Archive of SID

Journal of Accounting and Auditing Review

Print ISSN: 2645-8020

Online ISSN: 2645-8039

# Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value?

**Samira Joudi**
MSc., Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran. E-mail: joudi.samira@yahoo.com.

**Gholamreza Mansourfar**
*Corresponding author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran. E-mail: g.mansourfar@urmia.ac.ir

**Hamzeh Didar**
Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran. E-mail: h.didar@urmia.ac.ir

## Abstract

**Objective:** Due to the different levels of corporate governance quality in different companies, it is expected that the quality of external and internal corporate governance in different companies will have a different effect on the reduction of agency problems and information asymmetry. This research investigates the role of corporate governance quality on the relationship between cash holdings and firm values when information asymmetry exists.

**Methods:** In this research, the quality of corporate governance has been measured from both internal and external dimensions. Also, to measure information asymmetry, that has a moderator role, three different criteria have been used. The data set includes 106 listed companies of the Tehran stock Exchange within the period 2007 to 2016. Multiple regression models are utilized to test the hypothesis.

**Results:** In the presence of information asymmetry, the higher (lower) quality of corporate governance would have a significant and positive (negative) effect on the relationship between cash holdings and firm values. These results were confirmed not only by considering the separated internal and external dimensions of corporate governance but also by integrating both dimensions.

**Conclusion:** In the presence of information asymmetry, strong corporate governance mechanisms will prevent the agency costs and firm value will increase.

**Keywords:** Internal and external corporate governance quality, Information asymmetry, Agency costs, Cash holdings, Firm value.

**Citation:** Joudi, S., Mansourfar, Gh., Didar, H. (2019). Internal and External Corporate Governance Quality, Information Asymmetry and Cash Holdings: Increase or Decrease in the Firm Value? *Journal of Accounting and Auditing Review*, 26(1), 39-64. (*in Persian*)

---

Journal of Accounting and Auditing Review, 2019, Vol. 26, No.1, pp. 39-64

DOI: 10.22059/acctgrev.2019.261197.1007924

Received: July 01, 2018; Accepted: December 31, 2018

© Faculty of Management, University of Tehran

www.SID.ir

Archive of SID

فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی

شاپا چـــاپـــی: ۲۶۴۵-۸۰۲۰
شاپا الکترونیکی: ۲۶۴۵-۸۰۳۹

# کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟

**سمیرا جودی**
کارشناس ارشد، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: joudi.samira@yahoo.com

**غلامرضا منصورفر**
* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: g.mansourfar@urmia.ac.ir

**حمزه دیدار**
دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران. رایانامه: h.didar@urmia.ac.ir

## چکیده

**هدف:** با توجه به متفاوت بودن کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های مختلف، انتظار می‌رود کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی و درونی قوی و ضعیف در شرکت‌های مختلف، بر کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر متفاوتی داشته باشد. پژوهش حاضر نقش کیفیت حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کرده است.

**روش:** در این پژوهش کیفیت حاکمیت شرکتی از دو بعد درونی و بیرونی سنجیده شده است. همچنین برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی که نقش تعدیلگری دارد از سه معیار مختلف استفاده شده است. داده‌های استفاده شده در پژوهش مربوط به ۱۰۶ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در فاصله بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است.

**یافته‌ها:** در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، کیفیت حاکمیت شرکتی قوی (ضعیف) بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تأثیر مثبت (منفی) و معناداری دارد؛ این نتایج نه تنها با لحاظ کردن دو بعد درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی به‌صورت مجزا به تأیید رسید، بلکه با تلفیق ابعاد درونی و بیرونی کیفیت حاکمیت شرکتی نیز تأیید شد.

**نتیجه‌گیری:** در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی مانع از بروز هزینه‌های نمایندگی می‌شود و از این طریق ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

**کلیدواژه‌ها:** کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه‌های نمایندگی، نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت.

**استناد:** جودی، سمیرا؛ منصورفر، غلامرضا؛ دیدار، حمزه (۱۳۹۸). کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی، عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد: افزایش یا کاهش ارزش شرکت؟ *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۱)، ۳۹- ۶۴.

---

فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۸، دوره ۲۶، شماره ۱، صص. ۳۹- ۶۴
DOI: 10.22059/acctgrev.2019.261197.1007924
دریافت: ۱۳۹۷/۰۴/۱۰، پذیرش: ۱۳۹۷/۱۰/۱۰
© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

www.SID.ir

Archive of SID



## مقدمه

وجه نقد از منابع مهم و حیاتیِ هر واحد اقتصادی محسوب می‌شود؛ به‌طوری که در اتخاذ بسیاری از تصمیمات مالی نقش اساسی دارد. وجه نقد کافی شرکت‌ها را از تأمین مالی خارجی پرهزینه برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت بی‌نیاز می‌کند. طبق نظر پینکویتز، استولز و ویلیامسون[1] (۲۰۰۶) زمانی که شرکت‌ها در بازارهای کامل (بدون مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی) فعالیت می‌کنند، هزینهٔ تأمین مالی خارجی با هزینهٔ تأمین مالی داخلی برابر است. در این وضعیت، چنانچه وجه نقد داخلی کافی نباشد، شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری، به‌آسانی به تأمین مالی خارجی روی می‌آورند که با نرخ کارا صورت می‌گیرد (درابتز و گرانینجر[2]، ۲۰۰۷). در این موقعیت، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی مستقل از هم بوده و نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت تأثیری نمی‌گذارد. اما واقعیت این است که بازارها در سطوح مختلفی از تکامل فعالیت می‌کنند و در صورت وجود نقص در بازار سرمایه، ارزش یک دلار وجه نقد تحصیل شده توسط شرکت‌ها با ارزش اسمی یک دلار نزد سهامداران متفاوت خواهد بود (باتز، کاهل و استولز[3]، ۲۰۰۹). تأثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت در بازارهای کامل و ناقص به‌واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی متفاوت است؛ زیرا برعکس بازارهای کامل، در بازارهای ناقص شرکت‌ها با ایجاد توازن بین هزینه‌ها و منافع نگهداری وجه نقد باید سطح بهینه‌ای را برای آن متصور باشند، سطحی که ارزش شرکت در آن حداکثر می‌شود (مارتینز، کریستیناز، پدرو و مارتینز[4]، ۲۰۱۳).

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها برای تأمین مالی بر اساس نظریه سلسله‌مراتبی عمل کرده و منابع داخلی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهند (مایزر و ماجلوف[5]، ۱۹۸۴). از سوی دیگر و بر اساس نظریه جریان وجه نقد آزاد جنسن[6] (۱۹۸۶)، مدیران فرصت‌طلب تلاش می‌کنند وجه نقد زیادی را به هزینهٔ سهامداران نگهداری کنند تا بتوانند از انعطاف‌پذیری عملیاتی در تعقیب اهدافشان برخوردار شوند. طبق این نظریه، به‌واسطه وجود مشکلات نمایندگی، نگهداشت وجه نقد مازاد می‌تواند تأثیر زیان‌باری بر ارزش شرکت داشته باشد؛ زیرا چنین منبعی به مدیران اجازه می‌دهد که اقدامات خودسرانه انجام دهند. در واقع، بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، شرکت‌ها ترجیح می‌دهند وجه نقد زیادی را نگهداری کنند. اما توجه به این نکته ضروری است که به‌واسطه وجود مشکلات نمایندگی، نگهداشت وجه نقد مازاد، ارزش شرکت را در بلندمدت کاهش می‌دهد؛ زیرا ممکن است مدیران از منابع نقدی مازاد برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های غیرسودآور استفاده کنند.

یکی از عواملی که باعث می‌شود منابع شرکت به‌درستی مدیریت شود، سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که با وجود عدم تقارن اطلاعاتی و به‌تبع آن مشکلات نمایندگی که بر شرکت‌ها و بازارهای سرمایه حاکم است، برای حفظ منافع سهامداران و به‌منظور افزایش ارزش شرکت از آن استفاده می‌شود. با گسترش تضادهای نمایندگی، سهامداران برای محافظت از منافع خود در برابر اقدامات خودسرانه مدیران، لازم بود توجه و کنترل ویژه‌ای بر مدیران اعمال کنند. در این راستا رویکردهای جدیدی برای همسو کردن منافع سهامداران با مدیران گسترش یافت و در نهایت اصول و

1. Pinkowitz, Stulz & Williamson
2. Drobetz & Grüninger
3. Bates, Kahle & Stulz
4. Martinez-solano, Cristinaz, Pedro& Martinez-Solano
5. Myers & Majluf
6. Jensen

www.SID.ir

Archive of SID



حاکمیت شرکتی توسعه پیدا کرد (صفری گرایلی و بالارستاقی، ۱۳۹۳). هدف از حاکمیت شرکتی، ایجاد چارچوب مناسبی است که بر اساس آن بین منافع انواع ذی‌نفعان، آزادی عمل مدیریت و پاسخ‌گویی مدیریت، توازن مناسبی برقرار شود (نیکبخت و طاهری، ۱۳۹۳). به بیان دیگر، حاکمیت شرکتی سازوکاری است که از طریق اعمال آن، مشکلات نمایندگی کاهش پیدا می‌کند، کیفیت اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها بهبود می‌یابد و رعایت حقوق سهامداران و کلیه ذی‌نفعان از جمله دولت و عموم مردم جامعه در کانون توجه قرار می‌گیرد (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹). سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر میزان اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌ها تأثیر گذاشته و احتمال افشا نشدن مطلوب و کامل اطلاعات را کاهش می‌دهد (لوبو[1]، ۲۰۰۷). سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ایجاد ارزش برای سهامداران، رابطه مستقیمی دارد (رحیمیان، صالح نژاد و سالکی، ۱۳۸۸)؛ از این رو برای کاهش تعارضات و هزینه‌های نمایندگی به ساختار حاکمیت شرکتی توجه می‌شود (دی[2]، ۲۰۰۸). حاکمیت شرکتی درونی یکی از فرایندهای راهبری تلاش‌های شرکت به‌منظور ایجاد ارزش برای سهامداران است و فلسفه و سازوکاری برای حمایت از منافع فردی و گروهی صاحبان منافع شرکت و تمام مدعیان محسوب می‌شود (حسن و بوت[3]، ۲۰۰۹). هر شرکتی به‌نوعی با ترکیبی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی داخلی و خارجی اداره می‌شود (بالاسوبرامانیم و گروگ[4]، ۲۰۱۲).

با بررسی اجزای مدل‌های حاکمیت شرکتی در سطح کشورهای مختلف، می‌توان این گونه نتیجه‌گیری کرد که آثار مالکیت، شفافیت، حقوق سهامداران و اثربخشی هیئت مدیره در اکثر آنها مشترک بوده و می‌تواند به‌عنوان سازوکارهای درونی برای بررسی و رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکت‌ها به‌کار گرفته شود. از طرفی، مطالعات اخیر نشان داده است که افزون بر سازوکارهای درونی شرکت، عوامل خارج از مرزهای شرکت، همچون فعالیت رقابتی و وضعیت رقبا بر رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارد (دیدار، منصورفر و زارع، ۱۳۹۶)؛ زیرا در صنایعی که رقابت شدیدی وجود دارد، سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تری حاکم است. کوکاریا، گرلون، گرینشتاین و میچیلی[5] (۲۰۱۲) بیان می‌کنند که رقابت در بازار تا حد زیادی تضاد بین مدیران و سرمایه‌گذاران و به‌تبع آن مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد. وجود رقابت فشرده در بازار و میان شرکت‌های فعال در یک صنعت، در مدیران انگیزه لازم را ایجاد می‌کند تا عملکرد کارا داشته باشند (آلن وگال[6]، ۲۰۰۰)؛ زیرا شرایط رقابتی حاکم بر بازار به‌سرعت مدیران بی‌صلاحیت را شناسایی و از بازار خارج می‌کند و به مدیران اجازه نمی‌دهد که برای استفاده از منابع شرکت به نفع خود، اقدامات خودسرانه انجام دهند. از طرفی، افزایش رقابت بازار محصول، کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های کنترلی را در پی دارد. این مسئله فرصت بزرگی را برای سرمایه‌گذاران و رقبا ایجاد می‌کند که بتوانند میزان عملکرد شرکت را نسبت به عملکرد رقبا در بازار محصول اندازه‌گیری کنند و در نهایت باعث شوند هزینه‌های کنترلی کاهش یابد. گرنتر، گیبانز و اچارفسترین[7] (۱۹۸۸) دربارهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی بیرونی بیان کرده‌اند که شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی فعالیت می‌کنند، سیاست‌های افشای بهتری را دنبال می‌کنند. همچنین نتایج برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهد که یکی از عوامل مؤثر در بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری، رقابت در بازار محصول است (چنگ، مان و یی[8]، ۲۰۱۳). بازار محصول و رقابت در

1. Lobo
2. Dey
3. Hasan & Butt
4. Balasubramanian & George
5. Chhaochharia, Grullon, Grinstein & Michaely
6. Allen & Gale
7. Gertner, Gibbons & Scharfstein
8. Cheng, Man & Yi

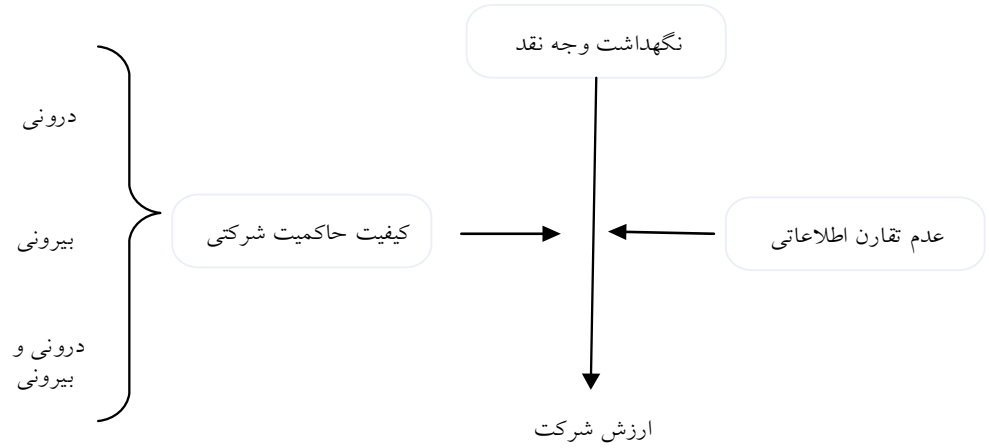
www.SID.ir

Archive of SID



این بازار یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکت به‌شمار می‌رود. بنابراین یکی از عوامل مهم دیگر برای همسوسازی منافع مدیران با مالکان، رقابت در بازار محصول است. دستیابی به حداکثر کارایی، یکی از شرایط بقا در بازارهای رقابتی محسوب می‌شود. بنابراین اگر بازار محصول به اندازه کافی رقابتی باشد، مدیران وادار می‌شوند در جهت منافع سهامداران حرکت کنند (سلارکا[1]، ۲۰۱۲).

بدین ترتیب، به نظر می‌رسد ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی از هر دو بعد درونی و بیرونی در شرایطی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد و با توجه به تأثیری که بر کاهش تضادهای نمایندگی می‌گذارد، موجب استفاده کاراتر مدیران از منابع شرکت در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران شده و ریسک استفاده نامناسب از منابع نقدی را به‌طور شایان توجهی کاهش دهد. با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، تأثیر نگهداشت وجه نقد بر ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی متفاوت از زمانی خواهد بود که شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سطح ضعیفی باشند. هدف پژوهش حاضر، بررسی آثار عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت با در نظر گرفتن کیفیت حاکمیت شرکتی است. برای بررسی بیشتر و دقیق‌تر نقش کیفیت حاکمیت شرکتی نیز از کیفیت حاکمیت شرکتی در دو بعد درونی و بیرونی استفاده شده است. بر این اساس، شرکت‌ها به‌صورت مجزا و بر اساس رتبه کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی به دو گروه شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف دسته‌بندی شدند. برای بررسی دقیق‌تر نتایج و ارائه مستندات بیشتر، بار دیگر شرکت‌ها با لحاظ کردن هر دو شاخص حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی به‌صورت هم‌زمان نیز دسته‌بندی شدند. بر اساس بررسی‌های انجام گرفته، این تحقیق نخستین پژوهشی است که رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی با در نظر گرفتن ابعاد درونی و بیرونی کیفیت حاکمیت شرکتی به دو صورت تفکیکی و تلفیقی بررسی می‌کند. نتایج به‌دست آمده در این پژوهش، ضمن پرکردن خلأ پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه، می‌تواند برای مدیران، سیاست‌گذاران بورس، سرمایه‌گذاران و سایر ذی‌نفعان در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.




**شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش**

1. Selarka

www.SID.ir

Archive of SID



## مبانی نظری پژوهش

طبق نظریه میرز و مجلوف (۱۹۸۴)، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، تأمین مالی خارجی به اطلاعات حساس است. در چنین شرایطی، مدیریت تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهد. در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، اگر منابع نقدی داخل شرکت برای تأمین مالی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت کافی نباشد، ممکن است مدیران از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور صرف‌نظر کنند. در این حالت وجه نقد ارزش بیشتری برای شرکت پیدا می‌کند (درابتز، گرانینجر و هیرشوگل[1]، ۲۰۱۰). در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی و به‌منظور کاهش هزینه‌های برآمده از آن، سیاست تأمین مالی از رویه سلسله‌مراتبی پیروی می‌کند؛ به‌طوری که شرکت‌ها ابتدا از محل سود انباشته، بعد از آن با بدهی‌هایی که خطر کمتری برای شرکت در پی دارد و سپس با بدهی‌های پرخطر و سرانجام اگر مجبور شوند با انتشار سهام، پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود را تأمین مالی می‌کنند. در نتیجه، چون مدیر منابع داخلی تأمین مالی را بر منابع خارجی ترجیح می‌دهد، به انباشت وجه نقد تمایل زیادی دارد.

از طرفی طبق نظریه جنسن (۱۹۸۶) وجوه نقد مازاد به مدیران اجازه می‌دهد تا از کنترل بازار اجتناب کنند. مدیران با نگهداشت وجه نقد بیشتر منابع تحت کنترل خود را افزایش داده و ترجیح می‌دهند با وجه نقد موجود در داخل شرکت فعالیت کنند تا مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند (فریرا و وایللا[2]، ۲۰۰۴). در شرکت‌هایی که جریان وجوه نقد آزاد بالایی دارند، به‌دلیل وجود مسئله نمایندگی این احتمال وجود دارد که مدیران با سوءاستفاده از وجوه مزبور به فعالیت‌های غیرارزش‌زا بپردازند و تمایلی به کاهش وجوه نقد مازاد مانند پرداخت سود سهام نداشته باشند (درابتز و همکاران، ۲۰۱۰). از سوی دیگر، بر اساس تئوری نمایندگی چنین رفتار فرصت‌طلبانه‌ای نتایج نامطلوبی را برای شرکت و مالکان به‌دنبال دارد (بنکز[3]، ۲۰۰۴).

در این میان یکی از عوامل اصلی برای کاهش هزینه‌های عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی، سازوکارهای کیفیت حاکمیت شرکتی است (درانو و کیم[4]، ۲۰۰۵). اگر شرکت‌ها با فعالیت در بازارهای کامل بتوانند به‌آسانی تأمین مالی را انجام دهند، اقداماتی که برای ارتقای کیفیت حاکمیت شرکتی و کاهش هزینه‌های نمایندگی انجام می‌شود، اقدامات زائدی محسوب خواهد شد. اما شرکت‌ها در بازارهای کامل فعالیت نمی‌کنند و شواهد موجود نیز وجود نقص در بازار سرمایه را تأیید می‌کند. طبق نظر جنسن (۱۹۹۳)، اشلیفر و ویشنی[5] (۱۹۹۷) و جان و سنبت[6] (۱۹۹۸) حاکمیت شرکتی ترکیبی از سازوکارهای درونی و بیرونی است که در تعامل با یکدیگر، محیط حاکمیت شرکتی را تشکیل می‌دهند. اجرای حاکمیت شرکتی فضای اعتماد بین مدیران و سهامداران را گسترش داده و کارایی شرکت را در دو بعد برون سازمانی و درون سازمانی افزایش می‌دهد. با افزایش این نوع اعتماد، دارایی شرکت افزایش و ریسک شرکت در فضای بازار کاهش می‌یابد و در نتیجه، بر ارزش شرکت افزوده می‌شود.

1. Drobetz, Grüninger, & Hirschvogl
2. Ferreira & Vilela
3. Banks
4. Durnev & Kim
5. Shleifer & Vishny
6. John & Senbet

www.SID.ir

Archive of SID



## پیشینهٔ تجربی

بهات، چن، جبرن و بهوتا[1] (۲۰۱۸) در پژوهشی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. موسوا، موسی و دنوروا[2] (۲۰۱۸) در پژوهشی اثر حاکمیت شرکتی را بر عدم تقارن اطلاعات بررسی کردند. نتایج آنها نشان می‌دهد بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی و معناداری برقرار است؛ به‌طوری که هر چه حاکمیت شرکتی قوی‌تری بر شرکت‌ها حاکم باشد، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش پیدا می‌کند. کای، لیو، کوین و یو[3] (۲۰۱۵) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند، از نظارت هیئت مدیره استفاده کمتری می‌کنند. آنها نشان دادند که بعد از قانون ساربینز اکسلی، شرکت‌های با عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر باید تحت نظارت بیشتری قرار گیرند تا از اقدامات فرصت‌طلبانه مدیران جلوگیری کنند. بوباکر، درائیچ و نگوین[4] (۲۰۱۳) به بررسی تأثیر هئیت مدیره بر سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. نتایج ایشان نشان می‌دهد که ویژگی‌های هیئت مدیره بر نگهداشت وجه نقد تأثیر مستقیم دارد. یانگ وای و ژو[5] (۲۰۱۳) ارتباط میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و نگهداشت وجه نقد در بورس سهام هنگ کنگ را بررسی کردند. بر اساس یافته‌های آنان، رابطه منفی و معناداری بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با نگهداشت وجه نقد و رابطه مثبت و معناداری بین مالکیت مدیریتی و نگهداشت وجه نقد وجود دارد. ویلسون[6] (۲۰۱۱) به این نتیجه رسید که شرکت‌هایی که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری دارند، تمایل دارند که هیئت مدیره استقلال کمتری داشته باشد و به احتمال زیاد، مدیر عامل عضو هیئت مدیره است. نتیجه دیگر وی نشان داد که در صورت عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مالکیت مدیر عامل جایگزین نظارت هیئت مدیره می‌شود. کای، لیو و کوین[7] (۲۰۰۹) اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر سه سازوکار اصلی حاکمیت شرکتی (شدت نظارت هیئت مدیره، بازار کنترل شرکت و همگرایی انگیزه مدیر عامل) بررسی کردند. یافته‌های آنها مؤید این است که شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، به استفاده کمتر از نظارت هیئت مدیره، کنترل بیشتر بازار و همگرایی انگیزه بالاتر گرایش دارند؛ به این معنا که عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، هزینه نظارت مستقیم را افزایش داده و باعث استفاده از راهکارهای نظارت غیرمستقیم برای کاهش نظارت غیرمستقیم می‌شود. لی[8] (۲۰۰۹) با انتخاب نمونه‌ای در پنج کشور آسیایی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که ساختار مدیریتی قوی‌تری دارند، وجه نقد را در سطح پایین نگهداری می‌کنند. هالمن، هارتزد و پارسنس[9] (۲۰۰۹) دو ابزار انگیزشی مدیران، شامل شدت نظارت هیئت مدیره و استفاده از پرداخت بر مبنای عملکرد مدیر عامل را تجزیه و تحلیل کردند. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که این دو سازوکار جایگزین یکدیگرند. به‌علاوه، اطلاعات نامتقارن‌تر به کاهش نظارت هیئت مدیره و پرداخت بیشتر به مدیرعامل بابت عملکرد منجر می‌شود. هارفورد، مکسول و مانسی[10] (۲۰۰۸) رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ساختار حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. یافته‌های آنها نشان داد در شرکت‌هایی که درصد مالکیت نهادی بیشتر است، وجه نقد زیادی نگهداری می‌شود؛ اما شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی آنها بهتر است و هیئت مدیره بزرگ‌تری

1. Bhot, Chen, Jebran & Bhutto
2. Musova, Musa, & Debnarova
3. Cai, Liu, Qian & Yu
4. Boubaker, Derouiche & Nguyen
5. Ying Wai & Zhu
6. Wilson
7. Cai, Lui, Yixin. Qian, Yiming
8. Lee
9. Hallman, Hartzell & Parsons
10. Harford, Mansi & Maxwell

www.SID.ir

Archive of SID



دارند، وجه نقد کمتری نگهداری می‌کنند. نتایج پژوهش قربانی نسب و خان محمدی (۱۳۹۷) نشان می‌دهد که مازاد جریان نقد آزاد بر توانایی پیش‌بینی جریان نقد آزاد تأثیر مثبتی دارد و همچنین، ابعاد حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مازاد جریان نقد آزاد و پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی بی‌تأثیر بوده و اندازه شرکت بر رابطه بین مازاد جریان نقد آزاد و پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی مؤثر نیست. یافته‌های گرد، محمدی و گلدوست (۱۳۹۴) نشان می‌دهد که بین متغیرهای اتکا بر بدهی، مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین بین متغیرهای دوره تصدی مدیر عامل، تمرکز مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیر عامل با سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معناداری وجود ندارد. معبادی، عبدلی، دهدار و دارایی (۱۳۹۳) به بررسی ارتباط بین نگهداشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پرداختند. نتایج پژوهش گویای آن است که بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت وجود دارد و این یافته‌ها مؤید نظریه سلسله‌مراتبی است. قربانی و عدیلی (۱۳۹۱) رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت را در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از داده‌های ۱۰۵ شرکت بررسی کردند. یافته‌های آنان نشان داد که در وضعیت عدم تقارن اطلاعاتی، بین ارزش شرکت و نگهداشت وجه نقد رابطه منفی معناداری وجود دارد و این یافته‌ها مؤید نظریه جریان نقد آزاد است.

## فرضیه‌های پژوهش

با توجه به پیشینه و مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی/ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت/منفی و معناداری دارد.

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی قوی/ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت/منفی و معناداری دارد.

فرضیه سوم: شرایط حاکم بر فرضیه‌های اول و دوم در صورت تلفیق کیفیت حاکمیت شرکتی درونی با کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی تشدید می‌شود.

## روش‌شناسی پژوهش

برای اجرای این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. انتخاب نمونه نهایی با رعایت این شرایط از میان شرکت‌های جامعه انجام شد: پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد؛ نباید سال مالی خود را در طی سال‌های مد نظر تغییر داده باشند؛ شرکت‌های مدنظر تولیدی بوده و جزء شرکت‌های مالی نظیر بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه و سرمایه‌گذاری نباشند؛ تا سال ۱۳۹۵ از فهرست شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده و دارای فعالیت مستمر باشند به‌طوری‌که وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند. با توجه به معیارهای ذکر شده، ۱۰۶ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شد.

www.SID.ir

Archive of SID



## مراحل تخمین

برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی و به‌صورت مجزا به دو گروه شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی قوی و ضعیف طبقه‌بندی شدند. سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از سه معیار مختلف اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و با استفاده از مدل پینکویتز و همکاران (۲۰۰۶)، ۱۸ رگرسیون جداگانه تخمین‌زده شد. در نهایت، برای بررسی دقیق‌تر نتایج و اطمینان بیشتر از یافته‌های پژوهش، با فرض اینکه تلفیق شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی در کل به بهبود رتبه حاکمیت شرکتی منجر می‌شود، تحلیل‌های فوق با ترکیب هر دو شاخص حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بار دیگر بررسی شدند.

## مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

### حاکمیت شرکتی

در این پژوهش برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی درونی، از شاخص چند بعدی و ترکیبی حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) استفاده شده است. الگوی حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) یکی از الگوهای جامع برای رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکتی در محیط ایران است. ایشان با بررسی اجزای مدل‌های کیفیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در مؤسسه‌های رتبه‌بندی بین‌المللی و در سطح کشورهای مختلف، چهار بعد اثرهای مالکیت، شفافیت، حقوق سهامداران و اثربخشی هیئت مدیره را که در اغلب آنها مشترک است، ابعاد مدل در نظر گرفتند. هر یک از این ابعاد سه یا چهار مؤلفه و هر یک از مؤلفه‌ها شامل چندین شاخص (در مجموع ۹۳ شاخص) است. تفاوت این مدل با مدل‌های ارائه شدهٔ دیگر در این است که هر یک از این شاخص‌ها وزن خاصی دارد که نمرهٔ نهایی کیفیت حاکمیت شرکتی (CGQ)[1] را دقیق‌تر محاسبه می‌کند. در نهایت از تعداد ۸۴۸ سال ـ شرکت، شرکت‌هایی که مقدار شاخص CGO آنها بیشتر از میانه کل مشاهدات است، به‌عنوان شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی و شرکت‌هایی که شاخص CGO آنها کمتر از میانه است، به‌عنوان شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف طبقه‌بندی شدند. در ایران بسیاری از پژوهشگران از جمله دیدار و همکارانش (۱۳۹۶) و شعری، حساس یگانه، سدیدی و نره‌ئی (۱۳۹۵) برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از این مدل استفاده کرده‌اند.

برای اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی (رقابت صنایع) نیز از شاخص هرفیندال ـ هیرشمن استفاده شده است. این شاخص رایج‌ترین شاخص تمرکزسنجی است که برای اندازه‌گیری میزان رقابت بین صنایع مختلف توانایی زیادی دارد. هرچه مقدار این شاخص به عدد صفر نزدیک شود، بازار به سمت رقابتی شدن، میزان تمرکز کمتر و رقابت بیشتر و هرچه به ۱ نزدیک شود، بازار به‌سمت انحصاری شدن، میزان تمرکز بیشتر و رقابت در صنعت حرکت می‌کند. اندازه‌گیری این شاخص به شرح زیر است:

$$\sum_{j=1}^{n}\left(\frac{MV_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{I} MV_{i,j,t}}\right)^2 HHI_{j.t} \qquad \text{رابطه ۱)}$$

که در آن HHI شاخص هرفیندال ـ هیرشمن، $MV_{i,j,t}$ ارزش بازار سهام i در صنعت j در سال t است. از این

1. Corporate Governance Index

www.SID.ir

Archive of SID



شاخص در تحقیقات پژوهشگرانی از جمله تیرول[1] (۱۹۹۸)، گرولون و میچیلی[2] (۲۰۰۸) گیرود و موئلر[3] (۲۰۱۱) و لیو[4] (۲۰۱۶) استفاده شده است.

## عدم تقارن اطلاعاتی

در این پژوهش از سه معیار مختلف برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی که نقش تعدیلگری دارد، استفاده شده است. اولین معیار برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده از مدل هم‌زمانی قیمت سهام است. جانستون[5] (۲۰۰۹) هم‌زمانی قیمت سهام را درجه‌ای از اطلاعات صنعت و بازار می‌داند که در قیمت سهام شرکت منعکس شده است. هم‌زمانی قیمت سهام معیاری است که با استفاده از $R^2$ مدل بازار، محاسبه می‌شود و نسبت نوسان ریسک سیستماتیک را به نوسان ریسک غیرسیستماتیک اندازه‌گیری می‌کند، به این صورت که هر چه $R^2$ (ضریب تعیین) بیشتر باشد، هم‌زمانی قیمت سهام بالاتر خواهد بود و میزان اطلاعات بازار که در بازده سهام منعکس شده، بیشتر است (چان، هامونـد و کنگ[6]، ۲۰۱۳). در این پژوهش برای به‌دست آوردن $R^2$ از ضریب تعیین مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ[7] (۱۹۹۳) به شرح زیر استفاده شده است:

$$R_I - R_f = \alpha_i + b_i(R_M - R_f) + s_i SMB + h_i HML + \varepsilon_i$$ رابطه ۲)

در این رابطه، $R_i$ بازده ماهانه سهام و $R_f$ بازدهی بدون ریسک است که برای آن نرخ سود علی‌الحساب اعلام شده اوراق مشارکت دولتی برای سال‌های ۸۷ تا ۹۵ استفاده شده است. $(R_M - R_f)$ عبارت است از صرف ریسک بازار که به‌صورت مازاد بازده پرتفوی بازار نسبت به نرخ بازده بدون ریسک تعریف می‌شود. SMB نشان‌دهنده پرتفوی اندازه است. به‌منظور محاسبهٔ بازده پرتفوی اندازه برای هر سال، ابتدا سهام شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه شرکت در پایان سال مالی قبل به دو دسته سهام با اندازه کوچک (S) و سهام با اندازه بزرگ (B) که هر یک نیمی از سهام نمونه را دربردارند، دسته‌بندی می‌شوند. در مرحله بعد، بار دیگر برای هر سال، سهام شرکت‌های نمونه بر اساس نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار به سه دسته حاوی ۳۰ درصد فوقانی (H)، ۴۰ درصد میانی (M) و ۳۰ درصد تحتانی (L) طبقه‌بندی می‌شوند. از این ترکیب شش پرتفوی (SH، SM، SL، BH، BM، BL) تشکیل می‌شود. در نتیجه بازده پرتفوی اندازه به طریق زیر به‌دست می‌آید.

$$r_{SMB} = \frac{(r_{SH} + r_{SM} + r_{SL})}{3} - \frac{(r_{BH} + r_{BM} + r_{BL})}{3}$$ رابطه ۳)

اندازه شرکت (Size) از طریق ضرب تعداد سهام شرکت در قبل در قیمت سهام شرکت در آخرین روز معاملاتی به‌دست می‌آید (رابطهٔ ۴).

1. Tirole
2. Grullon & Michaely
3. Giroud & Mueller
4. Liu
5. Johnston
6. Chan, Hameed & Kang
7. Fama & French

www.SID.ir

Archive of SID



رابطه ۴) قیمت سهام × تعداد سهام انتشار یافته = ارزش روز شرکت

HML نشان‌دهنده عامل ارزش است که از تفاوت بین میانگین بازده پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین به‌دست می‌آید. بازده این پرتفوی بدین صورت محاسبه می‌شود:

رابطه ۵) $$r_{HML} = \frac{(r_{SH} + r_{BH})}{2} - \frac{(r_{SL} + r_{BL})}{2}$$

پس از محاسبه متغیرهای مربوط به مدل سه عاملی فاما و فرنچ، از آنجا که $R^2$ در بازه صفر تا یک قرار دارد، برای به‌دست آوردن توزیع نزدیک به نرمال، مطابق تحقیق پیتروسکی و رولستون[1] (۲۰۰۴)، مورک، یونگ و یو[2] (۲۰۰) و جانستون (۲۰۰۹)، از لگاریتم طبیعی برای تعریف متغیر هم‌زمانی قیمت (SYNCH) به شرح زیر استفاده می‌شود:

رابطه ۶) $$SYNCH_{i.t} = LN\left(\frac{R^2_{i.t}}{1 - R^2_{i.t}}\right)$$

لیو (۲۰۱۶) برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از این الگو بهره گرفته است.

دومین معیار برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی، استفاده از درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی است. به عقیده کوئتو[3] (۲۰۰۹) حضور سهامداران عمده و سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیتی شرکت می‌تواند در نظارت بر عملیات مدیریتی مؤثر واقع شود؛ زیرا در بازارهای سهام نوظهور سازوکارهای کنترلی و حمایتی مؤثری در خصوص حفاظت و حمایت از سهامداران وجود ندارد، در نتیجه مدیران در راستای منافع سهامداران عمل نخواهند کرد، نظارت سهامداران نهادی می‌تواند در بین انواع گسترده‌ای از ابزارها و نیروهای بازار که برای کاهش واگرایی میان منافع مدیران و مالکان عمل می‌کنند، تناسب ایجاد کند. طبق بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، سرمایه‌گذار نهادی شامل هر شخص حقیقی یا حقوقی است که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست ناشر را خریداری کند. به تبعیت از مدل گو و کیو[4] (۲۰۱۴) از درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII)[5] به عنوان دومین معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است که این مدل به شرح زیر است:

رابطه ۷) $$PCNII_{i.t} = \frac{Num.of\ inst.holding_{i.t} - Num.of\ inst.holding_{i.t-1}}{Num.of\ inst.holding_{i.t-1}}$$

1. Piotroski, & Roulstone
2. Morck & Yeung
3. Cueto
4. Guo & Qiu
5. Percentage Change in the Number of Institutional Investors

www.SID.ir

Archive of SID



$\text{Num.of inst.holding}_{i.t}$ معرف تعداد سرمایه‌گذاران نهادی در سال جاری و $\text{Num.of inst.holding}_{i.t-1}$ تعداد سرمایه‌گذاران نهادی در سال قبل است. لیو (۲۰۱۶) برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از این الگو بهره گرفته است.

سومین معیاری که برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده، دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نام دارد که ونکاتش و چیانگ[1] (۱۹۸۶) آن را طراحی کرده‌اند. هیلی، هاتون و پالیپو[2] (۱۹۹۹)؛ لوز و ورچیا[3] (۲۰۰۰)؛ کورمیر، سیلواین و ماری[4] (۲۰۰۹)؛ آجینا، ساگن و باخال[5] (۲۰۱۵)؛ راوی و هانگ[6] (۲۰۱۵)، جهانگیرنیا، رهنمای رودپشتی و وکیلی فرد (۱۳۹۶) و آقایی، احمدیان و سفیدگران (۱۳۹۶) و غیره، برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از این الگو بهره گرفته‌اند این الگو به شرح زیر است:

رابطه ۸)
$$SPREAD_{i.t} = \frac{(AP - BP) \times 100}{(AP + BP) \div 2}$$

که در آن SPREAD دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، AP میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t و BP میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t است. هر چه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام عدد بزرگ‌تری باشد، حاکی از عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است.

برای بررسی نقش کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از مدل پینکویتز و همکاران (۲۰۰۶)، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی به‌صورت زیر وارد الگوی اصلی می‌شود:

رابطه ۹)
$$\begin{aligned}\frac{V_{i.t}}{TA_{i.t}} = {} & \beta_0 + \beta_1 \frac{C_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_2 \frac{C_{i.t}}{TA_{i.t}} * Info - Asyn_{i.t} + \beta_3 Info - Asyn_{i.t} + \beta_4 \frac{E_{i.t}}{TA_{i.t}} \\ & + \beta_5 \frac{I_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_6 \frac{D_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_7 \frac{dNA_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_8 \frac{dE_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_9 \frac{dI_{i.t}}{TA_{i.t}} + \beta_{10} \frac{dD_{i.t}}{TA_{i.t}} \\ & + \beta_{11} \frac{dE_{i.t+1}}{TA_{i.t+1}} + \beta_{12} \frac{dI_{i.t+1}}{TA_{i.t+1}} + \beta_{13} \frac{dNA_{i.t+1}}{TA_{i.t+1}} + \beta_{14} \frac{dD_{i.t+1}}{TA_{i.t+1}} \\ & + \beta_{15} \frac{dv_{i.t+1}}{TA_{i.t}} + \varepsilon_{i.t}\end{aligned}$$

در این الگو V نشان‌دهنده ارزش بازار شرکت؛ C مانده وجه نقد؛ $\frac{C}{\text{TA}} * \text{Info} - \text{Asyn}$ ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی و نگهداشت وجه نقد؛ $\text{Info} - \text{Asyn}$ عدم تقارن اطلاعاتی؛ E سود خالص عملیات در حال تداوم؛ I هزینه بهره؛ D سود سهام پرداختی؛ NA خالص دارایی‌ها؛ TA نشان‌دهنده دارایی‌های کل و متغیرهای نشان داده شده با نماد d تغییرات

1. Venkatesh & Chiang
2. Healy, Hutton & Palepu
3. Leuz & Verrecchia
4. Cormier, Sylvain & Marie
5. Ajina, Sougne & Lakhal
6. Ravi & Hong

www.SID.ir

Archive of SID



سال جاری را نسبت به سال قبل منعکس می‌کند. متغیرهای کنترلی به منظور کنترل اثر این متغیرها وارد الگو شده که انتظار می‌رود ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

## یافته‌های پژوهش

برای بررسی نرمال بودن متغیرها از آزمون جارک ـ برا استفاده شد. با توجه به اینکه برای کلیه متغیرها احتمال آماره این آزمون در سطح اطمینان ۹۵ درصد، کمتر از مقدار ۵ درصد بود، هیچ یک از متغیرها نرمال نبودند. بر این اساس برای بررسی میزان همبستگی بین متغیرها از روش اسپیرمن استفاده شد. به‌طور کلی، نتایج آزمون همبستگی بین متغیرها نشان داد که همبستگی زیادی بین متغیرهای مستقل وجود نداشته و در نتیجه وجود مشکل هم‌خطی بین متغیرهای مستقل متصور نیست.

برای سنجش اعتبار تخمین نهایی، نتایج آزمون ناهمسانی واریانس‌ها با استفاده از آزمون وایت، ناهمسانی واریانس‌ها بین جملات خطا را نشان داد. برای رفع این مشکل از روش Huber white استفاده شد. همچنین برای بررسی وجود خودهمبستگی (بین جملات خطا) از آماره دوربین واتسون استفاده شد. از آنجا که مقدار آماره دوربین واتسون برای کلیه تخمین‌ها، در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار داشت، می‌توان گفت که مشکل خودهمبستگی بین جملات خطا وجود ندارد. در نهایت برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از سه معیار مختلف اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی و دو معیار مختلف تفکیک شرکت‌ها، ۱۸ رگرسیون جداگانه با استفاده از مدل رگرسیونی ارائه شده توسط پینکویتز و همکاران (۲۰۰۶) به روش داده‌های مقطعی برآورد شد. نتایج آزمون فرضیه‌ها در ادامه آورده شده است.

## نتایج آزمون فرضیه‌ها

### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نتایج ارزیابی وجه نقد برای شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی و ضعیف (شاخص CGI)، با استفاده از ۳ معیار مختلف اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی در جدول ۱ ارائه شده است.

مقدارآماره F (۰/۰۰۰۱) گویای معناداری کل مدل رگرسیونی در هر سه روش اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی است. نتایج جدول نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی قوی وجود دارد، ضریب اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار است. از این رو، حاکمیت شرکتی قوی از هزینه‌های نمایندگی جلوگیری کرده و مانع بروز خطرهای اخلاقی مدیران می‌شود. از طرفی در شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیفی وجود دارد، علامت و ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار است، پس می‌توان گفت سازوکارهای حاکمیت شرکتی ضعیف به‌طور مؤثر نمی‌توانند از هزینه‌های نمایندگی جلوگیری کنند. این مسئله باعث می‌شود مدیران در جهت اهداف خود گام بردارند و ارزش شرکت را در بلندمدت کاهش دهند.

www.SID.ir

Archive of SID



جدول ۱. نتایج آزمون فرضیه اول با شاخص CGI

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| نماد | CGQ>میانه | CGQ<میانه | CGQ>میانه | CGQ<میانه | CGQ>میانه | CGQ<میانه |
| $C/TA_t$ | ۳/۲۸* | ۴/۵۸ | ۲/۹۰ | ۱/۱۵ | −۳/۵۱ | −۲/۱۷ |
| | ۰/۰۰** | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۲۵ | ۰/۰۳ | ۰/۱۹ |
| $C/TA_t$*SYNCH(FF3) | ۵/۹۸ | −۲/۲۵ | | | | |
| | ۰/۰۰ | ۰/۰۲ | | | | |
| SYNCH(FF3) | ۰/۰۵ | ۰/۲۴ | | | | |
| | ۰/۰۰۱ | ۰/۰۱ | | | | |
| $C/TA_t$*TPCNII | | | ۳/۷۱ | −۴/۷۶ | | |
| | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۴ | | |
| TPCNII | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | | |
| | | | ۰/۹۰ | ۰/۸۴ | | |
| $C/TA_t$*Spread | | | | | ۰/۲۱ | −۰/۱۸ |
| | | | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |
| Spread | | | | | −۰/۰۲ | ۰/۰۱ |
| | | | | | ۰/۰۱ | ۰/۵۳ |
| $E/TA_t$ | −۰/۰۲ | ۰/۰۱ | ۰/۱۵ | −۰/۳۳ | ۰/۱۸ | ۲/۳۰ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۶۲ | ۰/۳۲ | ۰/۲۸ | ۰/۲۶ | ۰/۰۱ |
| $dE/TA_t$ | −۰/۰۱ | ۰/۰۱ | −۰/۵۵ | −۰/۶۰ | −۰/۶۸ | −۱/۸۴ |
| | ۰/۴۳ | ۰/۷۵ | ۰/۶۰ | ۰/۱۶ | ۰/۰۶ | ۰/۰۱ |
| $dE/TA_{i+1}$ | −۰/۰۶ | ۰/۰۱ | ۲/۰۲ | −۰/۰۵ | −۰/۴۹ | −۰/۱۶ |
| | ۰/۰۴ | ۰/۵۳ | ۰/۲۸ | ۰/۸۶ | ۰/۰۱ | ۰/۷۸ |
| $I/TA_t$ | −۱۸/۳ | −۵/۲۲ | ۰/۰۶ | −۴/۶۹ | −۱/۵۸ | −۰/۹۸ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۹۶ | ۰/۰۱ | ۰/۴۱ | ۰/۵۴ |
| $dI/TA_t$ | ۱۶/۷۰ | ۲/۵۵ | −۳/۶۶ | −۴/۰۵ | −۱۲/۱ | −۰/۷۴ |
| | ۰/۱۶ | ۰/۵۲ | ۰/۰۱ | ۰/۰۳ | ۰/۰۱ | ۰/۶۱ |
| $dI/TA_{t+1}$ | −۸/۲۸ | −۳/۴۴ | −۳/۳۴ | −۳/۳۴ | ۳/۲۰ | ۸/۲۰ |
| | ۰/۴۰ | ۰/۰۷ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۵۲ | ۰/۰۱ |
| $D/TA_t$ | ۵/۵۸ | ۱/۳۳ | ۴/۳۰ | ۲/۷۷ | ۳/۰۱ | −۱/۲۴ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۲۰ | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۰ | ۰/۴۳ |
| $dD/TA_t$ | −۰/۴۳ | ۰/۹۸ | ۲/۷۴ | ۲/۷۸ | −۱/۷۷ | ۲۱/۴۶ |
| | ۰/۷۰ | ۰/۱۰ | ۰/۱۲ | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ |

www.SID.ir

Archive of SID



ادامه جدول ۱

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| نماد | CGQ>میانه | CGQ<میانه | CGQ>میانه | CGQ<میانه | CGQ>میانه | CGQ<میانه |
| $dD/TA_{i+1}$ | ۰/۲۸ | ۱/۸۰ | ۴/۲۱ | ۴/۴۴ | ۱/۳۳ | ۲/۷۰ |
| | ۰/۵۵ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۱۷ | ۰/۱۸ |
| $dNA/TA_t$ | −۲/۰۱ | ۰/۵۰ | ۰/۲۲ | −۰/۳۹ | ۱/۴۱ | −۱/۳۹ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۲۴ | ۰/۳۳ | ۰/۴۷ | ۰/۰۵ | ۰/۰۱ |
| $dNA/TA_{i+1}$ | −۰/۵۲ | −۰/۱۵ | ۱/۱۴ | −۰/۴۲ | −۱/۳۹ | −۰/۹۵ |
| | ۰/۱۵ | ۰/۷۳ | ۰/۰۱ | ۰/۴۲ | ۰/۰۴ | ۰/۱۵ |
| $dv/TA_{i+1}$ | −۰/۴۳ | ۰/۳۲ | −۰/۲۱ | −۰/۱۸ | −۰/۲۴ | −۰/۳۵ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۳ | ۰/۱۲ | ۰/۰۵ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |
| C | ۱/۰۴ | ۰/۹۲ | ۰/۳۵ | ۰/۹۴ | ۰/۰۸ | ۰/۴۲ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۴ | ۰/۰۲ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۹۹ | ۰/۸۷ | ۰/۹۹ | ۰/۸۰ | ۰/۸۰ | ۰/۹۲ |
| آماره دوربین واتسون | ۱/۹۲ | ۲/۰۱ | ۲/۳۵ | ۱/۹۰ | ۱/۷۶ | ۱/۷۴ |
| آماره F | ۱۰۲۷/۳۵ | ۲۰۲/۵۹ | ۲۲۰۲/۰۱ | ۵۵/۶۴ | ۴۹/۲۹ | ۱۳۶/۹۰ |
| احتمال آماره F | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |

علامت‌های * و ** به‌ترتیب نشان‌دهنده ضریب برآورد شده و معناداری در سطح ۵ درصد است.

## نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتایج ارزیابی وجه نقد برای شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی قوی و ضعیف (شاخص HHI) با استفاده از معیارهای یاد شده برای اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی در جدول ۲ ارائه شده است.

مقدار احتمال آماره F (۰/۰۰۰۱) گویای معناداری کل مدل رگرسیونی در هر سه روش اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی است. ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی قوی دارند، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنادار است. کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی (رقابت بازار) ابزار مؤثری برای بهبود حاکمیت شرکتی تلقی شده و مسائل و مشکلات نمایندگی را کاهش می‌دهد؛ زیرا شرکت‌هایی که در صنایع رقابتی فعالیت می‌کنند، از ساختار راهبری شرکتی بهتری برخوردارند. مدیران شرکت‌های صنایع رقابتی، برای تصمیم‌گیری در خصوص راهبردهای شرکتی، قدرت زیادی دارند. در نتیجه بر فعالیت مدیران نظارت بیشتری صورت می‌گیرد که خود هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد و باعث می‌شود مدیران از منابع نقدی داخل شرکت در راستای منافع سهامداران استفاده کنند. از طرف دیگر، ضریب و علامت متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نگهداشت وجه نقد در هر سه روش اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی ضعیفی دارند، در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار است؛ یعنی شرکت‌هایی که در صنایع غیررقابتی و متمرکز فعالیت می‌کنند، از وضعیت انحصاری بودن لذت برده و با ایجاد محیط اطلاعاتی غیرشفاف از توجه رقبا دوری می‌کنند. ایجاد محیط اطلاعاتی غیرشفاف باعث می‌شود مشکلات و هزینه‌های نمایندگی جلوه بیشتری داشته باشد و

www.SID.ir

Archive of SID



مدیران به فعالیت‌های غیرارزشی و غیر اخلاقی بپردازند. این کار در نهایت به ضرر سهامداران بوده و به رابطه منفی بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت تبدیل خواهد شد.

**جدول ۲. نتایج آزمون فرضیه دوم با شاخص HHI**

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| نماد | HHI<میانه | HHI>میانه | HHI<میانه | HHI>میانه | HHI<میانه | HHI>میانه |
| $C/TA_t$ | *۰/۷۸ | ۲/۶۷ | −۳/۳۲ | ۳/۷۰ | −۱/۳۷ | ۷/۰۳ |
| | **۰/۶۷ | ۰/۰۱ | ۰/۰۳ | ۰/۰۱ | ۰/۴۰ | ۰/۰۱ |
| $C/TA_t$*SYNCH(FF3) | ۳/۷۴ | −۲/۲۹ | | | | |
| | ۰/۰۲ | −۰/۰۲ | | | | |
| SYNCH(FF3) | −۰/۳۲ | ۰/۱۰ | | | | |
| | ۰/۰۱ | ۰/۳۷ | | | | |
| $C/TA_t$*TPCNII | | | ۶/۰۱ | −۱/۷۷ | | |
| | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | | |
| TPCNII | | | −۰/۲۵ | −۰/۱۷ | | |
| | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | | |
| $C/TA_t$*Spread | | | | | ۰/۱۳ | −۰/۱۰ |
| | | | | | ۰/۰۳ | ۰/۰۱ |
| Spread | | | | | −۰/۰۱ | ۰/۰۱ |
| | | | | | ۰/۰۱ | ۰/۰۰ |
| $E/TA_t$ | ۲/۱۵ | ۰/۰۱ | −۱/۴۴ | ۰/۰۱ | ۲/۵۰ | ۱/۱۷ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۴۷ | ۰/۱۱ | ۰/۸۲ | ۰/۰۱ | ۰/۴۳ |
| $dE/TA_t$ | −۶/۰۱ | −۰/۰۶ | ۲/۴۲ | ۰/۱۲ | −۶/۹۶ | ۱/۹۹ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ | ۰/۵۳ | ۰/۰۱ | ۰/۰۵ |
| $dE/TA_{i+1}$ | −۰/۳۸ | −۰/۰۵ | ۰/۱۱ | −۰/۰۱ | −۰/۵۴ | ۰/۶۷ |
| | ۰/۶۲ | ۰/۰۱ | ۰/۸۹ | ۰/۷۲ | ۰/۵۴ | ۰/۴۳ |
| $I/TA_t$ | −۲/۰۷ | −۶/۱۶ | −۲/۴۵ | −۹/۱۵ | −۲/۹۶ | −۶/۳۴ |
| | ۰/۴۰ | ۰/۰۷ | ۰/۲۳ | ۰/۰۱ | ۰/۲۴ | ۰/۰۱ |
| $dI/TA_t$ | −۰۸/۴۸ | −۸/۱۲ | −۳/۱۷ | ۰/۰۴ | −۶/۴۲ | ۰/۶۰ |
| | ۰/۰۴ | ۰/۲۳ | ۰/۰۸ | ۰/۹۸ | ۰/۱۲ | ۰/۸۵ |
| $dI/TA_{t+1}$ | −۶/۳۰ | −۸/۳۰ | −۲/۵۲ | −۱۰/۰۵ | −۴/۱۵ | −۷/۷۸ |
| | ۰/۰۹ | ۰/۱۶ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۲۵ | ۰/۰۱ |
| $D/TA_t$ | ۰/۳۸ | ۱/۶۵ | ۳/۴۲ | ۳/۳۸ | −۱/۲۷ | ۵/۰۵ |
| | ۰/۸۲ | ۰/۰۶ | ۰/۱۳ | ۰/۰۱ | ۰/۴۵ | ۰/۰۱ |
| $dD/TA_t$ | −۲/۱۸ | −۰/۵۷ | −۲/۳۴ | ۱/۴۳ | −۱/۶۲ | −۲/۸۶ |
| | ۰/۲۶ | ۰/۵۳ | ۰/۲۱ | ۰/۳۳ | ۰/۴۰ | ۰/۱۶ |

www.SID.ir

Archive of SID



ادامه جدول ۲

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| نماد | HHI>میانه | HHI<میانه | HHI>میانه | HHI<میانه | HHI>میانه | HHI<میانه |
| $dD/TA_{i+1}$ | ۱/۷۱ | ۱/۶۱ | ۱/۴۴ | ۳/۰۱ | ۲/۳۰ | ۱/۶۴ |
| | ۰/۴۰ | ۰/۲۱ | ۰/۲۸ | ۰/۱۳ | ۰/۰۱ | ۰/۴۴ |
| $dNA/TA_t$ | −۱/۰۷ | ۰/۱۰ | −۱/۲۲ | −۱/۵۵ | −۱/۰۲ | −۱/۹۸ |
| | ۰/۰۲ | ۰/۱۵ | ۰/۰۵ | ۰/۰۱ | ۰/۱۸ | ۰/۰۱ |
| $dNA/TA_{i+1}$ | −۰/۴۲ | −۲/۷۳ | ۰/۲۳ | −۰/۹۰ | −۱/۴۶ | ۱/۴۵ |
| | ۰/۸۸ | ۰/۰۱ | ۰/۷۳ | ۰/۱۲ | ۰/۰۱ | ۰/۶۱ |
| $dv/TA_{i+1}$ | ۰/۰۱ | −۰/۶۴ | −۰/۵۸ | ۰/۳۳ | −۰/۶۴ | −۰/۰۱ |
| | ۰/۹۶ | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۴ | ۰/۰۱ | ۰/۹۶ |
| C | ۰/۳۸ | ۱/۲۳ | ۰/۰۱ | ۰/۶۱ | ۰/۷۸ | ۰/۵۸ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۷۰ | ۰/۹۶ | ۰/۶۲ | ۰/۹۹ | ۰/۷۸ | ۰/۷۱ |
| آماره دوربین واتسون | ۲/۰۲ | ۱/۶۲ | ۱/۶۱ | ۱/۹۱ | ۲/۰۴ | ۲/۰۲ |
| آماره F | ۳۲/۶۲ | ۷۵/۷۶ | ۲۲/۷۷ | ۲۸۹۶/۸ | ۱۰۳/۷۱ | ۳۱/۸۲ |
| احتمال آماره F | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |

علامت‌های * و ** در جدول به‌ترتیب نشان‌دهنده ضریب برآورد شده و معناداری در سطح ۵ درصد است.

## آزمون نهایی فرضیه سوم پژوهش

برای بررسی دقیق‌تر نتایج و ارائه مستندات بیشتر برای یافته‌های پژوهش، بار دیگر شرکت‌ها با لحاظ کردن هر دو شاخص حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی به‌صورت تلفیقی دسته‌بندی شدند؛ یعنی شرکت‌هایی که دارای کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی قوی هستند، در گروه اول و شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی ضعیفی دارند، در گروه دوم دسته‌بندی شدند. بر این اساس شش رگرسیون جداگانه برآورد شد که نتایج آن در ادامه آورده شده است.

در هر سه معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌هایی که هم‌زمان دارای کیفیت حاکمیت درونی و بیرونی قوی هستند، مقدار ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد که به‌ترتیب ۸/۶۰، ۱۱/۱۸ و ۰/۲۷ به‌دست آمده، در مقایسه با شرکت‌هایی که فقط در یکی از ابعاد کیفیت حاکمیت درونی و بیرونی قوی هستند، به‌مراتب بزرگ‌تر است. نتایج بیان‌کنندهٔ این است که در شرکت‌هایی که هم کیفیت درونی و هم کیفیت بیرونی قوی است، مدیران از وجه نقد مازاد در جهت افزایش ارزش سهامداران استفاده می‌کنند که این کار هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و باعث می‌شود در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ارتباط مثبت‌تری بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت ایجاد شود. همچنین در جدول ۳ در هر سه معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌هایی که هم‌زمان هر دو کیفیت درونی و بیرونی ضعیفی دارند، مقدار ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی

www.SID.ir

Archive of SID



نگهداشت وجه نقد به‌ترتیب ۸/۶۲–، ۱۵/۸۷– و ۰/۳۲– به‌دست آمده و در مقایسه با شرکت‌هایی که فقط دارای یکی از ابعاد کیفیت درونی و بیرونی ضعیف هستند، کاهش بیشتری را نشان می‌دهد. به بیان دیگر، در شرکت‌هایی که ترکیب هر دو بعد کیفیت درونی و بیرونی ضعیف است، در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، نگهداشت وجه نقد ارزش شرکت را به‌واسطه وجود مشکلات نمایندگی، به‌طور چشمگیری کاهش می‌دهد.

**جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه سوم با شاخص CGI و HHI**

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| نماد | حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی | | | | | |
| | قوی | ضعیف | قوی | ضعیف | قوی | ضعیف |
| $C/TA_t$ | –۶/۶۲ | –۴/۹۰ | ۱/۸۸ | ۸/۸۷ | ۰/۳۴ | ۲/۲۸ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۱۰ | ۰/۴۲ | ۰/۰۳ | ۰/۷۴ | ۰/۳۷ |
| $C/TA_t$*SYNCH(FF3 | ۸/۶۰ | –۸/۶۲ | | | | |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | | | | |
| SYNCH(FF3) | –۰/۳۶ | ۰/۵۸ | | | | |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | | | | |
| $C/TA_t$*TPCNII | | | ۱۱/۱۸ | –۱۵/۸۷ | | |
| | | | ۰/۰۳ | ۰/۰۲ | | |
| TPCNII | | | ۰/۱۹ | ۱/۰۶ | | |
| | | | ۰/۵۲ | ۰/۰۱ | | |
| $C/TA_t$*Spread | | | | | ۰/۲۷ | –۰/۳۲ |
| | | | | | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ |
| Spread | | | | | –۰/۰۱ | ۰/۰۳ |
| | | | | | ۰/۲۶ | ۰/۰۱ |
| $E/TA_t$ | ۲/۵۱ | –۰/۱۸ | ۲/۷۶ | –۲/۱۶ | ۱/۳۱ | –۰/۲۲ |
| | ۰/۰۲ | ۰/۵۰ | ۰/۰۱ | ۰/۱۷ | ۰/۱۷ | ۰/۶۸ |
| $dE/TA_t$ | –۰/۴۱ | ۰/۲۳ | –۳/۸۷ | ۱/۷۷ | ۰/۷۰ | ۰/۷۲ |
| | ۰/۴۲ | ۰/۷۲ | ۰/۰۱ | ۰/۱۲ | ۰/۶۰ | ۰/۵۶ |
| $dE/TA_{i+1}$ | –/۹۰ | ۰/۱۱ | ۰/۸۰ | –۳/۸۷ | ۲/۱۷ | –۰/۱۲ |
| | ۰/۱۵ | ۰/۸۳ | ۰/۱۲ | ۰/۰۱ | ۰/۰۴ | ۰/۸۹ |
| $I/TA_t$ | –۹/۲۶ | –۴/۵۱ | –۹/۶۵ | –۳/۲۲ | ۲/۸۳ | –۹/۶۶ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۳۵ | ۰/۰۱ | ۰/۱۴ | ۰/۱۷ | ۰/۲۹ |
| $dI/TA_t$ | –۰/۲۷ | ۲/۳۵ | –۱۲/۴۹ | –۲۴/۰۵ | –۱/۲۲ | –۷/۱۲ |
| | ۰/۹۶ | ۰/۶۳ | ۰/۰۳ | ۰/۰۱ | ۰/۵۳ | ۰/۵۲ |

www.SID.ir

Archive of SID



ادامه جدول ۳

| متغیرها | هم‌زمانی قیمت سهام (SYNCH) | | درصد تغییر در تعداد سرمایه‌گذاران نهادی (PCNII) | | دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (SPREAD) | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی | | | | | |
| | قوی | ضعیف | قوی | ضعیف | قوی | ضعیف |
| $dI/TA_{t+1}$ | −۲۲/۳۲ | −۷/۳۶ | −۵/۵۲ | −۱/۷۲ | −۴/۱۸ | ۶/۱۶ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۴۱ | ۰/۹۰ | ۰/۱۲ | ۰/۴۲ |
| $D/TA_t$ | ۱۲/۸۱ | ۵/۳۰ | ۲۰/۴۶ | ۱۳/۶۸ | ۶/۲۰ | −۸/۲۷ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |
| $dD/TA_t$ | −۳/۱۵ | ۳/۰۸ | −۳۵/۵۴ | −۱۴/۰۸ | −۳/۹۳ | ۱۴/۲۱ |
| | ۰/۰۸ | ۰/۳۷ | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ | ۰/۰۲ | ۰/۰۱ |
| $dD/TA_{i+1}$ | −۹/۰۴ | ۲/۷۴ | ۱۰/۶۴ | ۶/۱۱ | ۱/۶۰ | ۱/۴۹ |
| | ۰/۳۰ | ۰/۳۳ | ۰/۰۲ | ۰/۰۳ | ۰/۰۹ | ۰/۰۱ |
| $dNA/TA_t$ | ۱/۵۴ | −۱/۵۲ | −۱/۱۱ | −۱/۴۶ | −۰/۶۵ | −۳/۶۲ |
| | ۰/۰۵ | ۰/۱۶ | ۰/۰۴ | ۰/۲۲ | ۰/۳۱ | ۰/۰۲ |
| $dNA/TA_{i+1}$ | −۱/۱۱ | −۰/۲۴ | −۲/۷۵ | ۰/۶۶ | −۰/۲۴ | −۰/۶۷ |
| | ۰/۰۳ | ۰/۷۶ | ۰/۰۱ | ۰/۵۷ | ۰/۷۵ | ۰/۶۱ |
| $dv/TA_{i+1}$ | −۰/۴۳ | −/۶۰ | ۰/۰۹ | −۰/۴۷ | −۰/۳۸ | −۰/۳۱ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۵۹ | ۰/۰۱ | ۰/۰۵ | ۰/۰۳ |
| C | ۰/۵۷ | ۱/۴۳ | ۰/۰۸ | ۰/۳۲ | ۰/۰۶ | ۱/۹۰ |
| | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۳۵ | ۰/۲۲ | ۰/۱۷ | ۰/۰۱ |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۹۹ | ۰/۶۳ | ۰/۹۷ | ۰/۹۵ | ۰/۶۷ | ۰/۶۷ |
| آماره دوربین واتسون | ۲/۱۵ | ۱/۵۲ | ۱/۷۳ | ۲/۴۲ | ۱/۵۷ | ۱/۹۸ |
| آماره F | ۶۲۱/۰۵ | ۲۰/۰۸۹ | ۱۹۲/۴۱ | ۱۱۳/۹۴ | ۳۳/۴۰ | ۲۳/۶۳ |
| احتمال آماره F | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ | ۰/۰۱ |

## نتیجه‌گیری کلی

هدف این پژوهش بررسی نقش کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای بررسی اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی قوی و ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی چه تأثیری دارد، شرکت‌ها بر اساس رتبه کیفیت حاکمیت شرکتی درونی به دو گروه شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف دسته‌بندی شدند. بر این اساس سه فرضیه جداگانه تدوین شد و تحت بررسی و آزمون قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های مقطعی استفاده شد. اهمیت پژوهش حاضر از این حیث است که تا کنون در ایران پژوهشی در زمینه نقش کیفیت حاکمیت شرکتی با لحاظ

www.SID.ir

Archive of SID



کردن دو بعد درونی و بیرونی آن بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی صورت نگرفته است.

فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی/ ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت/ منفی و معناداری دارد، تأیید شد. به بیان دیگر، ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در هر سه معیار اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی برای شرکت‌هایی که کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی دارند، مثبت و معنادار است و بر عکس، برای شرکت‌هایی که دارای کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیفی هستند، تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. در نتیجه در شرکت‌هایی که سازوکارهای حاکمیت شرکتی درونی قوی وجود دارد، حتی در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، نگهداشت وجه نقد تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت می‌گذارد. برای مثال سرمایه‌گذاران نهادی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران، پتانسیل لازم را برای محدود کردن مسائل و مشکلات نمایندگی به وجود می‌آورند؛ زیرا آنها اطلاعات محرمانه را از مدیریت دریافت و به بازارهای سرمایه و سهامداران منتقل می‌کنند. یا در خصوص اثربخشی هیئت مدیره مؤسسه، از آنجا که مسئولیت نهایی حاکمیت شرکتی خوب با هیئت مدیره است، هیئت مدیره با شهامت به‌طور فعال در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک مشارکت می‌کند؛ بر طرح‌ها، فعالیت‌ها و تصمیمات مدیریت نظارت کرده و بر رعایت مسائل اخلاقی و قانونی توجه دارد. وجود چنین هیئت مدیره‌ای می‌تواند در دستیابی به کیفیت حاکمیت شرکتی خوب و محافظت از منافع ذی‌نفعان بسیار مؤثر باشد (حساس یگانه و سلیمی، ۱۳۹۰). همان طور که درانو و کیم (۲۰۰۵) بیان کرده‌اند، اگر شرکت‌ها کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی داشته باشند، حتی با وجود شرایط عدم تقارن اطلاعاتی و فعالیت شرکت‌ها در بازارهای ناقص، هزینه‌های نمایندگی به‌طور چشمگیری کاهش می‌یابد که این مسئله باعث می‌شود مدیریت شرکت از وجه نقد مازاد در جهت افزایش ارزش سهامداران استفاده کند. از طرفی دیگر، وجود سازوکارهای حاکمیت ضعیف نمی‌تواند از هزینه‌های نمایندگی جلوگیری کند. در چنین موقعیتی، نگهداشت وجه نقد مازاد در شرکت، ناکارآمدی مدیریت منابع را به‌دنبال دارد؛ زیرا مدیریت و افراد کنترل‌کننده شرکت از طریق دسترسی آسان به منابع نقدی داخل شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، ریسک استفاده از منابع نقدی مازاد شرکت را تا چند برابر افزایش می‌دهند (بوباکر و همکاران، ۲۰۱۳). همچنین ممکن است اهداف مدیریت شرکت از نگهداشت وجه نقد، انجام اقدامات فرصت‌طلبانه‌ای همچون رشد کاذب شرکت به جای افزایش ارزش سهامداران باشد که لزوماً منطبق بر منافع سهامداران نخواهد بود (رضایی، قاسمی، کارگر و آدوسی، ۱۳۹۲).

فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی قوی/ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت/منفی و معناداری دارد به تأیید رسید. همان طور که پنت و پتانیاک[1] (۲۰۰۸) بیان کردند، رقابت بازار محصول، یکی از سازوکارهای بسیار مهم کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شود، یعنی بازار محصول رقابتی باعث می‌شود که ضعف حاکمیت شرکتی جبران شود؛ زیرا زمانی که شرکت نتواند به سود حداکثر برسد، به‌راحتی از بازار خارج می‌شود. پژوهش‌های تجربی اخیر نشان داده‌اند که صنایع رقابتی، سازوکارهای

1. Pant & Petakiac

www.SID.ir

Archive of SID



حاکمیت شرکتی قوی‌تری دارند. وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تر بـه کـاهش عـدم تقـارن اطلاعـاتی منجـر می‌شود که این خود هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. به عقیده آلن و گال (۲۰۰۰) رقابت فشرده بـازار در مـدیران انگیزه لازم را ایجاد می‌کند تا در جهت عملکرد کارا حرکت کنند؛ زیرا شرایط رقابتی به‌سرعت مدیران بدون صـلاحیت را از بازار خارج می‌کند. همچنین به عقیده وی، در بازار رقابتی فضـایی بـرای مـدیریت نادرسـت وجـود نـدارد؛ زیـرا تمـام شرکت‌های غیرمؤثر به‌سرعت از بازار رقابت خارج می‌شوند. به بیانی دیگر، در شرایط رقابتی اگر مدیران وجـه نقـد مـازاد شرکت را در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه‌گذاری کنند، به‌دلیل سرمایه‌گـذاری و خـرج کـردن در چنـین پروژه‌هایی، وجه نقد و رقابت‌پذیری کاهش یافته و در نهایت باعث می‌شود شرکت منحل شده و از بازار رقابت خارج شود (پنت و پتانیاک، ۲۰۰۸). در نتیجه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، اگر شرکت‌ها در صنایع رقابتی فعالیت کننـد، مـدیران این‌گونه شرکت‌ها برای جلوگیری از خروج از بازار و جلوگیری از انحلال شرکت، از وجه نقد مـازاد بـرای افـزایش ارزش سهامداران استفاده می‌کنند. اما فعالیت شرکت‌ها در صنایع غیر رقابتی باعث می‌شود مدیران شـرکت‌هـا در شـرایط عـدم تقارن اطلاعاتی از وجه نقد مازاد به نفع خود استفاده کنند تا از این طریق مجبور به ارائه اطلاعات مشروح به بازار سرمایه نشوند. رسوایی شرکت‌هایی مانند انرون و ورلدکام و افزایش بحران‌هـای مـالی جهـانی در سـال ۲۰۰۸ از یـک طـرف و فسادهای چندین هزار میلیاردی و فیش‌های حقوقی نجومی در ایران از طرف دیگر، نمونه‌هایی از ضعف سیسـتم کنتـرل راهبری حاکمیت شرکتی است که باعث می‌شود در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت رابطه منفی وجود داشته باشد.

بر اساس نتایج پژوهش، فرضیه سوم نیز تأیید شد؛ زیرا مقدار ضریب متغیر اثر تعاملی عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که هم‌زمان از کیفیت درونی و بیرونی قوی برخوردارند نسبت به شـرکت‌هـایی که فقط دارای یکی از حاکمیت درونی و بیرونی قوی هستند، بزرگ‌تر است. همچنین مقدار ضریب متغیر اثر تعاملی عـدم تقارن اطلاعاتی و ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد در شرکت‌هایی که هم‌زمان کیفیت درونـی و بیرونـی ضـعیفی دارنـد، نسبت به شرکت‌هایی که فقط در یکی از ابعاد حاکمیت شرکتی درونی یا بیرونی ضعیف بودند، کاهش بیشـتری را نشـان می‌دهد. نتایج فرضیه سوم پژوهش گویای این است که اگر شرکت‌ها در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، به‌صورت هم‌زمان دارای کیفیت درونی و بیرونی قوی باشند، ارزش نهایی نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت قوی‌تر از زمانی خواهد بود که فقط یکی از حاکمیت درونی و بیرونی قوی را داشته باشند؛ زیرا ترکیب سازوکارهای درونـی حاکمیـت شـرکتی و رقابـت بازار محصول که به‌عنوان حاکمیت شرکت بیرونی در نظر گرفته شده است، باعث می‌شـود مـدیران در راسـتای افـزایش منافع سهامداران حرکت کنند و این کار باعث می‌شود سرمایه‌گـذاران بیشـتری جـذب شـرکت شـده و در نتیجـه ارزش شرکت در بلند مدت افزایش یابد.

با توجه به یافته‌های پژوهش و تحلیل نتایج به‌دست آمده پیشنهادهای کاربردی زیر ارائه شده است:

۱. با توجه به تأیید فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی/ضعیف بـر رابطـه بـین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقـارن اطلاعـاتی تـأثیر مثبـت/منفـی و معنـاداری دارد، بـه مـدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود دانش خود را در زمینه حاکمیت شرکتی گسترش دهند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش

www.SID.ir

Archive of SID



خود در شرکت‌ها بپردازند تا از این طریق بتوانند سرمایه‌گذاران بیشتری را جذب کرده و از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، ارزش شرکت و سهامداران را در بلند مدت افزایش دهند.

۲. با توجه به تأیید فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت شرکتی بیرونی قوی/ضعیف بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر مثبت/منفی و معناداری دارد، به دولت و سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تلاش‌های لازم را برای ایجاد فضای رقابتی بین صنایع مختلف و شرکت‌ها انجام دهند تا بتوانند با بهبود حاکمیت شرکتی، تعادل مناسبی را میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت مدیره از سوی دیگر برقرار کنند و از این طریق اطمینان معقولی را برای تأمین کنندگان منابع مالی، حقوق صاحبان سهام و تأمین کنندگان منابع مالی به‌وجود آورند و اثربخشی اداره شرکت‌ها را در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی افزایش دهند.

۳. با توجه به اینکه در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، وجود کیفیت حاکمیت شرکتی درونی قوی به‌طور مؤثر می‌تواند از هزینه‌های نمایندگی جلوگیری کند و مانع بروز خطرهای اخلاقی مدیران شود، به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود با بازبینی آیین‌نامه حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار بر اساس شاخص‌های درونی حاکمیت شرکتی موجود در پژوهش حاضر، نظام رتبه‌بندی کیفیت و اثربخشی حاکمیت شرکتی را طراحی و تدوین کنند و بر اساس این نظام، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را رتبه‌بندی و به عموم اطلاع‌رسانی کنند؛ زیرا به نظر می‌رسد در شرایط اقتصادی و سیاسی حاکم بر ایران، سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان اندکی از نظام کیفیت حاکمیت شرکتی و تأثیری که این نظام بر ارزش و اداره مؤثر شرکت‌ها می‌گذارد، اطلاع دارند. بنابراین سازمان بورس اوراق بهادار می‌تواند با رتبه‌بندی شرکت‌ها و اطلاع‌رسانی صحیح و به‌موقع این اطلاعات، افق روشن‌تری را برای سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان به‌منظور سرمایه‌گذاری در این گونه شرکت‌ها فراهم آورد. همچنین از آنجا که در ایران جایگاه مدیران متزلزل است، اجرای این سیاست برای مدیران انگیزه کافی ایجاد می‌کند تا برای حفظ سمت و جایگاه خود و جلوگیری از خروج از بازار رقابت، با اثربخشی و کارایی بیشتری فعالیت کنند، این کار باعث می‌شود هزینه‌های نمایندگی کاهش یابد؛ زیرا حاکمیت شرکتی در اغلب شرکت‌های ایرانی فقط تصویب کننده طرح‌ها و برنامه‌های آنها بوده و نارسایی‌های فراوانی در پی دارد. بنابراین مدیران این‌گونه شرکت‌ها خوب می‌دانند با اجرای سیاست رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکتی توسط بورس اوراق بهادار، اگر در مقایسه با سایر رقبا کیفیت حاکمیت شرکتی ضعیفی داشته باشند، به‌راحتی از بازار رقابت خارج شده و زمینه انحلال شرکت را فراهم می‌آورند. بنابراین همواره تلاش می‌کنند حتی در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی از منابع نقدی داخل شرکت برای افزایش ارزش سهامداران استفاده کنند. امید آن می‌رود با اجرای سیاست رتبه‌بندی حاکمیت شرکت توسط سازمان بورس اوراق بهادار، بازار اقتصاد ایران به سمت بازارهای کارا سوق پیدا کرده و به تبع آن عدم تقارن اطلاعاتی نیز کاهش پیدا کند.

بر اساس نتایج به‌دست آمده از فرضیه‌های پژوهش، به تحلیلگران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، در تجزیه و تحلیل‌های مربوط به قیمت‌گذاری سهام شرکت‌ها و تحلیل‌های بنیادی خود، کیفیت حاکمیت شرکتی درونی و بیرونی حاکم بر شرکت‌ها را نیز در نظر بگیرند.

www.SID.ir

Archive of SID



## منابع


آقایی، محمد علی؛ احمدیان، وحید؛ سفید گران، میرسعید (۱۳۹۶). تأثیر پیچیدگی و پویایی محیطی بر رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی*، ۴ (۴) ۱-۲۲.

باباجانی، جعفر؛ عبدی، مجید (۱۳۸۹). رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۲)، ۶۵- ۸۵.

جهانگرنیا، حسین؛ رهنمای رود پشتی، فریدون؛ وکیلی‌فرد، حمید رضا (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت افشای رویه های حسابداری انتقادی بر عدم تقارن اطلاعاتی. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۳)، ۱- ۱۲.

حساس یگانه، یحیی؛ سلیمی، محمد جواد (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۸ (۳۰)، ۱- ۳۵.

دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا؛ زارع، الهام (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۹ (۱)، ۹۷- ۱۱۸.

رحیمیان، نظام‌الدین؛ صالح‌نژاد، سید حسن؛ سالکی، علی (۱۳۸۸) رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۵ (۱۶)، ۷۱- ۸۶.

رضائی، فرزین؛ قاسمی، رحیم؛ کارگر، الهه؛ آدوسی، حسین (۱۳۹۲). بررسی تأثیر توزیع وجه نقد، اندازه شرکت و خطای پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۰ (۱)، ۷۷- ۹۲.

شعری آناقیر، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نره ئی، بنیامین (۱۳۹۵). ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۳(۵۲)، ۹- ۳۶.

صفری گرایلی، مهدی؛ بالارستاقی، عالیه (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲(۴۷)، ۹۳- ۱۱۲.

قربانی نسب، فاطمه؛ خان محمدی، محمد حامد (۱۳۹۷). تبیین تأثیر مازاد جریان نقد آزاد، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر توانایی پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری*، ۷ (۲۹)، ۱۸۹- ۲۰۲.

قربانی، سعید؛ عدیلی، مجتبی (۱۳۹۱). نگهداشت وجه نقد، ارزش شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی. *مجله دانش حسابداری*، ۳ (۸)، ۱۳۱- ۱۴۹.

گرد، عزیز؛ محمدی، منصور؛ گل دوست، مجید (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲ (۲)، ۲۶۳- ۲۷۸.

معبادی، مجید؛ عبدلی، محمد رضا؛ دهدار، فرهاد؛ دارایی، محسن (۱۳۹۳). ارتباط بین نگهداشت نقدینگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۵)، ۱۵۱- ۱۷۴.

نیکبخت، محمد رضا؛ طاهری، زهرا (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۱)، ۱۰۹-۱۲۶.


www.SID.ir

Archive of SID



## References


Aghaei, M. A., Ahmadian, V., & sefidgaran, S. (2018). The impact of Environment complexity and dynamic on the relationship between earnings management and information asymmetry. *A Quarterly Journal of Empirical of Financial Accounting*, 4(4), 1-23. (*in Persian*)

Ajina, A., Sougne, D., & Lakhal, F. (2015). Corporate disclosures, information asymmetry and stock-market liquidity in France. *Journal of Applied Business Research*, 31(4), 1223-1238.

Allen, F. J., & Gale, D. (2000). *Corporate Governance and Competition, Corporate Governance Theoretical and Empiric al Perspectives,* Cambridge University Press, Cambridge.

Babajani, J., & Abdi, M. (2010). Relationship between Corporate Governance and Enterprises Taxable Prof. *Journal of Financial Accounting Researches,* 3(2), 65-86. (*in Persian*)

Balasubramanian, N., & George, R. (2012). Corporate governance and the Indian institutional context: emerging mechanisms and challenges in conversation with K.V. Kamath, Chairman, Infosys and ICICI Bank. *IIMB Management Review*, 24(4), 215-233.

Banks, E. (2004). *Corporate Governance Financial Responsibility, Controls and Ethics*. Palgrave Macmillan.

Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64(5), 1985–2021.

Bhot, K. U., Chen, Y., Jebran, Kh., & Bhutto, N, A. (2018). Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1196-1206.

Boubaker, S., Derouiche, I., & Nguyen, D. (2013). Does the board of directors affect cash holdings? A study of French listed firms, *Journal of Management & Governance*, 19(2), 341-370.

Cai, J., Liu, Y., Qian, Y., & Yu, M. (2015). Information Asymmetry and Corporate Governance. *Quarterly Journal of Finance*, 5(3), 1-38.

Cai, J., Lui, Y., Qian, Y. (2009). *Information asymmetry and Corporate Governance*. p. 1-35. Available at: http://www. Ssrn. Com.

Chan, K., Hameed, A., & Kang, W. (2013). Stock price Synchronicity and Liquidity. *Journal of Financial Markets,* 16(3), 414-438.

Cheng, P., Man, P., & Yi, C. H. (2013). The impact of product market competition on earnings quality. *Accounting and Finance*, 53, 137-162.

Chhaochharia, V., Grullon, G., Grinstein, Y., & Michaely, R. (2012). Product market competition and agency conflicts: Evidence from the Sarbanes Oxley law. *Working paper,* University of Miami, Rice University, and Cornell University. http:// ssrn.com/ abstract = 1109225.

Cormier, D., Sylvain, H., & Marie, L. (2013). The incidence of earnings management on information asymmetry in an certain environment: Some Canadian evidence. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 22(6), 26– 38.


www.SID.ir

Archive of SID



Cueto, D. C. (2009). Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: *evidence from Brazil and Chile.*

Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181.

Didar, H., Mansourfar, Gh. R. & Zare, E. (2017). The impact of corporate governance quality on disclosure quality with emphasis on moderating role of product market competition in firms listed on the Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Rechearches*, 9(1), 97-118. (*in Persian*)

Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holding: Evidence from Switzerland. *Swiss Society for financial Market Research*, 65(7), 599-634.

Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogl, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking and Finance*, 34(9), 2168–2184.

Durnev, A., & Kim, E, H. (2005). To Steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. *Journal of financial Economics,* 13(3), 126-142.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics,* 3(33), 30–56.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management,* 10(2), 295–319.

Gertner, R., Gibbons, R., & Scharfstein, D. S. (1988). Simultaneous signaling to the capital and product markets. *Rand Journal of Economics*, 19, 173-190.

Ghorbani, F., & Khanmohammadi, M. H. (2018). The effect of surplus free cash flow, corporate governance and firm size on earnings predictability. *Journal Management System,* 7(25), 189-202. (*in Persian*)

Ghorbani, S., & Adili, M. (2012). Firm Value, Cash Holdings and Information Asymmetry. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(8), 131-149. (*in Persian*)

Giroud, X., & Mueller, H.M. (2011). Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices. *Journal of Finance*, 66(7), 563-600.

Gord, A., Mohammadi, M., & Goldoost, M. (2015). Investigating the relationship between corporate governance mechanism and cash holding. *Journal of Accounting and Auditing Review,* 22(2), 263-278. (*in Persian*)

Grullon, G., & Michaely, R. (2008). Corporate payout policy & product market competition. *Working Paper,* Rice University.

Guo, H., & Qiu, B. (2014). A Better Measure of Institutional Informed Trading. *Contemporary Accounting Research*, *33*(2), 815–850.

Hallman, G., Hartzell, J., & Parsons, C. (2009). *Carrots and Sticks: Incentive Compensation and the Likelihood of termination.* Available at: http://www.ssrn.com.

Harford, J., Mansi, S. A. & Maxwell, W.F. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings. *Journal of Financial Economics,* 87(3), 535-555.

Hasan, A. & Butt, S. A. (2009). Impact of ownership structure and corporate governance on capital structure of Pakistani listed companies. International *Journal of Business and Management*, 4, 50-57.

www.SID.ir

Archive of SID



Hassas Yeganeh, Y., & Salimi, M. J. (2010). Developing a Model for Corporate Governance Rating in Iran. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 30(8), 1-35. (*in Persian*)

Healy, P., Hutton, A., & Palepu, A. (1999). Stock performance and intermediation changes surrounding increase in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 16(5), 485-520.

Jahangirnia, H., Rahnamay Roodposhti & Vakilifard, H. (2017). The quality of critical accounting procedures effect on information asymmetry. *Journal of Management Accounting*, 10(33), 1-12. (*in Persian*)

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review,* 76(2), 323–329.

Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control system. *The Journal of finance,* 48(3), 831-880.

Johnston, J. A. (2009). *Accruals quality and price synchronicity*. University of Louisiana state & SSRN.

John, K, Senbet, W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of banking & Finance*, 22(3), 371-403.

Lee, C. F. (2009). Cash Holdings, Corporate Governance Structure and Firm Valuation. *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, 12 (3), 475-508.

Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). The economice consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research,* 38(2), 313-328.

Liu, J. (2016). *Two Essays on Information Asymmetry and Agency Effects.* (Doctoral dissertation), The George Washington University.

Lobo, G.J., Zhou, J. (2007). Disclosure quality and earning management. AsiaPacific *Journal of Accounting and Economics,* 8 (1), 1-20.

Maabadi, M., Dehdar, F., Abdoli, M.R., & Daraei, M. (2013). Relationship between the maintenance of liquidity and the value of accepted companies in Tehran stock exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 55(14), 151-174. (*in Persian*)

Martinez - Sola, C., Garcia-Teruel, P. J., & Martinez-Solano, P. (2013). Corporate Cash Holding and Firm Value. *Applied Economics,* 45(2), 161-170.

Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movement? *Journal of Financial Economics*. 58(12), 215–260.

Musova, Z., Musa, H. & Debnarova, L (2018). *The impact of governance on information asymmetry in Slovakia*. Dol:10.18844/gjhss.V3i4.1511.

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–205.

Nikbakht, M. R. & Taheri, Z. (2014). Investigating the Relationship between Corporate Governance and Systematic Risk. *Journal of Accounting and Auditing Review,* 21(1), 109-126. (*in Persian*)

www.SID.ir

Archive of SID



Pant, S., & Petakiac, A. (2008). Industry Product market competition and managerial incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 8(5), 125-153.

Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725–2751.

Piotroski, J. D., & Roulstone, D. T. (2004). The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Accounting Review,* 79(4), 1119-1151.

Rahimian, N., Salehnejad, S., Saleki, A. (2010). Relationship between the Some of Corporate Governance Mechanisms and Information Asymmetry in the Firms listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 16(5), 71-86.

Ravi, R., & Hong, Y. (2015) information asymmetry around S&P 500 index changes. Review of accounting and finance, 14(2), 106-127.

Rezaei, F., Ghasemi, R., Kargar, A., & Adousi, H. (2013). Relationship between Cash Distribution, Size and Error Prediction of Future Cash Flows. *Journal of Accounting and Auditing Review*, 20(1), 77-92. (*in Persian*)

Safari Grayeli, M., & Balarastaghi, A. (2016). Factors affecting the quality of corporate governance in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly,* 12(47), 93-112. (*in Persian*)

Sheri Anagh, S., Hassas Yeganeh, Y., Sadidy, M., & Narrei, B. (2017). The Relationship between Corporate Governance and its Dimensions and investment Efficiency on the Firms Accepted in Tehran stock Exchange. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly,* 13(52), 9-36.

Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of Corporate governance. *Journal finance*, 52(9), 737-783.

Selarka, E. (2012). Corporate Governance and Product Market Competition. *Working Paper,* Madras School of Economics, India.

Tirole, J. (1988). *The Theory of Industrial Organization*. MIT Press: Cambridge, Mass.

Venkatesh, P., & Chiang, R. (1986). Information Asymmetry and the Dealer â€TM s Bid-Ask Spread: A Case Study of Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Finance*, 41(5), 1089–1102.

Ying Wai, W., & Zhu, Y. (2013). *The Effect of Corporate governance on Cash Holdings.* Evidence from Hong Kong.

Wilson, W. F. (2011). *Information asymmetry and corporate Governance in New Zealand.* University of Otago. Available at: //www. Hdl. Handle. Net/10523/1696.

www.SID.ir