرگ‌ترین سهامدار) مورد استفاده قرار گرفته است.

ب) متغیر وابسته

در این مقاله نقدشوندگی به‌عنوان متغیر وابسته ایفای نقش می‌کند. نقدشوندگی یک معیار چند بعدی است. تاکنون چندین متغیر جایگزین برای نقدشوندگی معرفی شده‌اند که عبارت از ارزش معامله، تعداد معامله، حجم معامله، نسبت گردش حجم معامله و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌باشد. در این پژوهش مشابه با پژوهش پرومین و همکاران (۲۰۱۶) از معیار عدم نقدشوندگی ارائه شده توسط آمیهود[2] (۲۰۰۲) استفاده خواهد شد. نحوه محاسبه این معیار به شرح زیر است:

$$ILIQ_{iy} = 1/D_{iy}\sum_{t=1}^{Diy}|Riyd|/VOLDiyd \quad (۱)$$

در مدل بالا، R_{iyd} نشان‌دهنده بازده سهم i در روز d در سال y، $VOLD_{iyd}$ نشان‌دهنده حجم معاملات بر روی سهم i در روز d در سال y، D_{iy} نشان‌دهنده تعداد روزهای انجام معامله بر روی سهم i در سال y و $ILLIQ_{iy}$ نشان‌دهنده نسبت عدم نقدشوندگی سهم i در سال y می‌باشد.

پ) متغیر تعدیل‌کننده

حاکمیت شرکتی متغیر تعدیل‌کننده این پژوهش است. در این پژوهش مشابه با پژوهش پرومین و همکاران (۲۰۱۶) از شاخص حاکمیت شرکتی به شرح زیر استفاده می‌شود:

[1] Darmadi
[2] Amihud

www.SID.ir

Archive of SID

- اگر استقلال هیأت مدیره شرکت در سال t مساوی یا بیشتر از میانگین استقلال هیأت مدیره کلیه شرکت‌های مورد مطالعه باشد، عدد یک و در غیر این‌صورت عدد صفر را اختیار خواهد کرد؛ استقلال هیأت مدیره نیز از طریق نسبت اعضای مستقل هیأت مدیره (مدیرانی که در شرکت پست اجرایی ندارند) به کل اعضای هیأت مدیره اندازه‌گیری شده است.
- اگر مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره شرکت در سال t دو شخص متفاوت باشد، عدد یک و در غیر این‌صورت عدد صفر را اختیار خواهد کرد؛
- اگر حسابرس شرکت در سال t سازمان حسابرسی باشد، عدد یک و در غیر این‌صورت عدد صفر را اختیار خواهد کرد؛
- اگر هزینه‌های حسابرسی شرکت در سال t بیشتر از میانگین هزینه‌های حسابرسی کلیه شرکت‌های مورد مطالعه باشد، عدد یک و در غیر این‌صورت عدد صفر را اختیار خواهد کرد؛ شاخص هزینه‌های حسابرسی نیز خود از طریق لگاریتم طبیعی کل هزینه‌های حسابرسی پرداخت شده شرکت اندازه‌گیری شده است.

این متغیر می‌توان نمره‌ای در بازه صفر تا چهار را به خود اختصاص دهد.

ت) متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش بر اساس ادبیات مربوطه مشخص شدند (مکلنیش و وود[1]، ۱۹۹۲؛ هریس[2]، ۱۹۹۴؛ چونگ و همکاران[3]، ۱۹۹۹؛ چونگ و همکاران، ۲۰۱۰؛ پرومین و همکاران، ۲۰۱۶؛ هرمزی و طالب‌پور اصل، ۱۳۹۳؛ رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۵؛ رحمانی و حاجی مرادخانی، ۱۳۹۶). این متغیرها عبارتند از:

اندازه شرکت‌ها: این متغیر از طریق لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت اندازه‌گیری شده است.

اهرم مالی: این متغیر از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

دارایی‌های ثابت مشهود: این متغیر از طریق تقسیم مجموع دارایی‌های ثابت مشهود شرکت در سال جاری تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت در سال قبل اندازه‌گیری شد. دارایی‌های ثابت مشهود شرکت نیز برابر با اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات می‌باشد.

[1] McInish and Wood
[2] Harris
[3] Chung et al.

www.SID.ir

Archive of SID

عمر شرکت: عمر شرکت‌ها از طریق تعداد سال‌های سپری شده از تاریخ تأسیس شرکت تا هر یک از سال‌های مورد مطالعه اندازه‌گیری شده است. این متغیر در پژوهش‌های ستایش و همکاران (۱۳۹۲) و پرومین و همکاران (۲۰۱۶) نیز با همین تعریف استفاده شده است.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل رگرسیونی به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. جهت انتخاب مدل مناسب از آزمون‌های چاو (انتخاب از بین مدل داده‌های تابلویی و مدل داده‌های تلفیقی) و هاسمن (انتخاب از بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی) استفاده شد. هم‌چنین، جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون‌های ریشه واحد لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین، دیکی فولر تعدیل شده و فیلیپس پرون استفاده شد.

به بیان دقیق‌تر، برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی شماره ۲ و برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی شماره ۳ به شرح زیر در سطح کلیه شرکت‌ها استفاده شد. همچنین هر دو فرضیه به طور همزمان در یک مدل واحد (مدل شماره ۴) آزمون می‌شوند.

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(Size_{it}) + \alpha_3(Lev_{it}) + \alpha_4(Tang_{it}) + \alpha_5(Age_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CG_{it}) + \alpha_2(Size_{it}) + \alpha_3(Lev_{it}) + \alpha_4(Tang_{it}) + \alpha_5(Age_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(CG_{it}) + \alpha_3(Size_{it}) + \alpha_4(Lev_{it}) + \alpha_5(Tang_{it}) + \alpha_6(Age_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (۴)$$

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش نیز از مدل رگرسیونی شماره ۵ به شرح زیر در سطح کلیه شرکت‌ها استفاده شده است. گفتنی است که در مدل شماره ۵ در خصوص تعریف متغیر حاکمیت شرکتی در اثر تعاملی حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت از یک متغیر دو وجهی استفاده شده است؛ به این طریق که اگر حاکمیت شرکتی در هر سال شرکت از میانگین بزرگ‌تر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر می‌گیرد.

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(CG_{it}) + \alpha_3(OC_{it}*CG_{it}) + \alpha_4(Size_{it}) + \alpha_5(Lev_{it}) + \alpha_6(Tang_{it}) + \alpha_7(Age_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (۵)$$

در مدل‌های بالا، L نشان‌دهنده نقدشوندگی بازار سهام، OC نشان‌دهنده تمرکز مالکیت، CG نشان‌دهنده شاخص حاکمیت شرکتی، Size نشان‌دهنده اندازه شرکت، Lev نشان‌دهنده اهرم مالی، Tang نشان‌دهنده دارایی‌های ثابت مشهود شرکت و Age نشان‌دهنده عمر شرکت است. i نشان‌دهنده شرکت و t نشان‌دهنده زمان است.

www.SID.ir

Archive of SID

۴. تجزیه و تحلیل داده‌ها

شاخص‌های توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، انحراف معیار، مقدار حداقل و حداکثر در جدول شماره ۱ ارائه شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها

Table (1) Descriptive statistics of variables

علامت اختصاری	عنوان متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
OC	تمرکز مالکیت	۱۳/۱۷۰	۹۱/۴۶۰	۵۲/۵۳۶	۱۸/۵۰۶
L	نقدشوندگی	۰/۰۰۰۰۰۳	۰/۳۹۶	۰/۰۹۰	۰/۰۹۱
CG	حاکمیت شرکتی	۰	۴	۲/۱۱۰	۱/۱۳۸
Size	اندازه شرکت‌ها	۹/۶۲۲	۱۸/۹۳۶	۱۳/۶۸۳	۱/۴۶۷
Lev	اهرم مالی	۰/۰۹۰	۱/۹۴۱	۰/۶۵۰	۰/۲۲۱
Tang	دارایی‌های ثابت مشهود	۰/۰۷۲	۰/۹۹۵	۰/۳۶۵	۰/۱۷۹
Age	عمر شرکت	۴	۵۸	۳۳/۶۵۵	۱۲/۴۱۰

طبق اطلاعات جدول شماره ۱ متغیر عمر شرکت دارای بالاترین و متغیر نقدشوندگی بازار سهام دارای کمترین میزان پراکندگی در بین متغیرهای پژوهش هستند. آماره‌های مربوط به متغیر تمرکز مالکیت نشان‌دهنده آن است که تقریباً بیش از نیمی از سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران متعلق به یک شخص حقیقی یا حقوقی است. افزون‌بر این، میزان میانگین متغیر اهرم مالی نشان‌دهنده آن است که تقریباً بیش از نیمی از دارایی‌های شرکت‌ها، از محل بدهی تأمین شده است. میزان آماره‌های مربوط به متغیر دارایی‌های ثابت مشهود حاکی از آن است که در حدود ۳۶/۵ درصد از دارایی‌های شرکت‌ها، دارایی‌های ثابت مشهود است. متغیر عمر شرکت‌ها نیز نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران شرکت‌ها به‌طور میانگین عمری برابر با ۳۴ سال دارند.

در جدول شماره ۲ ماتریس ضرایب همبستگی پیرسون برای کلیه متغیرهای پژوهش ارائه شده است. طبق اطلاعات این جدول، می‌توان دریافت که بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام همبستگی منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. همچنین، بین حاکمیت شرکتی و

www.SID.ir

Archive of SID

نقدشوندگی بازار سهام همبستگی مثبت و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد وجود دارد. احتمال وجود مشکل هم‌خطی بر اساس ماتریس همبستگی پیرسون، با توجه به ارقام مندرج در جدول شماره ۲ که حاکی از وجود ضریب همبستگی کمتر از ۰/۸ در بین متغیرهای توضیحی است، بسیار پایین است. بنابراین، این محدوده همبستگی بین متغیرهای توضیحی، مشکلی در خصوص ایجاد هم‌خطی بین متغیرها به وجود نمی‌آورد.

جدول (۲) ضرایب همبستگی پیرسون بین متغیرهای پژوهش

Table (2) Pearson correlation coefficients between research variables

نام متغیر	OC	L	CG	Size	Lev	Tang	Age
OC	۱	۰/۱۶۵ (۰/۰۰۰)	−۰/۱۱۲ (۰/۰۰۳)	−۰/۰۸۹ (۰/۰۱۷)	۰/۰۳۰ (۰/۴۲۸)	−۰/۰۷۱ (۰/۰۵۵)	−۰/۰۴۰ (۰/۲۸۷)
L		۱	−۰/۱۶۶ (۰/۰۰۰)	−۰/۱۶۶ (۰/۰۰۰)	۰/۱۶۳ (۰/۰۰۰)	−۰/۱۸۵ (۰/۰۰۰)	۰/۰۳۰ (۰/۴۲۱)
CG			۱	۰/۰۳۵ (۰/۳۵۰)	−۰/۰۳۷ (۰/۳۱۸)	۰/۰۳۴ (۰/۳۵۶)	−۰/۰۳۲ (۰/۳۸۸)
Size				۱	۰/۰۵۸ (۰/۱۲۲)	۰/۱۱۲ (۰/۰۰۲)	۰/۰۲۱ (۰/۵۷۴)
Lev					۱	−۰/۲۱۴ (۰/۰۰۰)	۰/۰۲۰ (۰/۵۹۱)
Tang						۱	۰/۰۶۵ (۰/۰۸۰)
Age							۱

به‌منظور اطمینان از غیرکاذب بودن مدل رگرسیونی به بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۳ ارائه شده است. طبق اطلاعات این جدول، در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل‌کننده و کنترلی سطح معناداری در آزمون‌های ریشه واحد لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین، دیکی فولر تعدیل شده و فیلیپس پرون کوچک‌تر از ۰/۰۵ است که نشان‌دهنده این است که متغیرها پایا هستند. دلیل استفاده از آزمون‌های مختلف جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش، ایجاد اطمینان در این خصوص است.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول (۳) نتایج حاصل از آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

Table (3) Results of the reliability test of research variables

	آزمون لوین، لین و چو	آزمون ایم، پسران و شین	آزمون دیکی فولر تعدیل‌شده	آزمون فیلیپس پرون
متغیرها	آماره آزمون (سطح معناداری)	آماره آزمون (سطح معناداری)	آماره آزمون (سطح معناداری)	آماره آزمون (سطح معناداری)
OC	-۵۱/۶۳۵۳ (۰/۰۰۰۰)	-۱۳/۳۱۲۶ (۰/۰۰۰۰)	۵۴۱/۱۱۱ (۰/۰۰۰۰)	۵۸۹/۳۶۰ (۰/۰۰۰۰)
L	-۴۴/۲۷۸۸ (۰/۰۰۰۰)	-۱۳/۴۲۹۷ (۰/۰۰۰۰)	۵۳۱/۷۰۹ (۰/۰۰۰۰)	۵۸۶/۳۳۷ (۰/۰۰۰۰)
CG	-۲۵/۹۳۲۰ (۰/۰۰۰۰)	-۸/۷۹۲۹ (۰/۰۰۰۰)	۴۲۵/۷۵۳ (۰/۰۰۰۰)	۴۹۳/۵۰۷ (۰/۰۰۰۰)
Size	-۲۰/۹۵۹۶ (۰/۰۰۰۰)	-۸/۷۹۳۲ (۰/۰۰۰۰)	۴۱۵/۳۷۹ (۰/۰۰۰۰)	۴۹۳/۷۷۶ (۰/۰۰۰۰)
Lev	-۱۷/۴۵۵۸ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۸۹۳۷ (۰/۰۰۰۰)	۳۳۳/۲۹۴ (۰/۰۴۰۷)	۳۶۹/۸۲۶ (۰/۰۰۱۰)
Tang	-۳۶/۱۵۱۴ (۰/۰۰۰۰)	-۸/۸۴۳۱ (۰/۰۰۰۰)	۴۲۲/۲۵۳ (۰/۰۰۰۰)	۵۱۷/۸۰۴ (۰/۰۰۰۰)
Age	-۳۲/۵۵۰۸ (۰/۰۰۰۰)	-۱۴/۶۸۶۶ (۰/۰۰۰۰)	۵۷۳/۸۳۰ (۰/۰۰۰۰)	۶۵۷/۸۹۳ (۰/۰۰۰۰)

در ابتدا و قبل از برازش مدل‌های پژوهش، برای انتخاب بین روش داده‌های تلفیقی و تابلویی از آزمون چاو استفاده شده است. با توجه به این که سطح معناداری حاصل از این آزمون در مورد مدل‌های فرضیه‌های اول، دوم و سوم، بیشتر از ۰/۰۵ به دست آمد، روش داده‌های تلفیقی استفاده شد. خلاصه‌ای از آماره‌های مربوط به آزمون‌های انجام شده در جدول شماره ۴ ارائه شده است.

جدول (۴) نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن

Table (4) Results of Chow and Hausman tests

آزمون	آزمون چاو		آزمون هاسمن	
شماره مدل	آماره F	سطح معناداری	آماره کای دو	سطح معناداری
مدل فرضیه اول	۱/۸۰۴۸	۰/۱۲۶۰	–	–
مدل فرضیه دوم	۱/۴۴۳۲	۰/۲۱۸۰	–	–
مدل فرضیه‌های اول و دوم	۱/۷۵۳۱	۰/۱۳۶۵	–	–
مدل فرضیه سوم	۱/۶۹۶۱	۰/۱۴۹۰	–	–

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۵ نتایج مرتبط با آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد. مقدار آماره F مندرج در جدول شماره ۵، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۱۵/۲۰۷۳ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون‌بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون ارائه شده در جدول شماره ۵ در سطح کلیه شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۸۲۸ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می‌کند. مقدار R^2_{adj} (R^2 تعدیل شده) برابر با ۰/۰۸۹۳ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۸/۹۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

جدول (۵) نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه اول

Table (5) Regression results for the first hypothesis

$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(Size_{it}) + \alpha_3(Lev_{it}) + \alpha_4(Tang_{it}) + \alpha_5(Age_{it}) + \varepsilon_{it}$

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R^2 تعدیل شده	آماره دوربین واتسون
مقدار ثابت	۰/۱۵۳۴	۰/۰۳۵۳	۴/۳۴۲۰	۰/۰۰۰۰	۱۵/۲۰۷۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۸۹۳	۱/۷۸۲۸
OC_{it}	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۱	۳/۹۲۷۰	۰/۰۰۰۱				
$Size_{it}$	−۰/۰۰۹۲	۰/۰۰۲۲	−۴/۱۰۵۳	۰/۰۰۰۰				
Lev_{it}	۰/۰۵۷۱	۰/۰۱۵۱	۳/۷۸۱۲	۰/۰۰۰۲				
$Tang_{it}$	−۰/۰۶۷۳	۰/۰۱۸۸	−۳/۵۸۱۰	۰/۰۰۰۴				
Age_{it}	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۲	۱/۲۴۸۰	۰/۲۱۲۴				

جدول شماره ۵ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی مورد استفاده و سطح معناداری مربوط را برای آزمون فرضیه اول نیز نشان می‌دهد. طبق یافته‌های مندرج در این جدول، سطح معناداری مربوط به متغیر تمرکز مالکیت نشان‌دهنده آن است که بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد[۱]. همچنین، نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت‌ها و دارایی‌های ثابت مشهود با نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون‌بر این، بین اهرم مالی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما رابطه بین عمر شرکت و نقدشوندگی بازار سهام از لحاظ آماری معنادار نیست.

[۱] با توجه به این که معیار مورد استفاده برای اندازه‌گیری نقدشوندگی بازار سهام نشان‌دهنده میزان عدم نقدشوندگی است، ضرایب متغیرهای توضیحی در جداول باید به طور معکوس تحلیل شود.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۶ نتایج مرتبط با آزمون فرضیه دوم را نشان می‌دهد. مقدار آماره F مندرج در جدول شماره ۶، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۱۵/۷۳۵۹ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون‌بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون ارائه شده در جدول شماره ۶ در سطح کلیه شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۳۸۶ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می‌کند. مقدار R^2_{adj} برابر با ۰/۰۹۲۳ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۹/۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

جدول (۶) نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه دوم

Table (6) Regression results for the second hypothesis

$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(CG_{it}) + \alpha_2(Size_{it}) + \alpha_3(Lev_{it}) + \alpha_4(Tang_{it}) + \alpha_5(Age_{it}) + \varepsilon_{it}$								
نام متغیر	**ضرایب**	**خطای استاندارد**	**آماره t**	**p-value**	**آماره F**	**p-value**	**R^2 تعدیل شده**	**آماره دوربین واتسون**
مقدار ثابت	۰/۲۲۸۰	۰/۰۳۳۱	۶/۸۷۰۴	۰/۰۰۰۰	۱۵/۷۳۵۹	۰/۰۰۰۰	۰/۰۹۲۳	۱/۷۳۸۶
CG_{it}	−۰/۰۱۲۰	۰/۰۰۲۸	−۴/۲۲۶۴	۰/۰۰۰۰				
$Size_{it}$	−۰/۰۰۹۶	۰/۰۰۲۲	−۴/۳۰۴۶	۰/۰۰۰۰				
Lev_{it}	۰/۰۵۶۴	۰/۰۱۵۰	۳/۷۴۰۵	۰/۰۰۰۲				
$Tang_{it}$	−۰/۰۶۹۲	۰/۰۱۸۷	−۳/۶۹۵۰	۰/۰۰۰۲				
Age_{it}	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۰/۹۷۰۱	۰/۳۳۲۳				

جدول شماره ۶ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی مورد استفاده و سطح معناداری مربوط را برای آزمون فرضیه دوم نیز نشان می‌دهد. طبق یافته‌های مندرج در این جدول، سطح معناداری مربوط به متغیر حاکمیت شرکتی نشان‌دهنده آن است که بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت‌ها و دارایی‌های ثابت مشهود با نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون‌بر این، بین اهرم مالی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما رابطه بین عمر شرکت و نقدشوندگی بازار سهام از لحاظ آماری معنادار نیست.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۷ نتایج مرتبط با آزمون فرضیه‌های اول و دوم را در یک مدل کلی برای بررسی بیشتر نشان می‌دهد. مقدار آماره F مندرج در جدول شماره ۷، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۱۵/۳۹۲۹ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون‌بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون ارائه شده در جدول شماره ۷ در سطح کلیه شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۶۶۰ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می‌کند. مقدار R^2_{adj} برابر با ۰/۱۰۶۵ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۱۰/۶۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

جدول (۷) نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه‌های اول و دوم

Table (7) Regression results for the first and second hypotheses

$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(CG_{it}) + \alpha_3(Size_{it}) + \alpha_4(Lev_{it}) + \alpha_5(Tang_{it}) + \alpha_6(Age_{it}) + \varepsilon_{it}$								
نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R^2 تعدیل شده	آماره دوربین واتسون
مقدار ثابت	۰/۱۷۹۷	۰/۰۳۵۶	۵/۰۴۰۶	۰/۰۰۰۰	۱۵/۳۹۲۹	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰۶۵	۱/۷۶۶۰
OC_{it}	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۱	۳/۵۲۵۲	۰/۰۰۰۴				
CG_{it}	−۰/۰۱۰۹	۰/۰۰۲۸	−۳/۸۵۴۳	۰/۰۰۰۱				
$Size_{it}$	−۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۲۲	−۴/۰۴۵۸	۰/۰۰۰۱				
Lev_{it}	۰/۰۵۵۴	۰/۰۱۴۹	۳/۷۰۰۸	۰/۰۰۰۲				
$Tang_{it}$	−۰/۰۶۵۹	۰/۰۱۸۶	−۳/۵۴۰۸	۰/۰۰۰۴				
Age_{it}	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۱/۱۱۳۶	۰/۲۶۵۸				

جدول شماره ۷ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی مورد استفاده و سطح معناداری مربوط را برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم نیز نشان می‌دهد. طبق یافته‌های مندرج در این جدول، سطح معناداری مربوط به متغیرهای تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معنادار و بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت‌ها و دارایی‌های ثابت مشهود با نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون‌بر این،

www.SID.ir

Archive of SID

بین اهرم مالی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما رابطه بین عمر شرکت و نقدشوندگی بازار سهام از لحاظ آماری معنادار نیست.

جدول شماره ۸ نتایج مرتبط با آزمون فرضیه سوم را نشان می‌دهد. مقدار آماره F مندرج در جدول شماره ۸، در سطح کلیه شرکت‌ها، که برابر با ۱۳/۷۴۲۴ است، بیانگر معنادار بودن مدل در سطح ۹۵ درصد است. افزون‌بر این، با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون ارائه شده در جدول شماره ۸ در سطح کلیه شرکت‌ها که برابر با ۱/۷۵۶۹ است، وجود خود همبستگی سریالی را در اجزای اخلال رگرسیون رد می‌کند. مقدار R^2_{adj} برابر با ۰/۱۰۹۶ است؛ بنابراین، با توجه به این مقدار می‌توان ۱۰/۹۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی پیش‌بینی کرد.

جدول (۸) نتایج آزمون رگرسیون برای فرضیه سوم

Table (8) Regression results for the third hypothesis

$$L_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(OC_{it}) + \alpha_2(CG_{it}) + \alpha_3(OC_{it}*CG_{it}) + \alpha_4(Size_{it}) + \alpha_5(Lev_{it}) + \alpha_6(Tang_{it}) + \alpha_7(Age_{it}) + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	p-value	آماره F	p-value	R^2 تعدیل شده	آماره دوربین واتسون
مقدار ثابت	۰/۱۶۴۸	۰/۰۳۶۴	۴/۵۱۹۳	۰/۰۰۰۰	۱۳/۷۴۲۴	۰/۰۰۰۰	۰/۱۰۹۶	۱/۷۵۶۹
OC_{it}	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۱	۳/۹۶۱۱	۰/۰۰۰۱				
CG_{it}	-۰/۰۰۳۹	۰/۰۰۴۶	-۰/۸۴۷۶	۰/۳۹۶۹				
$OC_{it}*CG_{it}$	-۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۱	-۱/۸۷۵۱	۰/۰۶۱۲				
$Size_{it}$	-۰/۰۰۸۹	۰/۰۰۲۲	-۴/۰۵۳۴	۰/۰۰۰۱				
Lev_{it}	۰/۰۵۶۲	۰/۰۱۴۹	۳/۷۶۱۶	۰/۰۰۰۲				
$Tang_{it}$	-۰/۰۶۵۷	۰/۰۱۸۵	-۳/۵۳۳۰	۰/۰۰۰۴				
Age_{it}	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۲	۱/۰۸۰۵	۰/۲۸۰۳				

جدول شماره ۸ ضرایب مربوط به مدل رگرسیونی مورد استفاده و سطح معناداری مربوط را برای آزمون فرضیه سوم نیز نشان می‌دهد. طبق یافته‌های مندرج در این جدول، سطح معناداری مربوط به متغیر تمرکز مالکیت نشان‌دهنده آن است که بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار نیست. ضریب اثر تعاملی تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی

www.SID.ir

Archive of SID

مثبت و معنادار است؛ لذا، حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام نقش تعدیل‌کنندگی ایفا می‌کند. همچنین، نتایج مرتبط با متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که بین اندازه شرکت‌ها و دارایی‌های ثابت مشهود با نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. افزون‌بر این، بین اهرم مالی و نقدشوندگی بازار سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. اما رابطه بین عمر شرکت و نقدشوندگی بازار سهام از لحاظ آماری معنادار نیست.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به نقش و جایگاه نقدشوندگی سهام در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران، این پژوهش با هدف شناسایی برخی از عوامل (تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی) اثرگذار بر آن پرداخته است. در همین راستا، از داده‌های مربوط به ۱۴۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شد. نتایج تحلیل‌های پژوهش حاکی از آن است که ضریب متغیر تمرکز مالکیت در مدل رگرسیونی منفی و معنادار است؛ بنابراین در نمونه مورد بررسی، بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام رابطه منفی و معناداری مشاهده شد. لذا فرضیه اول پژوهش را نمی‌توان رد کرد. تمرکز مالکیت نشانه‌ای از حضور اندک سهامداران خرد در بین سهامداران شرکت‌ها است. در این دسته از شرکت‌ها معمولاً تعداد اندکی از مالکان در اداره امور شرکت دخالت داشته و معمولاً بر مدیریت نفوذ قابل ملاحظه‌ای دارند. این نفوذ قابل ملاحظه در اداره امور شرکت و مدیریت آن می‌تواند مدیریت را وادار به حرکت به سویی نماید که به نفع سهامداران خرد نباشد. لذا سهامداران خرد تمایلی به سرمایه‌گذاری در این دسته از شرکت‌ها ندارند؛ چرا که ریسک از دست دادن سرمایه آنها بسیار زیاد است. همچنین، مالکان عمده نیز تمایلی به ورود سرمایه‌گذاران خرد بیشتری به شرکت را ندارند؛ چرا که با ورود سرمایه‌گذاران خرد به شرکت از قدرت کنترلی آنان کاسته خواهد شد. در نتیجه این موضوعات منجر به کاهش نقدشوندگی بازار سهام این دسته از شرکت‌ها می‌شود. این یافته مطابق با مبانی نظری پژوهش و پژوهش‌های انجام شده توسط هفلین و شاو (۲۰۰۰)، پرومین و همکاران (۲۰۱۶) است. با این حال، با شواهد موجود در پژوهش‌های ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۹) و کینی و میان (۱۹۹۵) همسو نیست.

شواهد مرتبط با فرضیه دوم نشان داد که بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام در شرکت‌های مورد بررسی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، این فرضیه پژوهش را نیز نمی‌توان رد کرد. معیارهای حاکمیت شرکتی همگی در جهت کنترل رفتار مدیران و همسویی منافع

www.SID.ir

Archive of SID

مالکان با مدیران می‌باشد. شاید از مهم‌ترین این معیارها بتوان به ویژگی‌های هیأت مدیره و کیفیت حسابرسی اشاره کرد. در اکثر نظامنامه‌های حاکمیت شرکتی بر استقلال هیأت مدیره، جدایی نقش مدیرعامل از رئیس هیأت مدیره شرکت و استفاده از حسابرسان با کیفیت بالاتر تاکید شده است. علت این است که هیأت مدیره و حسابرسان می‌توانند به عنوان عواملی اثرگذار در فشار بر مدیریت برای رعایت معیارها و تطبیق با نظامنامه‌های حاکمیت شرکتی عمل کنند. وجود چنین شرایطی نه تنها باعث بهبود حاکمیت و دیدگاه بلندمدت مدیران شرکت شده بلکه به همسویی هر چه بیشتر منافع مدیران با مالکان منجر خواهد شد. این امر طبیعتاً اعتبار شرکت در بازار سرمایه را افزایش داده و منجر به بهبود نقدشوندگی بازار اوراق بهادار آن می‌شود. بر اساس ادبیات موضوع نیز انتظار چنین یافته‌ای می‌رفت که بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام رابطه مثبت و معناداری حاصل شود. در سایر مطالعات انجام شده مانند چونگ و همکاران (۲۰۱۰)، پرومین و همکاران (۲۰۱۶)، کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) نیز نتایج مشابهی حاصل شده است. با این حال، شواهد موجود در پژوهش اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بوده است.

یافته‌های فرضیه سوم حاکی از نقش تعدیل‌کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام است. این فرضیه پژوهش نیز رد نشد. در خصوص توجیه نتیجه فرضیه سوم پژوهش می‌توان گفت که وجود سازوکارهای کارا و قوی حاکمیت شرکتی منجر به آن می‌شود که نفوذ و قدرت سهامداران کنترلی کاسته شود و میزان دخالت آنان در اداره امورد شرکت کاسته شود. لذا در یکی چنین وضعیتی سهامداران تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در این دسته از شرکت‌ها خواهند و بنابراین، بازار سهام آنها از نقدشوندگی بیشتری برخوردار می‌گردد. در نتیجه، می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی اثربخش، شدت رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی بازار سهام را کاهش می‌دهد. ادبیات پژوهش نیز منطبق بر همین یافته است. با این حال، شواهد بدست آمده از پژوهش صورت گرفته توسط پرومین و همکاران (۲۰۱۶) مؤید این ادعا نیست و لذا شواهد کسب شده از شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران مشابه با نتایج پژوهش‌های خارجی نیست.

با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه‌های پژوهش، پیشنهادهای زیر به استفاده‌کنندگان از این پژوهش ارائه می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

۱. با توجه به تأثیرگذاری معکوس تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی بازار سهام (نتیجه فرضیه اول) و اهمیت نقدشوندگی بازار سهام برای رشد و توسعه اقتصادی کشور، به مسئولان اقتصادی کشود و بازار بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در خصوص الزام شرکت‌های فعال در بورس برای کنترل میزان مالکیت سهامداران عمده تا سطح معینی که قدرت چندانی جهت دخالت بیش از اندازه در اداره امور شرکت را نداشته باشند، قوانین و بخشنامه‌هایی را لحاظ کنند. همچنین، به سرمایه‌گذاران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که وجود سهامداران عمده در شرکت را به‌عنوان عاملی اثرگذار بر عدم نقدشوندگی سهام شرکت در نظر بگیرند و این موضوع را در تصمیم‌های خود لحاظ کنند.

۲. با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های خود به سازوکارهای حاکمیت شرکتی توجه ویژه‌ای کنند؛ چرا که این موضوع می‌تواند باعث افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها شود. در این خصوص می‌توانند اعضای هیأت مدیره را از بین افراد مستقل انتخاب کنند؛ از طریق هیأت مدیره، حسابرس باکیفیتی را انتخاب نمایند؛ و در انتخاب مدیرعامل به‌عنوان رئیس هیأت مدیره مخالفت کنند. هم‌چنین، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های خرید سهام شرکت‌ها، قبل از خرید سهام سازوکارهای حاکمتی شرکتی را در آنها مورد بررسی قرار دهند و به عنوان عاملی اثرگذار بر تصمیم‌های خود در نظر بگیرند؛ دلیل این موضوع قدرت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام است.

۳. براساس این که در بورس اوراق بهادار تهران عموماً تمرکز مالکیت بالا است و با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران از طریق اعمال سازوکارهای مناسب حاکمیت شرکتی، از آثار منفی تمرکز مالکیت بر نقدشوندگی سهام بکاهند و این موضوع را در تصمیم‌های خود لحاظ کنند.

همچنین، جهت انجام مطالعات آتی، پیشنهادهای زیر ارائه می‌شود:

- بررسی نقش واسطه‌ای حاکمیت شرکتی در رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها.
- بررسی ارتباط بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها قبل و بعد از الزامی شدن کمیته حسابرسی در شرکت‌ها با رویکرد طرح پیش‌آزمون-پس‌آزمون.

www.SID.ir

Archive of SID

همچنین، بسیاری از شرایط سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ایران (به ویژه شرایط تـورمی کشـور و عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل شده) بر یافته‌های پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌هـا از حیطـه توان پژوهشگران خارج بوده است.

www.SID.ir

Archive of SID

۷. منابع

اعتمادی، حسین؛ رسائیان، امیر و حسین کردتبار (۱۳۸۹). رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام. *مجله توسعه و سرمایه*، سال سوم، شماره ۵، ص‌ص. ۳۱-۵۹.

جهانخانی، علی و سعید قربانی (۱۳۸۴). شناسایی و تعیین عوامل تعیین‌کننده سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، شماره ۲۰، ص-ص. ۲۷-۴۸.

رحمانی، علی و حدیثه حاجی مرادخانی (۱۳۹۶). قدرت بازار محصول و نقدشوندگی بازار سهام. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، دوره پنجم، شماره ۲، ص‌ص. ۲۱-۳۶.

رحیمیان، نظام‌الدین؛ بابائی، فاطمه و حسین جهانگیری (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ارزش شرکت. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، سال پنجم، شماره ۸، ص‌ص. ۵۱-۷۲.

ستایش، محمدحسین؛ رضایی، غلامرضا؛ زیاری، سارا و فاطمه کاظم‌نژاد (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات مالی و محدودیت در تأمین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، شماره ۱۹، ص‌ص. ۲۱-۴۵.

سعیدی، علی و ام‌البنین دادار (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین نقد شوندگی سهام با شاخص نقد شوندگی دروه های پیشین در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات مدیریت صنعتی*، سال ششم، شماره ۱۶، ص‌ص. ۷۵-۹۷.

صالحی، اله‌کرم (۱۴۰۰). تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تاکید بر معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی. *دانش سرمایه‌گذاری*، دوره ۱۰، شماره ۳۷، ص‌ص. ۳۷-۵۵.

قلی‌پور، رحمت‌اله؛ مشایخی، بیتا و امین ناصری (۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی در بخش عمومی و نقش آن در اقتصاد مقاومتی. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، شماره ۱۴، ص‌ص. ۱۰۷-۱۳۰.

کاشانی‌پور، محمد؛ راعی عزآبادی، محمد ابراهیم و محمود ارشادی (۱۳۹۶). تأثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر تأخیر گزارشگری مالی میان‌دوره‌ای: مطالعه مورد بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، شماره ۱۷، ص‌ص. ۱۶۹-۱۹۴.

www.SID.ir

Archive of SID

کاشانی‌پور، محمد؛ مهرانی، ساسان و یوسف پاشانژاد (۱۳۸۹). بررسی ارتباط برخی از مکانیزم-های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره ۲، ص‌ص. ۶۱-۷۶.

محمدزاده، فاطمه (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری*، دوره ۶، شماره ۱، ص‌ص. ۶۰-۶۷.

مرادی، عزیزالله و محمد قربانیان (۱۳۹۹). نقش تعدیل گری کیفیت گزارش مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ریسک نقد شوندگی سهام. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، شماره ۲۸، ص‌ص. ۱۵-۳۲.

مهرانی، ساسان و امیر رسائیان (۱۳۸۸). نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی‌ها. *مجله حسابرس*، شماره46 ، ص‌ص. ۵۲-۵۶.

هرمزی، شیرکو و رزگار طالب‌پور اصل (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، سال سوم، شماره ۴، ص‌ص. ۴۹-۷۴.

یعقوب‌نژاد، احمد و علی ذبیحی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره ۱۰، ص‌ص. ۲۱۷-۲۳۵.

Ali, S., Liu, B. and J.J. Su (2018). Does corporate governance quality affect default risk? The role of growth opportunities and stock liquidity. *International Review of Economics and Finance*, Vol. 58, pp. 422-448.

Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects. *Journal of Financial Markets*, Vol. 5, pp. 31-56.

Brennan, N. M. and J. Solomon (2008). Corporate governance, accountability and mechanisms of accountability: an overview. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 21, No. 7, pp. 885-906.

Chung, K., Elder, J. and J. Kim (2010). Corporate Governance and Liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* Vol. 45, No. 2, pp. 265-291.

Chung, K., Van Ness, B. F. and R. A. Van Ness (1999). Limit orders and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 255-287.

Darmadi, S. (2016). Ownership concentration, family control, and auditor choice: Evidence from an emerging market. *Asian Review of Accounting*, Vol. 24, No. 1, pp. 19-42.

www.SID.ir

Archive of SID

Dennis, P. and J. Weston (2001). Who's informed? An analysis of stock ownership and informed trading. *American Finance Association Conference*.

Etemadi, H., Resaiyan, A. and H. Kordtabar (2010). The relationship between some corporate governance tools and stock liquidity. *Journal of Development and Capital*, Vol. 3, No. 5, pp. 31-59. (in persian)

Fieldman, D. C. (2004). The devil is in the details: converting good research in to publishable articles. *Journal of Management*, Vol. 30, pp. 1-6.

Gholipour, R., Mashayekhi, B. and A. Naseri (2016). Corporate governance in the public sector and its role in a resistance economy. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, Vol. 14, pp. 107-130. (in persian)

Glosten, L. and P. R. Milgrom (1985). Bid, ask, and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed agents. *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, pp. 71-100.

Harris, L. (1994). Minimum price variations, discrete bid-ask spreads, and quotation sizes. *The Review of Financial Studies*, Vol. 7, pp. 149-178.

Heflin, F. and W. K. Shaw (2000). Blockholder ownership and market liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, pp. 621-633.

Hormozi, S. and R. Talebpoor Asl (2014). Surveying the relationship between Liquidity, Corporate Governance and the Value of Public Companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Applied Research in Financial Reporting*, Vol. 3, No. 4, pp. 49-74. (in persian)

Jahankhani, A. and S. Gorbani (2006). Identifying and Determining the Determinants of Profit Sharing Policy of Companies Listed in Tehran Stock Exchange Organization. *Financial Research Journal*, Vol. 7, No. 2, pp. 27-48. (in persian)

Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305–360.

Johnson, J., Boone, P., Breach, A. and E. Friedman (2000). Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, pp. 141-186.

Jung, H. and S. Choi (2021). The effects of employee stock ownership on stock liquidity: Evidence from the Korean market. *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, pp. 74-93.

Kashanipour, M., Mehrani, S. and Y. Pashanejad (2010). Investigating the relationship between some mechanisms of corporate governance system and market liquidity. *Financial accounting research*, Vol. 2, No. 2, pp. 61-76. (in persian)

www.SID.ir

Archive of SID

Kashanipour, M., Raee ezabadi, M.E. and M. Ershadi (2017). The Impact of corporate governance mechanisms on medium term financial reporting delays: A case study of Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies*, Vol. 17, pp. 169-194. (in persian)

Kini, O. and S. Mian (1995). Bid-ask spread and ownership structure. *Journal of Financial Research*, Vol. 18, pp. 401-414.

Leano, M. and A. Pedraza (2018). Ownership concentration and market liquidity: Evidence from a natural experiment. *Economic Letters*, Vol. 167, pp. 56-59.

Lemmon, M. L. and K. V. Lins (2003). Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the East Asian financial crisis. *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 4, pp. 1445-1468.

McInish, T. and R. Wood (1992). An analysis of intraday patterns in bid/ask spreads for NYSE stocks. *The Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 753-764.

Mehrani, S. and A. Resaiyan (2009). Stock Liquidity and assets liquidity. *Auditor*, Vol. 46, pp. 52-56. (in persian)

Mohamdzadeh, F. (2020). Investigating the relationship between concentration of ownership and stock liquidity in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Economic Studies, Financial Management and Accounting*, Vol. 6, No. 1, pp. 60-67. (in persian)

Moradi, A. and M. Ghorbanian (2020). The role of moderating the quality of financial reporting on the relationship between corporate governance and stock liquidity risk. *New Research Approaches in Management and Accounting*, Vol. 28, pp. 15-32. (in persian)

Nadarajah, S., Ali, S., Liu, B. and A. Huang (2018). Stock liquidity, corporate governance and leverage: New panel evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 50, pp. 216-234.

Prommin, P., Jumreornvong, S., Jiraporn, P. and S. Tong (2016). Liquidity, ownership concentration, corporate governance, and firm value: Evidence from Thailand. *Global Finance Journal*, Vol. 31, pp. 73-87.

Rahimian, N., Babaie, F. and H. Jahangiri (2016). Investigation the Relationship between Performance Evaluation Criteria and Corporate Value. *Journal of Applied Research in Financial Reporting*, Vol. 5, No. 8, pp. 51-72. (in persian)

Rahmani, A. and H. Haji Moradkhani (2017). ProductMarket Power and Stock Market Liquidity. *Journal of Asset Management and Financing*, Vol. 5, No. 2, pp. 21-36. (in persian)

www.SID.ir

Archive of SID

Robin, A. (2007). Ownership level, Ownership Concentration and Liquidity. *Journal of financial market*, Vol. 10, pp. 219-248.

Saieedi, A. and O. Dadar (2007). Investigating the Relationship between Stock Liquidity and Liquidity Index of Previous Periods in Tehran Stock Exchange. *Industrial Management Studies*, Vol. 6, No. 16, pp. 75-97. (in persian)

Salehi, A. (2021). impact of corporate governance strength on stock market liquidity: Emphasizing criteria Amihud, transaction volume and bid-ask spread. *Investment knowledge*, Vol. 10, No. 37, pp. 37-55. (in persian)

Samarasinghe, A. and K. Uylangco (2021). An examination of the effect of stock market liquidity on bank market power. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 77, pp. 101-118.

Sarin, A., Shastri, K. and K. Shastri (1996). Ownership structure and stock market liquidity. *Working paper*. Santa Clara University.

Setayesh, M., Rezaei, G., Ziari, S. and F. Kazemnejad (2013). Investigating the relationship between financial information quality and financing constraint of Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Quarterly*, Vol. 19, pp. 21-45. (in persian)

Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, Vol. 52, No. 2, pp. 737-783.

Stagliano, R., Rocca, M.L. and D. Gerace (2018). The impact of ownership concentration and analyst coverage on market liquidity: Comparative evidence from an auction and a specialist market. *Economic Modelling*, Vol. 70, pp. 203-214.

Sun, B. and Y. Gao (2020). Market liquidity and macro announcement around intraday jumps: Evidence from Chinese stock index futures markets. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Vol. 541, pp. 123-142.

Yagoubnejad, A. and A. Zabihi (2011). The Relationship between Disclosure Quality and Stock Liquidity in listed Companies on Tehran Stock Exchange. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, Vol. 10, pp. 217-235. (in persian)

Ye, Q., Zhou, S. and J. Zhang (2020). Short-selling, margin-trading, and stock liquidity: Evidence from the Chinese stock markets. *International Review of Financial Analysis*, Vol. 71, pp. 36-48.

Zelenyuk, V. and V. Zheka (2006). Corporate Governance and Firm's Efficiency: The Case of a Transitional Country, Ukraine. *Journal of Productivity Analysis*, Vol. 25, pp. 143–157.

www.SID.ir

Archive of SID

Investigating of the relationship between liquidity and firms' ownership concentration whit considering moderating role of corporate governance

Shokrollah Khajavi1
Gholamreza Rezaei[2]
Amir Safaiee[3]

Abstract

Liquidity is one of the mpst important factors in decision making of invstores. Therfore, the purpose of this research is to study the relationship between ownership concentration and liquidity for the companies listed on Tehran Stock Exchange (TSE) whit considering moderating role of corporate governance. Hence, an attempt will be made to answer the following question: "Is there a significant relationship between ownership concentration, corporate governance, and liquidity?" The research population composes of total companies listed in the TSE and statistical sample composes of 145 companies. The regression analysis whit SPSS-22 and EVIEWS-9 software are used for testing hypothesis of the research. The results suggest that there is a negative relationship between ownership concentration and liquidity. The relationship between corporate governance and liquidity is positive and significance. Also, the results showed that corporate governance have a moderating role in the relationship between ownership concentration and liquidity.

Keywords: ownership concentration, liquidity, corporate governance, board independent, audit fee.
JEL: G34, M41

[1] Accounting department, faculty of economics, Shiraz university, Shiraz, Iran, shkajavi@rose.shirazu.ac.ir
[2] Accounting department, faculty of economics, Sistan and Baluchestan university, Zahedan, Iran, rezaac.1990@acc.usb.ac.ir
[3] Department of Accounting, Marvdasht Branch, Islamic Azad University, Marvdasht, Iran, amirsafa@yahoo.com

www.SID.ir