

چشم‌انداز مدیریت مالی

شماره ۱۵ - پاییز ۱۳۹۵

ص ص ۸۱-۱۱۰

## بررسی روابط متقابل حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی و عملکرد با استفاده از سیستم معادلات همزمان

علی ثقفی\*، مهدیه کامران\*\*

### چکیده

صاحب‌نظران امروزه حاکمیت شرکتی را بهترین سازوکار بهبود روابط میان سهامداران و مدیریت، می‌دانند. از این‌رو، بهبود آن می‌تواند وضعیت نقدشوندگی و عملکرد شرکت‌ها را که مرتبط با عملکرد سهامداران و مدیریت است تحت‌الشعاع قرار دهد. از سوی دیگر، بهبود نقدشوندگی و عملکرد شرکت‌ها می‌تواند خود محرکی برای افزایش جذب و جلب توجه سهامداران و مدیریت تلقی شود و با تحریک مجدد حاکمیت شرکتی روند بهبود وضعیت نقدینگی و عملکرد را تسریع بخشد. از این‌رو، بهتر است این متغیرها در قالب چرخه‌ای همزمان مورد مطالعه قرار گیرند. هدف این پژوهش، بررسی روابط متقابل بین حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور حاکمیت شرکتی بر مبنای روش امتیازبندی حاکمیت شرکتی براون و کایلور (۲۰۰۶) و تعدیل آن با توجه به پیش‌نویس حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۶)، با ۷ مکانیزم دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، اندازه موسسه حسابرسی، دوره تصدی حسابرس و دوره تصدی مدیرعامل؛ نقدشوندگی با بهره‌گیری از نرخ گردش سهام و عملکرد با تاکید بر فرصت رشد (Q توبین)، سنجیده شده است و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی در قلمرو زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، نمونه از بورس تهران انتخاب و با توجه به مبانی نظری حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی و عملکرد، به تبیین مدل‌ها در قالب سیستم معادلات همزمان پرداخته شده است. نتایج برآورد مدل‌های رگرسیونی در قالب معادلات همزمان نشان می‌دهد که تاثیر برخی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای نقدشوندگی معکوس و معنادار است. بین عملکرد و نقدشوندگی بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی رابطه دوطرفه وجود دارد و با در نظر گرفتن آن، تنها تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد معنادار است. در نهایت بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی هیچ‌گونه رابطه معناداری وجود ندارد.

کلیدواژه‌ها: حاکمیت شرکتی؛ نقدشوندگی؛ عملکرد؛ فرصت رشد؛ سیستم معادلات همزمان.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۰۹/۲۲، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۵/۰۴/۰۶

\* استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبائی.

\*\* دانشجوی مقطع دکتری (نویسنده مسئول).

## ۱. مقدمه

حاکمیت شرکتی به کیفیت، شفافیت، اعتماد و اطمینان در روابط سهامداران، هیئت‌مدیره و مدیریت تاکید دارد. هدف یک مکانیسم حاکمیت شرکتی مناسب، دستیابی به پایداری، مسئولیت‌پذیری، پاسخگویی، عدالت، شفافیت و اثربخشی در شرکت‌ها است. در این رابطه از مکانیسم‌هایی نظیر کنترل‌های داخلی، حسابرس داخلی و مستقل، مدیران غیراجرایی در هیئت‌مدیره، سرمایه‌گذاران نهادی، کمیته حسابرسی، نظارت قانونی و غیره برخوردار است که تحقیقات نشان می‌دهند می‌تواند موجبات بهبود عملکرد شرکت را فراهم آورد [۹، ۱۱، ۳۸]. از طرف دیگر، جانسون و همکاران (۲۰۰۴)، بیان می‌دارند که مدیریت بهتر به واسطه رعایت بیشتر سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به حاکمیت شرکتی بهتر می‌شود. پس به نظر می‌رسد که یک رابطه سیستماتیک دوطرفه میان ساختارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود داشته باشد. از این گذشته، عملکرد، نتیجه یک سری عوامل به هم پیوسته است که یکی از عناصر آن حاکمیت شرکتی می‌باشد [۷۳].

در کنار ساختار حاکمیتی خوب یک عامل مهم تاثیرگذار دیگر بر عملکرد شرکت وجود دارد که آن نقدشوندگی سهام به معنای قابلیت خرید و فروش سهام در کمترین زمان و با کمترین هزینه است. این معیار یکی از مهمترین معیارهایی است که در زمان انتخاب فرصت‌های سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار می‌گیرد و لذا سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را انتخاب می‌کنند که سهامشان دارای درجه نقدشوندگی بالایی باشد. توجه سرمایه‌گذاران به سهام‌هایی با قدرت نقدشوندگی بالا باعث جذب سرمایه‌های بیشتر به سمت این شرکت‌ها می‌شود؛ همچنین یک شرکت با سهام نقدشونده، قادر است تا آگاهی‌دهندگی قیمت‌اش و نظارت بر عملکرد را بهبود بخشد [۲۲، ۴۳، ۶۴]، انگیزه بیشتری برای داخل شرکت فراهم آورد تا ارزش ایجاد نمایند [۳۴] و مداخله سهامداران را ارتقا دهد [۵۳، ۵۸، ۶۴، ۲۵]. بدین ترتیب، نقدشوندگی به صورت مستقیم بر عملکرد شرکت‌ها تاثیرگذار است.

از طرف دیگر، در تحقیقات موجود، اثرات نقدشوندگی بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار گرفته است. ماگ (۱۹۹۸)، بیان می‌دارد که بازارهای سهام نقدشونده، تمایل دارند تا از حاکمیت شرکتی حمایت نمایند. بدین ترتیب که نقدشوندگی از طریق تشویق سرمایه‌گذاران نهادی به ورود باعث می‌شود نظارت بهتر صورت پذیرد.

چانگ و همکاران (۲۰۱۳)، دریافتند که نقدشوندگی سهام از کانال مالکیت نهادی موجبات ارتقا حاکمیت شرکتی را فراهم می‌آورد. در مقابل، بیان می‌شود که نقدشوندگی بالا منجر به خروج سرمایه‌گذاران و مانع برای نظارت می‌شود [۱۸، ۴۹]. از این رو، نقدشوندگی به صورت غیرمستقیم بر حاکمیت شرکتی تاثیرگذار است. آنچه این روابط را پیچیده‌تر می‌سازد این است که

یک سری تحقیقات، رابطه حاکمیت شرکتی را با نقدشوندگی مورد بررسی قرار داده‌اند. آنها دریافتند که حاکمیت شرکتی موجب کاهش عدم تقارن، افزایش شفافیت و به دنبال آن افزایش نقدینگی می‌شود [۱۴، ۱۶، ۷۱].

در مطالعات تجربی داخلی و خارجی کمتر به روابط چندجانبه این متغیرها پرداخته شده است. برای مثال، فنگ و همکاران (۲۰۰۹) به یک رابطه مثبت میان نقدشوندگی و ارزش شرکت در میان شرکت‌های آمریکایی دست یافت؛ ولی اثر نقدشوندگی بر حاکمیت شرکتی را مدلسازی نمی‌کند یا حساس یگانه و همکاران (۱۳۷۸) و نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد می‌پردازند؛ ولی به تاثیر غیرمستقیم نقدشوندگی بر حاکمیت شرکتی توجه ندارند؛ همچنین اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹)، دریانی و همکاران (۱۳۹۰) رابطه حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی را مورد مطالعه قرار می‌دهند؛ اما در مطالعه خود، ابزارهای حاکمیت شرکتی، متغیر مستقل و نقدشوندگی، متغیر وابسته است و به تاثیر عملکرد بر حاکمیت شرکتی توجهی ندارند. تنها لنگ و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی رابطه شفافیت در سطح شرکت، نقدشوندگی بازار سهام و ارزش شرکت و لی و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی رابطه علی نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداخته‌اند؛ لذا این پژوهش با بهره‌گیری از سیستم معادلات همزمان، به بررسی روابط چندجانبه میان حاکمیت شرکتی، عملکرد و شاخص نقدشوندگی سهام در بازار بورس تهران می‌پردازد.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تحقیقات انجام شده در سه زیربخش مرور می‌شود: (۱) حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، (۲) نقدشوندگی و عملکرد شرکت، (۳) حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت.

**حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی.** سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اطلاعاتی که توسط شرکت برای سهامداران افشا می‌شود را تحت تاثیر قرار داده و احتمال عدم افشای کامل اطلاعات و افشای اطلاعات کم‌اعتبار را کاهش می‌دهد. اگر یک نظارت موثرتر از طرف هیئت‌مدیره بر مدیر باشد، کیفیت و اعتبار اطلاعات افشا شده افزایش می‌یابد و کاهش مدیریت سود و بالتبع کاهش عدم تقارن اطلاعاتی را به دنبال خواهد داشت. حاکمیت شرکتی از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی احتمالی میان نماینده (مدیر) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران، اعتباردهندگان بالقوه و غیره)، از عدم وقوع رفتارهای فرصت‌طلبانه اطمینان می‌دهد. کاهش این دست مسائل، منجر به تمایل بیشتر سهامداران به معامله در این بازارها و افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌شود. برای مثال، جین (۲۰۰۳) رابطه میان طراحی نهادی و نقدشوندگی سهام

شرکت را بررسی می‌کند و به این نتیجه می‌رسد که فاصله میان قیمت پیشنهادی خرید و فروش در کشورهایی که حقوق سهامداران بهتر رعایت می‌شود، کمتر است.

بروکمن و چانگ (۲۰۰۳)، به تحقیق درباره رابطه حمایت از سرمایه‌گذار و نقدشوندگی شرکت می‌پردازند و یک رابطه معکوس میان کیفیت حمایت سرمایه‌گذار و هزینه نقدشوندگی را اثبات می‌کنند. محیط‌های با حمایت کمتر، فاصله بیشتر قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق کمتری دارند؛ زیرا در حداقل کردن عدم تقارن اطلاعاتی موفق نیستند. در زمان انتشار اطلاعات، کیفیت، کمیت و افشای به موقع از جانب مدیران شرکت، یکی از مهمترین ابزارهای تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاران است. این اطلاعات توسط معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران تحلیل می‌شود و بالتبع نسبت به خرید یا فروش سهم تصمیم‌گیری می‌نمایند.

چن و همکاران (۲۰۰۷)، چانگ و همکاران (۲۰۱۰)، جین و همکاران (۲۰۰۸)، چگونگی اثر شفافیت مالی و عملیاتی بر نقدشوندگی سهام را مطالعه می‌نمایند.

چن و همکاران (۲۰۰۷)، بیان می‌دارد که شرکت‌ها با عملکرد افشا و شفافیت بهتر، دارای نقدشوندگی بهتر هستند.

جین و همکاران (۲۰۰۸)، اثر قانون سارینز آکسلی را بر نقدشوندگی مطالعه می‌نمایند و یک رابطه مثبت میان کیفیت گزارش‌های مالی و نقدشوندگی مشاهده می‌نمایند.

چانگ (۲۰۱۰)، با استفاده از یک شاخص برای بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی به این نتیجه می‌رسد که نقدشوندگی متغیر در زمان می‌تواند بوسیله شاخص حاکمیت شرکتی متغیر در زمان آنها توضیح داده شود.

نقدشوندگی دارایی‌ها به معنی توانایی مبادله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه کم و با تاثیر قیمتی اندک است. تاثیر قیمتی اندک به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. نقدشوندگی معیارهای متفاوتی دارد و به دو گروه قابل تقسیم می‌باشد:

- معیار مبتنی بر مبادله: شامل حجم مبادله، تکرار مبادله و ارزش سهام مبادله شده.

- معیار مبتنی بر پیشنهاد: شامل تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش، تفاوت‌های عرضه و تقاضای اثربخش و عمق بازار.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را متشکل از سه جزء هزینه، می‌دانند: هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست. هزینه‌های انتخاب نادرست که جزء بسیار با اهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است، به سبب عدم تقارن اطلاعاتی در بازار، افزایش می‌یابد و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد [۶۱].

اساسی‌ترین رکن نظام حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از اعمال حاکمیت صحیح مالکان بر اداره شرکت است [۶۳]. اغلب این باور وجود دارد که پراکندگی مالکیت با اعمال حاکمیت صحیح مالکان بر اداره شرکت به واسطه کاهش عدم تقارن اطلاعاتی باعث کاهش هزینه‌های انتخاب نادرست و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام می‌شود و در نهایت منجر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود. هفلین و همکاران (۲۰۰۰)، با انتخاب نمونه‌ای شامل ۲۶۰ شرکت به رابطه مثبتی بین درصد سهام بلوکی در دست سهامداران و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دست یافتند. در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکزی دارند، سهامداران بزرگ به اطلاعات خصوصی دسترسی دارند؛ در نتیجه معاملاتی که آن‌ها در آن دخیل هستند طرف‌های معامله را با خطر انتخاب نادرست مواجه می‌سازد. این امر موجب می‌شود تا طرف‌های معامله سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را به‌منظور کاهش خطر انتخاب نادرست، افزایش دهند؛ در نتیجه با افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، معاملات سهام در بازار کاهش و نقدشوندگی بازار سهام کاهش می‌یابد.

آگاروال و همکاران (۲۰۰۸)، به بررسی رابطه بین نقدشوندگی و مالکیت نهادی از منظر انتخاب نادرست و کارایی اطلاعات پرداختند و نتیجه گرفتند بین آنها رابطه غیرخطی وجود دارد. در سطوح مالکیت پایین‌تر فرضیه انتخاب نادرست حاکم است؛ در حالی که با افزایش سطح مالکیت نهادی، نقدشوندگی افزایش می‌یابد.

مهدوی و میدری (۱۳۸۴)، نشان داده‌اند در بورس اوراق بهادار تهران افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران، دامنه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را وسیع‌تر می‌کند.

نتایج تحقیق رحیمیان و همکاران (۱۳۸۸)، در بورس اوراق بهادار تهران نشان می‌دهد میان واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیر موظف هیئت‌مدیره و معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه معناداری وجود ندارد؛ اما میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹)، رابطه برخی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی را با نقدشوندگی سهام بررسی نمودند و نتایج، حاکی از عدم رابطه معنادار میان مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بود.

نتایج پژوهش مهرانی و همکاران (۱۳۸۹)، نشان می‌دهد شرکت‌ها با ساختار هیئت‌مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیئت‌مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی بازار بیشتری هستند.

آزادپور و فدایی‌نژاد (۲۰۱۴)، رابطه دو مکانیسم حاکمیت شرکتی شامل: ترکیب هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت را با نقدشوندگی آزمون می‌نمایند و به این نتیجه می‌رسند که افزایش در تعداد اعضای مستقل هیئت‌مدیره با نقدشوندگی بیشتر در ارتباط است و همچنین میان ساختار مالکیت و نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد. علاوه بر این، به رابطه معنادار میان دوگانگی وظیفه مدیر و نقدشوندگی دست نیافتند. دریانی و همکاران (۱۳۹۰) به جای تمرکز بر برخی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با تعیین نرخ حاکمیت شرکتی، رابطه آن را با نقدشوندگی مطالعه کردند. نتایج آنها حاکی از یک رابطه منفی میان نرخ حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی بود. به عبارت دیگر، بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش شکاف قیمت در بازار شد. البته برخی اثر نقدشوندگی را بر حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار داده‌اند که این نوع تحقیقات اثر منفی و اثر مثبت نقدشوندگی بر حاکمیت شرکتی را مدنظر قرار می‌دهند. برای مثال، کافی (۱۹۹۱) معتقد است نقدشوندگی بالا موجب خروج سرمایه‌گذاران و مانع نظارت از سوی آنها می‌شود.

بیده (۱۹۹۳)، بیان می‌دارد که نقدشوندگی بیشتر بازار به ضرر شرکت‌هایی است که به صورت کارا هدایت می‌شوند. قوانین آمریکا به گونه‌ای است که نقدشوندگی را برای سهامداران منفعل ارتقا می‌بخشد و برای سهامداران فعال محدود می‌سازد. با وجود اینکه مالکیت نهادی و نظارت خارجی افزایش می‌یابد؛ اما سطح یکسان نظارت مثل سرمایه‌گذاران فعال را تامین نمی‌نماید. سرمایه‌گذاران فعالی که روبه‌روی تابلو می‌نشینند، به اطلاعات مفصلی درباره عملیات شرکت دست می‌یابند که نظارت داخلی اثربخشی را فراهم می‌کند. هرچه تعداد سهامداران خصوصاً سهامداران بزرگ افزایش یابد، تمایل برای نظارت داخلی افزایش می‌یابد که این خود، هزینه‌هایی را برای شرکتی که از قبل به طور کارا اداره می‌شدند به همراه دارد.

کان و ویتتون (۱۹۹۸)، از این بحث حمایت می‌کنند و رابطه میان نقدشوندگی و نظارت توسط سهامداران بزرگ را تحلیل می‌نمایند. آنها معتقدند نقدشوندگی بازار، با دادن انگیزه اضافی برای سفته‌بازی بجای نظارت به سهامداران بزرگ، کنترل اثربخش از طرف آنها را تضعیف می‌کند.

ماگ (۱۹۹۸)، مدلی را بر اساس فرایند تصمیم‌گیری سهامداران بزرگ برای نظارت بر یک شرکت، ارائه می‌دهد و روابط میان نقدشوندگی بازار و حاکمیت شرکتی را تحلیل می‌نماید. مدل وی حاکی از این است که بازارهای سهام نقدشونده‌تر تمایل دارند تا از حاکمیت شرکتی اثربخش حمایت کنند. بدین صورت که بازار نقدشونده‌تر به یک سهامدار بزرگ امکان فروش آسان‌تر سهام را می‌دهد؛ اما به همان نسبت جمع‌آوری یک سهام بزرگ را برای وی ساده‌تر می‌سازد.

**نقدشوندگی و عملکرد.** دلایل تئوریک بسیاری در حمایت از اثر مثبت نقدشوندگی بر عملکرد شرکت وجود دارد. نقدشوندگی سهام یک شرکت، می‌تواند از طریق مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شامل نظارت عملکرد [۲۲،۴۳]، مشوق‌های مدیریتی [۳۴] و مداخله سهامداران [۵۸] بر عملکرد شرکت اثرگذار باشند.

سابرامانیام و تیمن (۲۰۰۱) نشان دادند که نقدشوندگی موجب تحریک سرمایه‌گذاران آگاه به ورود می‌شود و قیمت را برای ذی‌نفعان آگاهی‌دهنده‌تر سازد. این امر به‌واسطه اثر مثبت نقدشوندگی بر آگاهی‌دهندگی قیمت، جریان‌های نقد شرکت را تحت‌تاثیر قرار می‌دهد. به این حالت «اثر بازخورد» اطلاق می‌شود. نقدشوندگی ممکن است منجر به قراردادهای اثربخش‌تر بر اساس قیمت سهام و بالتبع پاداش‌های مدیریتی بهتر شوند [۴۳]؛ زیرا ممکن است قیمت سهام علامت بهتری از تلاش‌های مدیریتی باشد؛ البته ادمتی و فلیدرر (۲۰۰۶) بیان می‌کنند که اگر پاداش مدیر به قیمت فعلی سهام گره بخورد، آنگاه افزایش در نقدشوندگی موجب تسهیل در فروش با قیمت خیلی پایین و افزایش هزینه‌های فرصت‌طلبی مدیران می‌شود. علاوه بر این، نقدشوندگی ممکن است به آنهایی که سهامدار بلوکی نیستند اجازه مداخله دهد تا بتوانند به سهامداران بلوکی تبدیل شوند [۵۸]. نقدشوندگی همچنین موجب تسهیل تجارت آگاهانه و کاهش نزدیک‌بینی مدیر می‌شود [۲۶].

برخی رابطه نقدشوندگی و عملکرد را بر اساس معیارهای مبتنی بر قیمت سهم بررسی کرده‌اند. بیکر و استین (۲۰۰۴)، اشاره می‌کنند که نقدشوندگی ممکن است با ارزش به‌عنوان شاخص تمایل، در ارتباط باشد. در مدل آنها، سهام‌های نقدشونده‌تر، از آنجاکه با یک صرف مبادله می‌شوند، بازده مورد انتظار کمتری دارند و بیش از حد ارزشیابی می‌شوند.

فنگ و همکاران (۲۰۰۶) از معیار نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری برای بررسی این رابطه استفاده نمودند و این معیار را به سه معیار تقسیم کردند: اهرم، نسبت قیمت به سود عملیاتی و نسبت بازده عملیاتی دارایی‌ها که در این میان نسبت بازده عملیاتی دارایی‌ها برای شرکت‌ها با سهام نقدشونده‌تر بالاتر بود. یافته‌هایشان از اثر بازخورد حمایت می‌کند و معتقدند وقتی رابطه شرکت و سهامداران شکننده است یا عدم قطعیت راجع به جریان‌های نقدی پروژه‌های موجود وجود دارد بازخورد بسیار اهمیت می‌یابد؛ همچنین دریافتند که حساسیت پرداخت‌های عملکرد و نقدشوندگی مکمل یکدیگر هستند و نقدشوندگی از طریق افزایش نسبت علامت به پارازیت در قیمت سهام، اعتماد بر پاداش‌های مبتنی بر سهام را افزایش می‌دهد؛ اما به شواهدی از دیگر تئوری‌های عملکرد مبتنی بر نمایندگی دست نیافتند.

سرکانیان و همکاران (۱۳۹۴)، در تحقیقی رابطه میان نقدشوندگی و بازده سهام را بررسی نمودند و از معیارهای نقدشوندگی متفاوت شامل: نرخ گردش سهام، معیار عدم نقدشوندگی ليو

(۲۰۰۶)، عدم نقدشوندگی آمیهود (۲۰۰۲) و ارزش ریالی معاملات برای بررسی این رابطه بهره گرفتند؛ زیرا هر معیار بعد یا ابعادی از نقدشوندگی را دربر می‌گیرد. آنها نشان دادند که در ایران تنها معیار آمیهود با نظریه نقدشوندگی سازگار است.

آمیهود و مندلسون (۲۰۰۸)، شرح می‌دهند که نقدشوندگی اوراق بهادار، ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد.

ادمز و مانسو (۲۰۱۱)، مدلی را توسعه می‌دهند تا ساختاری از سهامدار بلوکی که ارزش شرکت را حداکثر می‌سازد تعریف نماید. آنها نشان می‌دهند که سهامداران بلوکی چندگانه می‌توانند از طریق مبادله، مدیریت را نظم دهند. در مدل آنها، سهامداران بلوکی چندگانه برای رقابت بر سود به معامله می‌پردازند. هرچه معامله بیشتر صورت گیرد قیمت سهم حاوی اطلاعات بیشتری خواهد بود و ارزش‌های ذاتی شرکت تعیین می‌شوند. این حالت مدیر را تحریک به تلاش بیشتر می‌نماید و ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

دالوی و باقی (۲۰۱۴)، رابطه میان نقدشوندگی و عملکرد را مورد مطالعه قرار می‌دهند و نتایج آنها همبستگی قوی میان این دو را نشان می‌دهد؛ همچنین دو شاخص کیوتوبین و بازده دارایی‌ها برای متغیر عملکرد را مقایسه نموده و شاخص کیوتوبین را برای مطالعه‌شان مناسب‌تر می‌دانند.

خشنود و فرخنده (۱۳۹۴)، به بررسی رابطه نقدشوندگی و جریان‌های نقد آزاد به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهم عملکرد مالی است می‌پردازند. جریان‌های نقد آزاد به شرکت اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کند که ارزش سهامداران را افزایش می‌دهد. آنها به یک رابطه مثبت و معنادار میان جریان‌های نقد آزاد و نقدشوندگی دست یافتند. آنها بیان می‌دارند که رشد بادوام در بهبود عملکرد مالی می‌تواند از طریق افزایش نقدشوندگی امکان‌پذیر شود.

در مقابل، نقدشوندگی می‌تواند متغیر وابسته باشد. بدین ترتیب که شرکت‌ها با عملکرد بهتر، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتری دارند که این نسبت ممکن است موجب جذب سرمایه‌گذاران نهادی شود. برای مثال، گیوتیرز و پرینسکی (۲۰۰۷) دریافتند نهادها به دنبال بازده‌های نسبی هستند و نشان دادند این سهام‌ها به‌طور متوسط، از ارزش بازار به ارزش دفتری بالاتری برخوردار هستند. این مبادلات موجب افزایش در عمق بازار و نقدینگی می‌شوند.

**حاکمیت شرکتی و عملکرد.** کامپر و همکاران (۲۰۰۳)، حمایت‌هایی که از تصاحب در شرکت‌های آمریکایی در دهه ۹۰ صورت می‌گرفت را مطالعه می‌نمایند و در می‌یابند که شرکت‌ها با حقوق صاحبان سهام مستحکم‌تر، ارزش، سود و رشد فروش بالاتری داشتند؛



همچنین شرکت‌ها با سطوح بزرگ‌تر حقوق صاحبان سهام، از هزینه سرمایه کمتر و تحصیل‌های حاکمیتی کمتر برخوردار بودند.

دیورنو و کیم (۲۰۰۵)، ۵۸۹ شرکت از ۲۷ کشور را مورد مطالعه قرار می‌دهند تا ببینند که آیا تصمیمات حاکمیتی، ارزش بازار یک شرکت را پیش‌بینی می‌نماید. با استفاده از شاخص کیوتوبین به‌عنوان معیار عملکرد، به این نتیجه رسیدند که امتیازات حاکمیت شرکتی بالاتر به‌طور مثبت ارزش شرکت را پیش‌بینی می‌نماید.

گروزیکی (۲۰۰۶)، در می‌یابد که درجه حاکمیت شرکتی رابطه مثبتی با عملکرد و نقدشوندگی دارد. بالاسابرامین و همکاران (۲۰۱۰) یک شاخص حاکمیت شرکتی هندی ارائه می‌دهند و به سبب استفاده از اطلاعات مقطعی به‌جای یک رابطه علی به یک رابطه مثبت میان شاخص مزبور و عملکرد دست می‌یابند.

لنگ و همکاران (۲۰۱۲)، رابطه شفافیت در سطح شرکت را با نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت در میان ۴۶ کشور بررسی می‌نمایند. به این نتیجه می‌رسند که شفافیت بیشتر با ارزش شرکت بالاتر در ارتباط است و نقدشوندگی عاملی است که از طریق آن شفافیت، ارزش شرکت را تحت‌تأثیر قرار می‌دهد. از آنجاکه از اثرات ثابت برای برآورد مدلشان استفاده نمودند، آنها به یک ارتباط دست یافتند نه بر یک رابطه علی.

لی و همکاران (۲۰۱۲)، به تأثیر از کار لنگ و همکاران (۲۰۱۲) اثر نقدشوندگی بر حاکمیت شرکتی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را از طریق معادلات رگرسیونی غیرمرتبط<sup>۱</sup> (SURE) مورد مطالعه قرار می‌دهند. آنها به رابطه علی مثبت میان نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی پی بردند؛ همچنین به اثر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت دست یافتند.

چانگ و همکاران (۲۰۱۳)، اثر نقدشوندگی سهام را از طریق مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شامل نظارت نهادی، مشوق‌های مدیریتی و سازماندهی مجدد مدیریت بر عملکرد شرکت بررسی می‌کنند و اثر علی نقدشوندگی و عملکرد به‌واسطه حاکمیت شرکتی را نتیجه گرفتند. از طرف دیگر، جانسون و همکاران (۲۰۰۴) بیان می‌دارند که مدیریت بهتر به‌واسطه رعایت بیشتر سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به حاکمیت شرکتی بهتر می‌شود.

یزدانیان (۱۳۸۵)، به‌بررسی تأثیر چند معیار از حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تأثیرگذار است؛ در حالی که وجود اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره و همچنین وجود حسابرس داخلی تأثیری بر مدیریت سود ندارند. حسینی (۱۳۸۶)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داد. در این

پژوهش با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی بر آن شده تا میزان بازده اضافی سهامداران در شرکت‌های با حاکمیت خوب محاسبه شود. نتایج حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد.

قنبری (۱۳۸۶)، اثر نسبت اعضای غیرموظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرس داخلی و سهامداران نهادی را به‌عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان می‌دهد که تنها سهامداران نهادی و حسابرس داخلی بر عملکرد شرکت تاثیر دارند.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۸)، به رتبه‌بندی شرکت‌ها با استفاده از ۲۵ معیار مطابق با آیین‌نامه نظام حاکمیت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازند و اثر کیفیت حاکمیت شرکتی را بر عملکرد شرکت بررسی می‌نمایند. آنها هیچ‌گونه رابطه معنادار میان این دو را مشاهده نمی‌کنند.

با توجه به روابط دو به دوی این متغیرها و بعضا روابط سه جانبه آنها که در تحقیقات گذشته قابل ردیابی هستند این سوال در ذهن ایجاد می‌شود که روابط این سه متغیر، با هم چگونه است؟ از این رو بهتر است این متغیرها، در قالب چرخه‌ای همزمان مورد مطالعه قرار گیرند.

### ۳. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به بخش قبل، می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی به‌عنوان ابزاری تاثیرگذار بر روابط بین سهامداران و مدیریت، بر عملکرد شرکت موثر بوده و عملکرد از طریق تاثیر بر رعایت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر حاکمیت شرکتی اثر می‌گذارد. حاکمیت شرکتی از طریق تاثیر بر عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام موثر است و نقدشوندگی سهام با تاثیری که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران پیرامون خرید یا فروش سهام شرکت‌ها می‌گذارد می‌تواند بر نحوه نظارت آنها تاثیرگذار باشد و از این رو حاکمیت شرکتی را تحت تاثیر قرار دهد. نقدشوندگی از طریق تاثیر بر آگاهی‌دهندگی قیمت سهام، بر عملکرد موثر است و عملکرد با تاثیری که بر تصمیمات سرمایه‌گذاران پیرامون خرید یا فروش سهام شرکت‌ها می‌گذارد می‌تواند بر نقدشوندگی سهام تاثیر بگذارد. از این رو انتظار می‌رود که:

۱. بین حاکمیت شرکتی و عملکرد، رابطه متقابل معناداری وجود دارد.
۲. بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، رابطه متقابل معناداری وجود دارد.
۳. بین نقدشوندگی و عملکرد، رابطه متقابل معناداری وجود دارد.
۴. بین حاکمیت شرکتی، عملکرد و نقدشوندگی، روابط متقابل معناداری وجود دارد.

جامعه آماری و انتخاب نمونه. ابتدا فهرست شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ با بهره‌گیری از اطلاعات بورس و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده است. ابتدای بازه زمانی از سال ۱۳۸۸ انتخاب شده است تا داده‌ای جدیدتر باشند؛ همچنین از آنجاکه پیش‌نویس حاکمیت شرکتی در سال ۱۳۸۶ ارائه شده است، سعی شد تا حداقل ۲ سال از اعلانش گذشته باشد تا اگر شرکتی در پی اصلاح ساختار حاکمیت شرکتی با توجه به پیش‌نویس بوده است آن را انجام داده باشد. سپس برای اینکه داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها، همگنی لازم را داشته باشند، این جامعه آماری بر اساس فرضیه‌های زیر تعدیل شد:

۱. شرکت‌های انتخابی جزو صنایع واسطه‌گری مالی، هلدینگ‌ها (شرکت‌های مادر) و بانک‌ها نباشند تا همگنی رعایت شود.

۲. پایان سال مالی آنها ۱۲/۲۹ هر سال باشد.

۳. طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۴. صورت‌های مالی آنها در دوره مورد نظر به‌طور کامل و پیوسته، در دسترس باشد.

۵. سهام آنها طی بازه زمانی پژوهش، مورد معامله قرار گرفته باشد و توقف فعالیت قابل ملاحظه‌ای (بیش از سه ماه)، نداشته باشند.

مورد اول، دوم و سوم برای رعایت همگنی و تشابه گزارشگری لحاظ شده است و دو مورد آخر هم مربوط است به دسترسی داده‌ها و عدم توقف زیاد، تا بتوان به آنها اتکا کرد. با توجه به شرایط اشاره شده در بالا، از مجموع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس، تعداد ۱۷۲ شرکت به‌عنوان نمونه تحقیق استفاده شده است.

متغیرها. از آنجاکه بررسی روابط بین حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی و عملکرد با استفاده از معادلات همزمان صورت می‌پذیرد، متغیرها در دو دسته متغیرهای درون‌زا و برون‌زا تشریح می‌شوند.

### الف) متغیرهای درون‌زا

شاخص نقدشوندگی سهام (LIQ): در این پژوهش از معیار نرخ گردش به‌عنوان معیار نقدشوندگی استفاده شده است. نرخ گردش سهام از حاصل تقسیم حجم سهام معامله‌شده بر تعداد سهام منتشره شرکت به‌دست می‌آید.

شایان ذکر است که اولین معیار از لحاظ کثرت استفاده در پژوهش‌ها، اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است که در این پژوهش به علت عدم دسترسی به اطلاعات مربوط،

به ناچار از آن صرف‌نظر شده و از دومین معیار پرکاربرد در پژوهش‌ها [۵۷، ۱۳، ۵۹، ۱۹] یعنی نرخ گردش سهام به‌عنوان معیار نقدشوندگی سهام استفاده می‌شود.

رتبه حاکمیت شرکتی (GOV-SCR): بر مبنای روش امتیازبندی حاکمیت شرکتی براون و کایلور (۲۰۰۶) و پیش‌نویس حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار گرفته است. همان‌طور که قبلاً توضیح داده شد با توجه به دسترسی به اطلاعات و مواردی که با توجه به گزارشات مالی می‌شود به آنها پاسخ داد، از الگوی براون برخی از عوامل حاکمیت شرکتی استخراج شد و با توجه به پیش‌نویس در مواردی اصلاح شدند. بر این مبنای هر شرکت، حاکمیت شرکتی با ۷ سوال با توجه به ۷ مکانیزم مربوط به حاکمیت شرکتی به شرح زیر مورد ارزیابی قرار گرفته و نتایج هر سوال به صورت صفر و یک مشخص می‌شود. در سوال‌های ۲ تا ۵ پاسخ بلی برابر با حاکمیت شرکتی قوی بوده و با مقدار یک بیان می‌شود. در سوال‌های ۱، ۶ و ۷ پاسخ بلی برابر با حاکمیت شرکتی ضعیف بوده و با مقدار صفر بیان می‌شود.

۱. دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUALRES): آیا مدیرعامل شرکت، رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره است؟

۲. استقلال هیئت‌مدیره (BRDIND): آیا تعداد اعضای غیرموظف نسبت به اعضای موظف در هیئت‌مدیره شرکت بیشتر است؟

۳. اندازه هیئت‌مدیره (BRDSZE): آیا اندازه هیئت‌مدیره شرکت ۷ نفر یا بیشتر است؟

۴. مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (INSOWN): آیا میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بیش از ۲۰٪ است؟

۵. اندازه موسسه حسابرسی (AUDSZE): آیا حسابرسی شرکت توسط یک موسسه حسابرسی با اندازه بزرگ (سازمان حسابرسی) انجام شده است؟

۶. دوره تصدی حسابرس (AUDTNUR): آیا دوره تصدی حسابرس شرکت ۳ سال و یا بیشتر است؟

۷. دوره تصدی مدیرعامل (EOTNUR): آیا دوره تصدی مدیرعامل شرکت بیش از یک سال است؟

پس از آنکه نتایج مربوط به مجموعه سوالات در سطح هر شرکت به صورت صفر و یک مشخص شد و در واقع مقادیر متغیرهای مربوط به مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در فرضیه‌های ۲ تا ۸ مشخص شد؛ برای تعیین نمره کلی حاکمیت شرکتی، تعداد پاسخ‌های بلی را که با مقدار یک مشخص شده برای هر شرکت جمع زده از نتیجه به دست آمده، با توجه به جمع کل سوالات نسبت گرفته و آن به صورت درصد برای هر شرکت بیان می‌شود. شرکت‌هایی که امتیاز آن بیشتر

از ۷۱٪ باشد، دارای حاکمیت شرکتی قوی بوده و شرکت‌هایی که امتیاز آنها کمتر از ۲۸٪ باشد دارای حاکمیت شرکتی ضعیف هستند. در ضمن شرکت‌هایی که امتیاز آنها مابین ۲۸٪ و ۷۱٪ قرار بگیرد دارای حاکمیت شرکتی متوسط می‌باشند.

**شاخص عملکرد (Q):** در این پژوهش از نسبت کیوتوبین به‌عنوان شاخص عملکرد استفاده می‌شود که برابر است با:

$$\text{Tobin's } Q = (\text{MVCS} + \text{BVPS} + \text{BVLTD} + \text{BVINV} + \text{BVCL} - \text{BVCA}) / \text{BVTA}$$

که در آن؛ MVCS: ارزش بازار سهام عادی شرکت؛ BVPS: ارزش دفتری سهام ممتاز؛ BVLTD: ارزش دفتری تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت؛ BVINV: ارزش دفتری موجودی کالا؛ BVCL: ارزش دفتری بدهی جاری؛ BVCA: ارزش دفتری دارایی‌های جاری؛ BVTA: ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها است.

این نسبت توسط جیمز توبین در تجزیه و تحلیل‌های اقتصاد کلان به منظور پیش‌بینی آینده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۷۸، مطرح شد. هدف وی برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص Q توبین و میزان سرمایه‌گذاری انجام‌شده توسط شرکت بود. اگر این شاخص، بزرگ‌تر از یک باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری وجود دارد. به عبارتی، نشانه ارزشمندی فرصت‌های رشد شرکت است. اگر این نسبت، کوچک‌تر از یک باشد سرمایه‌گذاری متوقف می‌شود. در صورتی که شرکت از تمامی فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهره‌برداری کند ارزش نهایی Q توبین به سوی عدد واحد یک میل پیدا می‌کند [۴۷]. با این تفاسیر، شرکتی که بتواند بهتر از این فرصت‌ها استفاده کند عملکرد بهتری دارد.

### ب) متغیرهای برون‌زا

**اهرم مالی (LEV):** یکی از مهمترین مقیاس‌های اهرم، نسبت بدهی است که از تقسیم بدهی‌ها به دارایی‌ها به‌دست می‌آید [۳۶]. از آنجاکه اهرم مالی باعث محدود شدن مدیران و مانع سرمایه‌گذاری آنها در پروژه‌های ضعیف می‌شود [۸]، احتمالاً فرصت‌های رشد بیشتر و بهتری را در اختیار شرکت قرار می‌دهد و انتظار می‌رود رابطه مستقیم و معناداری بین اهرم مالی و عملکرد وجود داشته باشد [۵۰، ۶۰]؛ همچنین شرکت‌های اهرمی احتمالاً هزینه‌های نمایندگی کمتری دارند [۵۰]؛ زیرا هر چه بدهی افزایش یابد انگیزه بیشتری برای بستن کاران وجود دارد تا نظارت خود را بیشتر کنند و لذا هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد [۶۲]. از این‌رو، انتظار می‌رود رتبه

حاکمیت شرکتی بهتری نیز داشته باشند. از طرفی دیگر، افزایش اهرم مالی و تامین مالی بیشتر از طریق بدهی، می‌تواند معرف عدم تقارن اطلاعاتی بالا [۵۵] و در نتیجه ریسک بالای نقدشوندگی سهام باشد [۳۰، ۵۵]؛ بنابراین در این پژوهش اهرم مالی به‌عنوان متغیری برون‌زا در ارتباط با هر سه متغیر درون‌زا، در مدل‌ها لحاظ شده است.

**اندازه شرکت (SIZE):** لگاریتم مجموع دارایی‌ها؛ بدهی است که اندازه شرکت، تعیین‌کننده حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی‌نفعان و وجود مکانیزم‌های کنترلی بیشتر، از ریسک تجاری کمتری برخوردارند و ارزش و عملکرد بالاتری دارند [۵۳]. از طرفی واتز و زیمرمن (۱۹۹۰)، عنوان می‌دارند که شرکت‌های بزرگ، به دلیل تحمل هزینه‌های سیاسی بیشتر، ناچار به افشای بیشتری نیز هستند. از این‌رو، استدلال می‌شود که همواره اطلاعات بیشتری در مورد شرکت‌های بزرگ در بازار موجود است و ریسک نقدشوندگی کمتری در رابطه با آنها وجود دارد [۲۷]؛ همچنین شرکت‌های بزرگ به دلیل برخورداری از تعداد سهام بیشتر و دارا بودن سهام شناور آزاد بیشتر، ریسک قدرت نقدشوندگی سهام خود را برای سرمایه‌گذاران کاهش می‌دهند [۷۴].

اگر و همکاران (۲۰۰۶)، نیز معتقدند به دلیل آنکه شرکت‌های بزرگ به‌واسطه ارتباط بیشترشان با سایر ذی‌نفعان مستلزم وجود سازوکارهای مناسب‌تری برای پاسخگویی و افشا می‌باشند. انتظار می‌رود اندازه شرکت و رتبه حاکمیت شرکتی رابطه معناداری با هم داشته باشند [۵۹]؛ بنابراین در این پژوهش اندازه شرکت به‌عنوان متغیری برون‌زا در ارتباط با هر سه متغیر درون‌زا، در مدل‌ها لحاظ شده است و برای اندازه‌گیری آن از دارایی‌ها لگاریتم گرفته تا توزیع پراکندگی دارایی‌ها نسبت به حالت قبلی نرمال‌تر شود.

**قیمت هر سهم (PRICE):** از میانگین قیمت سهام شرکت در بازه مورد نظر به‌دست می‌آید. از لحاظ نظری سهامی که قیمت آن کمتر است دارای ریسک نقدشوندگی بیشتری است و احتمال نقدشوندگی پایین‌تری دارد [۱۲]. از این‌رو در این پژوهش، از آن به‌عنوان متغیری برون‌زا در ارتباط با نقدشوندگی سهام شرکت‌ها استفاده شده است.

**شدت سرمایه (CSRATIO):** میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در دارایی‌ها می‌تواند زمینه‌ساز دستیابی به بازده مطلوب در آینده باشد و یا به دلیل تحمل ریسک بیشتر بر وضعیت مالی شرکت در نتیجه سرمایه‌گذاری بیشتر، قدرت شرکت را برای حفظ بازده فعلی و رشد آن در دوره‌های آتی، کاهش دهد که البته در بلندمدت نیز منجر به افت بازده و عملکرد شرکت

می‌شود [۲۰]. بر این مبنا به نظر می‌رسد قدرت سرمایه (شدت سرمایه) با عملکرد شرکت‌ها مرتبط باشد. دارایی به فروش (شدت سرمایه) هم در واقع نشان‌دهنده قدرتمندی یا کارآمدی سرمایه‌گذاری است و نشان می‌دهد چه مقدار پول برای دستیابی به یک ریال درآمد فروش سرمایه‌گذاری شده است. یا می‌توان اینگونه تعبیر کرد که شدت سرمایه می‌تواند نشان دهد که شرکت چقدر توانسته از سرمایه‌گذاری انجام شده در راستای فعالیت‌های شرکت (برمبنای فروش) استفاده کند که خود انتظار رابطه این نسبت با عملکرد شرکت را کامل روشن می‌کند. به بیان ساده در دارایی سرمایه‌گذاری می‌شود به دلیل منافع آتی، حالا چقدر این سرمایه‌گذاری باعث منفعت شده (نسبت دارایی به فروش) خودش نشان‌دهنده عملکرد است. از این‌رو، در این پژوهش از آن به‌عنوان متغیری برون‌زا در ارتباط با عملکرد شرکت‌ها استفاده شده که مشابه سامی و همکاران (۲۰۰۹)، از تقسیم ارزش دفتری دارایی‌های مشهود بر کل فروش به‌دست می‌آید.

**حاشیه عملیاتی (ISRATIO):** شرکت‌ها برای جلب سرمایه‌گذاران، سعی در حداکثر کردن ارزش شرکت دارند و افزایش درآمد و رشد در سود، یکی از راهکارهایی است که برای این کار در نظر می‌گیرند [۲۹]؛ بنابراین به نظر می‌رسد معیارهای مرتبط با سودآوری، با عملکرد و ارزش شرکت‌ها مرتبط باشد و از آنجاکه سود عملیاتی خالص، سودآوری فروش را قبل از پرداخت مالیات و هزینه بهره نشان می‌دهد و همچنین مهم‌ترین مبنای تجزیه و تحلیل فعالیت‌های عملیاتی شرکت است که معمولاً تحلیل‌گران مالی از آن استفاده می‌کنند و به کمک آن، نکات ضعف و قوت بخش‌های عملیاتی شرکت را از لحاظ مالی مشخص و بررسی می‌کنند و با توجه به اینکه سود عملیاتی، مربوط به فعالیت اصلی شرکت است و هزینه‌ها و درآمدهای غیر عملیاتی در آن لحاظ نمی‌شوند [۶۸]، در این پژوهش سود عملیاتی ملاک عمل قرار گرفته است. بر این مبنا از حاشیه عملیاتی به‌عنوان متغیری برون‌زا در ارتباط با عملکرد شرکت‌ها استفاده شده که مشابه سامی و همکاران (۲۰۰۹)، به‌صورت سود عملیاتی به فروش محاسبه می‌شود.

### نتایج تجربی

**آمار توصیفی.** آماره‌های توصیفی به مجموعه‌ای از معیارهایی گفته می‌شود که می‌توانند مشخصات کلی از اطلاعات جمع‌آوری شده را برای پژوهشگر ارائه دهند. توجه داشته باشید از آماره‌های توصیفی نمی‌توان نتایج را به حالات کلی تعمیم داد؛ بلکه فقط برای ارائه یک دید کلی از تحقیق از این معیارها استفاده می‌شود. در جدول ۱ آماره‌های توصیفی شامل میانگین (به‌عنوان معیار مرکزی) و انحراف معیار (به‌عنوان معیار پراکندگی) ارائه شده‌اند. کمترین مقدار رتبه حاکمیت شرکت صفر و بیشترین مقدار آن ۸۵/۷۱ درصد است. این موضوع نشان می‌دهد که

شرکتی در دوره پنج ساله تحقیق داشته‌ایم که امتیاز صفر را از تمامی سوالات هفتگانه دریافت نموده و نهایتاً حداکثر در برخی شرکت‌ها ۶ امتیاز از هفت سوال دریافت نموده‌اند ( $\frac{۸۵}{۷۱} = ۱.۲۰۷$ )؛ البته تفاضل بین کران مشاهدات با عنوان شاخص دامنه تغییرات شناخته شده و معیاری ابتدائی برای ارزیابی پراکندگی مشاهدات است که برای قیمت هر سهم بیشترین مقدار را نشان می‌دهد.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی برای متغیرهای پژوهش

تعداد	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	میانگین	انحراف معیار	ضریب چولگی
۸۶۰	۰	۸۵/۷۱	۶۰/۳۰	۱۵/۱۸۰	-۰/۶۰۷
۸۶۰	-۰/۰۵۴	۱۰/۷۷۹	۱/۰۲۶	۰/۷۹۱	۲/۷۳۶
۸۶۰	۰/۰۸۹	۳/۷۶۰	۰/۶۸۸	۰/۳۴۰	۲/۸۰۴
۸۶۰	۱۰/۰۳۱	۱۸/۸۱۷	۱۳/۶۱۶	۱/۴۶۰	۰/۶۷۳
۸۵۷	۰/۰۰۰	۱۵/۵۶۰	۰/۴۴۷	۰/۸۴۸	۱۰/۴۸۵
۸۵۷	-۰/۴۶۶	۱/۰۰۰	۰/۲۶۴	۰/۱۹۷	۱/۰۲۰
۷۷۵	۰/۰۰۰	۲۷۹/۶۹۳	۲۲/۰۹۷	۳۴/۸۴۶	۳/۳۱۶
۸۶۰	۰/۰۰۰	۶۰۳۷۲/۵۰۰	۴۳۵۴/۰۰۹	۵۵۲۹/۰۶۸	۳/۵۴۶

میانگین به‌عنوان اساسی‌ترین معیار مرکزی در ستون بعدی ارائه شده است. میانگین قیمت هر سهم بیشتر از سایر متغیرهای تحقیق است؛ البته با توجه به تفاوت مقیاس اندازه‌گیری متغیرها نمی‌توان از مقایسه میانگین آنها نتیجه خاصی را گرفت. انحراف معیار به‌عنوان اساسی‌ترین شاخص پراکندگی بیانگر آن است که پراکندگی متغیر قیمت هر سهم بیشتر از سایر متغیرهای تحقیق است. در ستون آخر ضریب چولگی مشاهدات ارائه شده است؛ ضریب چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینه‌گی بوده و شاخص تقارن داده‌ها است. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. شاخص مذکور در متغیرهای وابسته مدل‌های رگرسیونی حائز اهمیت است؛ در حقیقت عدم نرمال بودن متغیرهای وابسته تحقیق برآزش مدل‌های را دچار مشکل خواهد نمود؛ لذا در ادامه با کمک آزمون کولموگروف اسمیرنوف توزیع هر یک از متغیرهای، رتبه حاکمیت شرکتی، Q توبین و نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. این موضوع با توجه به پیش‌فرض‌های مدل‌های رگرسیونی ضروری است؛ به عبارت دیگر از پیش‌فرض‌های اساسی اجرای مدل‌های رگرسیونی نرمال بودن باقیمانده‌ها یا همان خطای مدل رگرسیونی است که این موضوع تحت‌تأثیر نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است؛ البته ضریب چولگی در دو متغیر Q



توبین و نقدشوندگی سهام مثبت است و بنابراین در صورت کنار گذاشتن مشاهدات دور افتاده می‌توان از تبدیل لگاریتمی برای نرمال‌سازی مشاهدات استفاده نمود. در جدول ۲ نتایج آزمون کولموگروف اسمیرنف قبل و بعد از پالایش و غربال‌سازی ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج آزمون کولموگروف اسمیرنف برای متغیرهای وابسته

رتبه حاکمیت شرکتی	نقدشوندگی سهام	توبین Q	تعداد	
۸۶۰	۷۷۵	۸۵۹		
۱/۶۴۱	۷/۳۲۲	۴/۱۸۱	آماره کولموگروف اسمیرنف	اطلاعات اولیه
۰/۰۷۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	سطح معناداری	
	۷۶۵	۸۵۷	تعداد	
	۱/۵۷۴	۰/۹۵۵	آماره کولموگروف اسمیرنف	بعد از غربالگری و پالایش داده‌ها
	۰/۰۸۴	۰/۳۲۲	سطح معناداری	

نتایج آزمون مذکور نشان می‌دهد که متغیرهای Q توبین و نقدشوندگی در اطلاعات اولیه نرمال نیستند، در حقیقت سطح معناداری برای متغیرهای مذکور کمتر از ۰/۰۵ است و فرضیه نرمال بودن به‌عنوان فرض صفر در آزمون کولموگروف - اسمیرنف با اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود که با توجه به مثبت بودن ضریب چولگی برای متغیرهای فوق مدل تبدیل لگاریتمی به احتمال قوی می‌تواند توزیع مشاهدات را تبدیل به توزیع نرمال نماید. در مورد شاخص رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی اطلاعات استخراج شده نرمال هستند و نیازی به استفاده از تبدیل‌های لگاریتمی نیست.

بررسی فرضیه‌های تحقیق. اکثر محققان اتفاق نظر دارند که با افزایش اندازه نمونه‌های مورد مطالعه، قدرت آزمون‌ها افزایش می‌یابد و می‌توان به نتایج آنها اعتماد کرد. مشکل اساسی در زمینه جمع‌آوری داده‌های سری زمانی طولانی‌مدت این است که اغلب این کار برای محقق بالخصوص در کشورهای کمتر توسعه‌یافته مقدور نمی‌شود. از طرف دیگر، در کشورهایی هم که این کار میسر باشد به دلیل وجود تغییرات و شکست‌های ساختاری احتمالی نتایج آزمون‌ها تورش‌دار خواهد بود؛ بنابراین بهتر است جهت بررسی قدرت آزمون‌ها به‌جای تاکید صرف روی سری‌های زمانی از الگوهای پانلی که از ترکیب داده‌های سری زمانی در گروه‌های مختلف به‌دست می‌آید، استفاده شود. این امر ضمن اینکه مشکل کمبود مشاهدات را رفع می‌کند؛ از احتمال گرفتار شدن در دام تغییرات و شکست‌های ساختاری نیز جلوگیری می‌کند. داده‌های پانلی مزایای بسیاری نسبت به داده‌های مقطعی یا سری زمانی دارند. افزایش اعتماد به برآوردها، تبیین مدل‌های پیشرفته‌تر و کاهش مسئله هم‌خطی بین متغیرها از مهمترین مزیت‌های این

روش محسوب می‌شود. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در روش داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین روش‌های پانل<sup>۱</sup> و پولینگ از آزمون  $F$  لیمر استفاده می‌شود که آماره آن به صورت زیر است:

$$F_0 = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)} \sim F_{N-1, N(T-1)-K}$$

که در آن  $RRSS$  مربوط به رگرسیون مقید،  $URSS$  مربوط به رگرسیون غیر مقید،  $N$  تعداد مشاهدات و  $K$  تعداد پارامترها در رگرسیون غیر مقید هستند. در صورت انتخاب روش پانل، آزمون هاسمن برای انتخاب روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می‌شود و در نهایت فرضیه‌های پژوهش با کمک آزمون  $t$  متناظر با متغیر مستقل و آزمون  $F$  فیشر و ضریب تعیین مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت.

**فرضیه اول:** بین حاکمیت شرکتی و عملکرد روابط متقابل معناداری وجود دارد. در صورتی که فرضیه فوق به صورت آماری بیان شود، خواهیم داشت:

$$\begin{cases} H_0 & \text{بین حاکمیت شرکتی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1 & \text{بین حاکمیت شرکتی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

برای ارزیابی فرضیه اول پژوهش مدل‌های رگرسیونی زیر را به مشاهدات برازش می‌دهیم:

$$\begin{cases} GOV - SCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (1) \\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV - SCR_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 CSRATIO_{i,t} + \beta_5 ISRATIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (2) \end{cases}$$

در مدل رگرسیونی شماره ۱، در صورتی که ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  معنادار باشد، تاثیر شاخص عملکرد بر حاکمیت شرکتی تأیید خواهد شد و برای تأیید تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت لازم است ضریب  $\beta_1$  در مدل شماره ۲ معنادار باشد. نتایج جدول ۳ بیانگر آن است که ضریب تعیین مدل (۱)، ۰/۵۱۴ است؛ لذا ۵۱/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته در مدل اول، حاکمیت شرکتی، بر اثر تغییرات متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و عملکرد شرکت است. ضریب رگرسیونی متناظر با عملکرد شرکت ۰/۹۸۲- و سطح معناداری متناظر با آن ۰/۴۱۴ است

( $p - \text{value} = 0/414 > 0/05$ )؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  تاثیر عملکرد شرکت بر حاکمیت شرکت معنادار نیست [ $\beta_1 < 0$ ] و معنادار نیست. ضریب تعیین در مدل دوم نشان می‌دهد که  $11/5$  درصد از تغییرات عملکرد بر اثر تغییرات شاخص حاکمیت شرکتی است و از طرفی سطح معناداری متناظر با ضریب رگرسیونی شاخص حاکمیت شرکتی  $0/0187$  و کمتر از  $0/05$  است ( $p - \text{value} = 0/0187 < 0/05$ )؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  این گونه استنباط می‌شود که تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد معکوس و معنادار است [ $\beta_1 < 0$ ] و معنادار است؛ لذا با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده و رد نشدن فرض صفر در مدل اول، فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه «بین حاکمیت شرکتی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود دارد» با اطمینان  $0/95$  رد خواهد شد (جدول ۳).

جدول ۳. برآورد ضرایب رگرسیونی (فرضیه اول)

MODEL (2) ( $Q_{i,t}$ )	MODEL (1) ( $GOV - SCR_{i,t}$ )	متغیر وابسته	متغیرهای پیش‌بین
-0/033 (-2/256)	-0/982 (-0/815)	$\beta_1$ (آماره t)	متغیر مستقل مدل ۱: عملکرد
-0/187	0/414	سطح معناداری	مدل ۲: حاکمیت شرکتی
0/161 (2/017)	5/830 (1/900)	$\beta_2$ (آماره t)	$LEV_{i,t}$ اهرم مالی
-0/436	0/057	سطح معناداری	
-0/106 (-0/7047)	2/933 (1/382)	$\beta_3$ (آماره t)	$Size_{i,t}$ اندازه شرکت
-0/481	0/167	سطح معناداری	
-0/23 (-0/939)		$\beta_4$ (آماره t)	$CSRATIO_{i,t}$ شاخص شدت سرمایه
-0/347		سطح معناداری	
1/390 (9/777)		$\beta_5$ (آماره t)	$ISRATIO_{i,t}$ شاخص حاشیه عملیاتی
0/000		سطح معناداری	
-0/115 22/194	0/514 4/039	ضریب تعیین آمار F	
-0/000	-0/000	سطح معناداری	

فرضیه دوم: بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، روابط متقابل معناداری وجود دارد. در صورتی که فرضیه فوق به صورت آماری بیان شود، خواهیم داشت:

$$\begin{cases} H_0 & \text{بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، روابط متقابل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1 & \text{بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، روابط متقابل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

برای ارزیابی فرضیه دوم پژوهش، مدل‌های رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش می‌دهیم:

$$\begin{cases} GOV - SCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (۳) \\ LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV - SCR_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (۴) \end{cases}$$

در مدل رگرسیونی شماره (۳) در صورتی که ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  معنادار باشد، تاثیر شاخص نقدشوندگی بر حاکمیت شرکتی تأیید خواهد شد و برای تأیید تاثیر حاکمیت شرکتی بر شاخص نقدشوندگی شرکت لازم است ضریب  $\beta_1$  در مدل شماره (۴) معنادار باشد. خلاصه نتایج برازش دو مدل رگرسیونی در جدول ۴ ارائه شده است. نتایج جدول ۴ بیانگر آن است که ضریب تعیین مدل (۳)،  $0/525$  است؛ لذا  $52/5$  درصد از تغییرات متغیر وابسته در مدل اول، حاکمیت شرکتی، بر اثر تغییرات متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی و شاخص نقدشوندگی شرکت است. ضریب رگرسیونی متناظر با عملکرد شرکت  $0/0069$  و سطح معناداری متناظر با آن  $0/741$  است ( $0/05$ ).  $(p - value = 0/741 > 0)$ ؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  تاثیر شاخص نقدشوندگی شرکت بر حاکمیت شرکتی معنادار نیست [ $\beta_1 > 0$  و معنادار نیست]. ضریب تعیین در مدل دوم نشان می‌دهد که  $68/3$  درصد از تغییرات نقدشوندگی سهام بر اثر تغییرات شاخص حاکمیت شرکتی است و از طرفی سطح معناداری متناظر با ضریب رگرسیونی شاخص حاکمیت شرکتی  $0/619$  و بیشتر از  $0/05$  می‌باشد ( $0/619 > 0/05$ )؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  این‌گونه استنباط می‌شود که تاثیر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی هر چند معکوس است ولی معنادار نیست [ $\beta_1 > 0$  و معنادار نیست]؛ بنابراین با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده و رد نشدن فرض صفر در هر دو مدل ۳ و ۴، فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه «بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی، روابط متقابل معناداری وجود دارد» با اطمینان  $0/95$  رد خواهد شد (جدول ۴).

جدول ۴. برآورد ضرایب رگرسیونی (فرضیه دوم)

MODEL (4) (LIQ <sub>i,t</sub> )	MODEL (3) (GOV - SCR <sub>i,t</sub> )	متغیر وابسته متغیرهای پیش‌بین	
-۰/۰۰۱۸ (-۰/۴۹۷)	-۰/۰۰۶۹ (۰/۳۲۹)	$\beta_1$ (آماره t)	متغیر مستقل مدل ۳: نقدشوندگی سهام
-۰/۶۱۹	-۰/۷۴۱	سطح معناداری	مدل ۴: حاکمیت شرکتی
-۰/۲۲۱ (-۰/۵۲۳)	۱۳/۱۳۷ (۲/۹۰۲)	$\beta_2$ (آماره t)	LEV <sub>i,t</sub> اهرم مالی
-۰/۵۹۴	-۰/۰۰۲۸	سطح معناداری	
-۰/۵۴۵ (-۲/۵۵۴)	۲/۹۰۵ (۱/۲۵۸)	$\beta_3$ (آماره t)	Size <sub>i,t</sub> اندازه شرکت
-۰/۰۱۰۹	-۰/۲۰۸۶	سطح معناداری	
$۲/۸۷ \times 10^{-۵}$ (۱/۸۹۳)		$\beta_4$ (آماره t)	PRICE <sub>i,t</sub> شاخص قیمت
-۰/۶۸۳	-۰/۵۲۵	سطح معناداری	
۲/۵۹۴	۲/۸۷۸		ضریب تعیین آماره F
-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰		سطح معناداری

فرضیه سوم: بین نقدشوندگی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود دارد.  
در صورتی که فرضیه فوق به صورت آماری بیان شود، خواهیم داشت:

$$\begin{cases} H_0 & \text{بین نقدشوندگی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود ندارد.} \\ H_1 & \text{بین نقدشوندگی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود دارد.} \end{cases}$$

برای ارزیابی فرضیه سوم پژوهش، مدل‌های رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش می‌دهیم:

$$LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Q_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۵)$$

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 CSRATIO_{i,t} + \beta_5 ISRATIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۶)$$

در مدل رگرسیونی شماره (۵) در صورتی که ضریب رگرسیونی  $\beta_1$  معنادار باشد تاثیر شاخص عملکرد بر معیار نقدشوندگی تأیید خواهد شد و برای تأیید تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت لازم است ضریب  $\beta_1$  در مدل شماره (۶) معنادار باشد. خلاصه نتایج برازش دو مدل رگرسیونی در جدول ۳ ارائه شده است. نتایج جدول زیر بیانگر آن است که ضریب تعیین مدل (۵)،  $۰/۶۸۳$  می‌باشد؛ لذا  $۶۸/۳$  درصد از تغییرات متغیر وابسته در مدل پنجم، نقدشوندگی شرکت بر اثر تغییرات متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، شاخص قیمت سهام و شاخص عملکرد شرکت

است. ضریب رگرسیونی متناظر با عملکرد شرکت  $0/2006$  و سطح معناداری متناظر با آن  $0/0223$  است ( $p - value = 0/0223 < 0/05$ )؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  تاثیر شاخص عملکرد شرکت بر شاخص نقدشوندگی شرکت معنادار است [ $\beta_1 > 0$  و معنادار است]. ضریب تعیین در مدل ششم نشان می‌دهد که  $75/7$  درصد از تغییرات عملکرد بر اثر تغییرات شاخص نقدشوندگی شرکت است و از طرفی سطح معناداری متناظر با ضریب رگرسیونی شاخص نقدشوندگی شرکت  $0/0318$  و کمتر از  $0/05$  است ( $p - value = 0/0318 < 0/05$ )؛ بنابراین با اطمینان  $0/95$  این گونه استنباط می‌شود که تاثیر نقدشوندگی شرکت بر عملکرد، مستقیم و معنادار است [ $\beta_1 > 0$  و معنادار است]؛ بنابراین با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده و رد فرض صفر در هر دو مدل  $5$  و  $6$  فرضیه سوم پژوهش مبنی بر اینکه «بین نقدشوندگی و عملکرد، روابط متقابل معناداری وجود دارد» با اطمینان  $0/95$  پذیرفته خواهد شد (جدول ۵).

جدول ۵. برآورد ضرایب رگرسیونی (فرضیه سوم)

MODEL (6) ( $Q_{i,t}$ )	MODEL (5) ( $LIQ_{i,t}$ )	متغیر وابسته	متغیرهای پیش‌بین
$-0/0136$ ( $2/152$ )	$0/2006$ ( $2/272$ )	$\beta_1$ (آماره $t$ )	متغیر مستقل مدل ۱: عملکرد مدل ۲: نقدشوندگی
$-0/0318$	$-0/233$	سطح معناداری	
$-0/252$ ( $1/810$ )	$-0/146$ ( $-0/672$ )	$\beta_2$ (آماره $t$ )	$LEV_{i,t}$ اهرم مالی
$-0/070$	$-0/501$	سطح معناداری	
$-0/147$ ( $2/066$ )	$-0/1108$ ( $2/594$ )	$\beta_3$ (آماره $t$ )	$Size_{i,t}$ اندازه شرکت
$-0/0392$	$-0/097$	سطح معناداری	
	$-1/59 \times 10^{-5}$ ( $-1/235$ )	$\beta_4$ (آماره $t$ )	$PRICE_{i,t}$ شاخص قیمت
	$0/216$	سطح معناداری	
$-0/0559$ ( $-1/779$ )		$\beta_5$ (آماره $t$ )	$CSRATIO_{i,t}$ شاخص شدت سرمایه
$-0/0757$		سطح معناداری	
$-0/598$ ( $2/856$ )		$\beta_6$ (آماره $t$ )	$ISRATIO_{i,t}$ شاخص حاشیه عملیاتی
$-0/044$		سطح معناداری	
$-0/757$	$-0/682$		ضریب تعیین
$10/700$	$7/594$		آمار F
$0/000$	$0/000$		سطح معناداری

**فرضیه چهارم:** بین حاکمیت شرکتی، عملکرد و نقدشوندگی سهام روابط متقابل معناداری وجود دارد.

در صورتی که فرضیه فوق به صورت آماری بیان شود، خواهیم داشت:

بین حاکمیت شرکتی، عملکرد و نقدشوندگی روابط متقابل معناداری وجود ندارد.  $H_0$   
 بین حاکمیت شرکتی، عملکرد و نقدشوندگی روابط متقابل معناداری وجود دارد.  $H_1$

برای ارزیابی فرضیه چهارم پژوهش مدل‌های رگرسیونی زیر به مشاهدات برازش می‌دهیم:

$$\begin{cases} GOV\_SCR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (7) \\ LIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV\_SCR_{i,t} + \beta_2 Q_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 PRICE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (8) \\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 GOV\_SCR_{i,t} + \beta_2 LIQ_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 CSRATIO_{i,t} + \beta_6 ISRATIO_{i,t} + \varepsilon_{i,t} & (9) \end{cases}$$

در مدل رگرسیونی شماره (۷)، در صورتی که ضرایب رگرسیونی  $\beta_1$  و  $\beta_2$  معنادار باشد به ترتیب تاثیر شاخص نقدشوندگی و عملکرد شرکت بر معیار حاکمیت شرکتی تأیید خواهد شد و در صورت معناداری ضرایب رگرسیونی  $\beta_1$  و  $\beta_2$  در مدل (۸) تاثیر حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر شاخص نقدشوندگی سهام تأیید می‌شود؛ در ضمن برای تأیید تاثیر نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت لازم است ضرایب رگرسیونی  $\beta_1$  و  $\beta_2$  در مدل شماره (۹) معنادار باشد. خلاصه نتایج برازش دو مدل رگرسیونی در جدول ۶ ارائه شده است.

نتایج جدول ۶ در مدل هفتم نشان می‌دهد که فقط تاثیر اهرم مالی شرکت بر متغیر وابسته مدل مذکور، حاکمیت شرکت معنادار است؛ بنابراین تاثیر هیچ یک از دو متغیر مستقل مدل، شاخص نقدشوندگی و عملکرد شرکت بر معیار حاکمیت شرکتی معنادار نیست (۰/۰۵ < p-value). این موضوع در فرضیه‌های اول و دوم نیز سنجیده شده بود و نتایج مشابه را به همراه داشت البته در این فرضیه تاثیر همزمان شاخص نقدشوندگی و عملکرد شرکت بر معیار حاکمیت شرکتی ارزیابی و با توجه به یافته‌های تحقیق رد شده است. در مدل هشتم تاثیر شاخص حاکمیت شرکتی بر شاخص نقدشوندگی سهام معکوس است؛ ولی با توجه به اینکه سطح معناداری متناظر با آن بیش از ۰/۰۵ بوده است این رابطه معنادار نیست، به صورت مشابه تاثیر عملکرد شرکت بر شاخص نقدشوندگی سهام مستقیم ولی با توجه به بیشتر بودن سطح معناداری، با اطمینان ۰/۹۵ رد می‌شود. (۰/۰۵ < p-value)؛ در نهایت در مدل نهم تاثیر شاخص‌های نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. یافته‌های جدول ۶ در مدل نهم نشان می‌دهد که سطح معناداری متناظر با متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی کمتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین با توجه به مثبت بودن ضریب رگرسیونی متناظر با حاکمیت شرکتی، رابطه این شاخص با عملکرد شرکت مستقیم و معنادار است؛ بنابراین با توجه به اطلاعات جمع‌آوری شده و عدم وجود رابطه معنادار در مدل‌های ۷ و ۸، فرضیه چهارم پژوهش مبنی بر اینکه «بین حاکمیت شرکتی، عملکرد و نقدشوندگی سهام روابط متقابل معناداری وجود دارد» با اطمینان ۰/۹۵ رد خواهد شد جدول (۶).

جدول ۶. برآورد ضرایب رگرسیونی (فرضیه چهارم)

MODEL (9) ( $Q_{i,t}$ )	MODEL (8) ( $LIQ_{i,t}$ )	MODEL (7) ( $GOV - SCR_{i,t}$ )	متغیر وابسته	
			متغیرهای پیش‌بین	متغیر مستقل
۰/۰۰۰۱۱۲ (۰/۰۹۰۴) ۰/۹۲۸	-۰/۰۰۱۷۸ (-۰/۴۷۸) ۰/۶۳۲	۰/۰۰۵۶ (۰/۲۶۸) ۰/۷۸۸	$\beta_1$ (آماره t) سطح معناداری	متغیر مستقل مدل ۷: نقدشوندگی مدل ۸: حاکمیت
۰/۰۰۱۳۶ (۲/۱۳۹) ۰/۰۳۲	-۰/۰۵۲۴ (-۰/۵۵۴) ۰/۵۲۹	-۱/۰۷۴ (-۱/۱۳۳) ۰/۲۵۷	$\beta_2$ (آماره t) سطح معناداری	متغیر مستقل مدل ۷: عملکرد مدل ۹: نقدشوندگی
۰/۳۵۰۷ (۱/۷۹۰) ۰/۰۲۳۸	-۰/۲۲۹ (-۰/۵۵۳) ۰/۵۸۰۲	۱۲/۱۸۸ (۲/۹۱۴) ۰/۰۰۳۷	$\beta_3$ (آماره t) سطح معناداری	$LEV_{i,t}$ اهرم مالی
-۰/۱۲۷ (-۲/۰۶۶) ۰/۰۳۹۲	-۰/۵۲۵۶ (۲/۴۲۸) ۰/۰۱۵۴	۲/۷۲۶ (۱/۱۷۸) ۰/۲۳۸	$\beta_4$ (آماره t) سطح معناداری	$Size_{i,t}$ اندازه شرکت
	$2/41 \times 10^{-5}$ (۱/۵۰۰۶) ۰/۱۳۴		$\beta_5$ (آماره t) سطح معناداری	$PRICE_{i,t}$ شاخص قیمت
-۰/۰۵۶ (-۱/۷۸۰) ۰/۰۷۵۵			$\beta_5$ (آماره t) سطح معناداری	$CSRATIO_{i,t}$ شاخص شدت سرمایه
۰/۵۹۰۴ (۲/۸۵۵) ۰/۰۰۴۴			$\beta_6$ (آماره t) سطح معناداری	$ISRATIO_{i,t}$ شاخص حاشیه عملیاتی
۰/۷۵۷ ۱۰/۶۳۳ ۰/۰۰۰	-۰/۶۸۳ ۷/۵۴۱ ۰/۰۰۰	۰/۵۲۶ ۲/۸۶۵ ۰/۰۰۰		ضریب تعیین آماره F سطح معناداری

#### ۴. بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای نقدشوندگی معکوس و معنادار است و با توجه به آن مستقیم و از نظر آماری معنادار نیست. بین عملکرد و نقدشوندگی بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی رابطه دوطرفه وجود دارد؛ اما با در نظر گرفتن آن، تنها تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد معنادار یافت شد و در نهایت بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی هیچ‌گونه رابطه معناداری یافت نشد. تاثیر منفی حاکمیت شرکتی بر عملکرد، در واقع به این معناست که در شرکت‌های فعال در بورس ایران با بهبود رتبه حاکمیت شرکتی، انگیزه سرمایه‌گذاری این شرکت‌ها کاهش می‌یابد. به بیان دیگر



در این گونه شرکت‌ها علاقه چندانی به ایجاد فرصت‌های رشد وجود ندارد و مجموع مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نتوانسته‌اند منجر به بهبود عملکرد شرکت‌ها در بورس تهران شوند؛ بنابراین با توجه به این یافته این احتمال مطرح می‌شود که برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی (و یا همه آنها)، در جهت بهبود ارزش شرکت‌ها موثر عمل نکرده و در واقع در پی منافع آتی به جای منافع آتی بوده‌اند؛ البته با اتکای به این یافته نمی‌توان ادعای غیرموثر بودن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را مطرح نمود؛ چراکه در این پژوهش تنها به جنبه ایجاد فرصت‌های رشد در شرکت‌ها توجه شده و تاثیر رتبه حاکمیت شرکتی بر دیگر جنبه‌های عملکردی شرکت‌ها چون سودآوری آنها سنجیده نشده است. تغییر جهت تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها با توجه به متغیر نقدشوندگی سهام (جدا از معنادار نبودن آن)، می‌تواند موید وجود تاثیر نقدشوندگی سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها باشد که برای بررسی دقیق‌تر آن پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با توجه به نقدشوندگی سهام رتبه‌بندی و در دسته‌های مختلف و همگن از نظر نقدشوندگی تقسیم شده و این تاثیر مورد مذاقه قرار گیرد. یافتن رابطه دوطرفه بین نقدشوندگی و عملکرد، بدون در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی و سپس یافتن تاثیر عملکرد بر نقدشوندگی با در نظر گرفتن متغیر واسطه‌ای حاکمیت شرکتی نیز نشان‌دهنده این است که احتمالاً تاثیر نقدشوندگی بر عملکرد به واسطه حاکمیت شرکتی است؛ ولی تاثیر عملکرد بر نقدشوندگی بدون واسطه و یا با واسطه متغیر دیگری می‌باشد؛ البته از آنجاکه در سایر یافته‌ها نیز تاثیر عملکرد بر حاکمیت شرکتی و حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی معناداری یافت نشد می‌توان این ادعا را با قوت بیشتری مطرح نمود. نبود رابطه معناداری بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی نیز این احتمال را مطرح می‌کند که حاکمیت شرکتی در ایران تاثیر چندانی بر عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها نداشته و از این رو محرکی برای افزایش نقدشوندگی محسوب نمی‌شود و یا اینکه سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران به معیارهای حاکمیت شرکتی در انتخاب سرمایه‌گذاری خود توجه نمی‌کنند؛ البته دلیل این بی‌توجهی را می‌توان نبود رتبه‌بندی مناسب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران براساس معیارهای حاکمیت شرکتی دانست. از این رو پیشنهاد می‌شود تمهیداتی سنجیده شود که اعلام رتبه حاکمیت شرکتی از سوی شرکت‌ها و یا افشای اطلاعاتی جامع‌تر پیرامون وضعیت حاکمیت شرکتی آنها، در نمره کیفیت افشای اعلام شده از سوی سازمان بورس موثر است تا از این طریق شرکت‌های فعال در بورس نسبت به افشای جامع این‌گونه اطلاعات ترغیب شوند.

## منابع

1. Admati, A. R., & Pfleiderer, P. (2006). The 'wall street walk' as a form of shareholder activism, Working Paper.
2. Agarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Do U. S. firms have the best corporate governance? A cross-country examination of the relation between corporate governance and shareholder wealth. Available at SSRN.
3. Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). Liquidity, the value of the firm, and corporate finance. *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45.
4. Arazpour, A., & Fadaeinejad, M. (2014). The effects of corporate governance on stock liquidity: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Management Science Letters*, 4(6), 1117-1122.
5. Baker M. Stein J (2003). Market Liquidity as a Sentiment Indicator, *Journal of Financial Markets* 7 (3).
6. Baker, M., & Stein, J. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator, *Journal of Financial Markets* 7 (3), 271-299.
7. Balasubramanian, N., Black, B. S., & Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India. *Emerging Markets Review*, 11(4), 319-340.
8. Billett, M.T., KING, T.H.D. & Mauer, D.C. (2007). Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity, and covenants. *The Journal of Finance*, 62(2): 697-730.
9. Black, B., (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review* 2, 89-108.
10. Brockman, P., & Chung, D, Y. (2003). Investor Protection and Firm Liquidity. *Journal of Finance*, 58.
11. Brown, L., & Caylor, M. (2006). Corporate governance and firm operating performance.
12. Chai, D., Faff, R., & Ghaghor, P. (2010). New evidence on the relation between stock liquidity and measures of trading activity. *International Review of Financial Analysis*, 19, 181-192.
13. Chan, H., & Faff, R. (2003). An Investigation into the Role of Liquidity in Asset Pricing: Australian Evidence, *Pacific-Basin Finance Journal* 11: 555-572.
14. Chen, W.P., Chung, H., Lee, C.F., Liao, W.L., (2007). Corporate governance and equity liquidity: analysis of S&P transparency and disclosure rankings. *Corporate Governance: An International Review* 15 (4), 644-660.
15. Cheung, W., Chung, R., & Fung, S. (2013). Stock Liquidity, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Real Estate Investment Trusts. Southwestern Finance Association conference.
16. Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. (2010). Corporate Governance and Liquidity, *Journal of Financial & Quantitative Analysis* 45 (2), 265-291.
17. Chung, R., Fung, S., & Hung, S. K. (2012). Institutional investors and firm efficiency of Real.
18. Coffee, J. (1991). Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor. *Columbia Law Review* 91, 1277-1368.
19. Datar, V. T. Y., Naik, N., & Radkluffe, R. (1998). Liquidity and Stock Return: An Alternative Test, *Journal of Financial Market* 1: 203-219.

20. Darabi R., Karimi. A. (1389). Research of Financial Accounting and Auditing. *Journal of Financial Accounting and Auditing*, 2(8), 99 – 130.
21. Daryaei, A., Pakdel, A., Falah Mohammadi, N. (1390). Explain the relationship between corporate governance and liquidity of the stock using the system of simultaneous equations. *Accounting Research, Issue 10*, 132- 146.
22. Diamond, D., & Verrecchia, R. (1981). Information aggregation in a noisy rational expectations economy. *Journal of Financial Economics* 9 (3), 221–235.
23. Durnev, A., & Kim, E. (2005). To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation. *The Journal of Finance*, 60(3), 1461-1493.
24. Edmans, A., & Manso, G. (2011). Governance through trading and intervention: A theory of multiple blockholders. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2395-2428.
25. Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). The effect of liquidity on governance. *Review of Financial Studies*, hht012.
26. Edmans, Alex, (2007). Blockholders, market efficiency, and managerial myopia, WorkingPaper, University of Pennsylvania. Estate Investment Trusts, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 45(1), 171-211.
27. Ebrahimi Kordlar, A., Rahmati, S. (1393). Review of the Relation of Auditor's Size, Tenure & Industry Specialization with Stock Liquidity. *Accounting and Auditing Research*, 21(5), 38-51.
28. Etemadi, H., Rasaiian, A., Kordtabar, H. (1389). About some of the tools of corporate governance and stock liquidity. *Development and Investment Journal*, 1(5), 31.
29. Fakhari, H., Yousefnejad, S. (1385). The relationship between systematic risk and the growth of corporate profits in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 13(45), 89 - 109.
30. Frieder, L., & Martell, R. (2006). On Capital Structure and the Liquidity of a Firm's Stock. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com). 54-71. Working Paper, Georgia State University.
31. Fang, V., Noe, T., & Tice, S. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics* 94 (1), 150-169.
32. Fang, Y., Lai, K. K., & Wang, S. Y. (2006). Portfolio rebalancing model with transaction costs based on fuzzy decision theory. *European Journal of Operational Research*, 175(2), 879-893.
33. Faure-Grimaud, A., & Gromb, D. (2004). Public trading and private incentives. *Review of Financial Studies* 17(4), 985 – 1014.
34. Florackis C., & Ozkan A. (2009). The impact of managerial entrenchment on agency costs: an empirical investigation using UK panel data. *Eur Financ Manag*; 15:497–528.
35. Foster, G. (1986). *Financial Statement Analysis*. New Jersey, Prentice-Hall. Inc.
36. Ghanbari, F. (1386). Evaluation of corporate governance mechanisms on the performance of companies listed on the stock exchange. AL Zahra University, Master's thesis.
37. Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (February): 107-155.
38. Gruszczynski, M. (2006). Corporate governance and financial performance of companies in Poland. *International Advances in Economic Research*, 12(2), 251-259.

39. Gutierrez, Roberto and Pirinsky, Christo, (2007). Momentum, reversal, and the trading behaviors of institutions. *Journal of Financial Markets* 10, 48-75.
40. Hassas Yeganeh, Y., Raeesi, Z., Hoseini, M. (2009). Relationship between Quality of Corporate Governance and Corporate Performance in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Sciences*, 4 (13), 75-100.
41. Hosseini, M., (1386), Effect of institutional shareholders as a measure of corporate governance on shareholder returns of companies listed on Tehran Stock Exchange, Tehran University, *School of Management*, Master's thesis.
42. Holmström, B., & Tirole, J. (1993). Market liquidity and performance monitoring. *Journal of Political Economy* 101 (4), 678 – 709.
43. Jain, P. K. (2003). Institutional design and liquidity at stock exchanges around the world. Available at SSRN 869253.
44. Jain, P. K., Kim, J. C., & Rezaee, Z. (2008). The Sarbanes-Oxley Act of 2002 and Market Liquidity. *Financial Review*, 43(3), 361-382.
45. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2): 323-329.
46. Jahankhani, A., Zarif fard, A. (1374). Do managers and shareholders of an appropriate benchmark for measuring the value of their company. *Journal of Financial Research*, 7(2).
47. Johnson, S., Malkamaki, M., & Wanjau, K. (2006). Tackling the 'frontiers' of microfinance in Kenya: The role for decentralized services. *Small Enterprise Development* 17, 41-53.
48. Kahn C., & Winton, A. (1998). Ownership structure, speculation, and shareholder intervention. *Journal of Finance* 53 (1), 99-129.
49. Karamanou, I., & Vafeas, N. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, & Management Earning Forecasts: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting Research*, 43 (3): 453-486.
50. Kashanipoor, M., S. Mehran and Joseph Pashanzhad, (1389). Communication explores some of the mechanisms of corporate governance and market liquidity, *financial accounting research*, S61-76.
51. Khoshnood, M., Farkhondch, M. (1394). The relationship between stock liquidity and free cash flow in companies listed on the Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 11, 107-124
52. Kyle, A. S., & Vila, J. (1991). Noise trading and takeovers, *RAND Journal of Economics*, 22 (1), 54-71.
53. Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729-774.
54. Lesmond, D., O'Conner, P., & Senbet, L. (2008). Capital Structure and Equity Liquidity. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
55. Li, W. X., Chen, C. C. S., & French, J. J. (2012). The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: *Evidence from Russia. Emerging Markets Review*, 13(4), 465-477.
56. Marshall Ben R, Young, M. (2003). Liquidity and stock returns in pure order-driven markets: evidence from the Australian stock market, *International Review of Financial Analysis*, 12 *Extrapolative Expectations: Implications for Volatility and Liquidity*: 173-188.

57. Maug, E., (1998). Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? , *Journal of Finance*, 53, 65-98.
58. Malekian E., Daryaei, A. (1390). Relationship between the characteristics of company ownership and corporate governance structure (company listed on the Tehran Stock Exchange). *Advances in Accounting*, 3(1) (3/60), 121 -143.
59. Mahdavi, GH., Behpoor, S., Kazem Nejad, F. (2015). Exploring the Relationship between disclosure quality and performance of companies listed on Tehran Stock Exchange using the system of simultaneous equations. *Evaluation of Accounting and Auditing*, 21(3), 371-376.
60. Mehrani, S., Rasaiian A. The Relationship between stock liquidity measures and annual stock return in Tehran Stock Exchange. (1388). *Advances in Accounting (Social Sciences and Humanities Shiraz)*, 1(1) (3/57) , 217 -230.
61. McKnight, P. J., & Weir, C. (2009). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 49(2), 139-158.
62. Namazi, M., Kermani E. (1387). Effect of ownership structure on the performance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Research*, 15(53), 83 - 100.
63. Noe, T. H., (2002). Investor activism and financial market structure, *Review of Financial Studies* 15 (1), 289-318.
64. Pasquariello B, Wu. (2008). Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decision?, *Oxford Journals*, 22 (8), 3211-3243.
65. Rahimian, N., Salehinejad, SH., Saleki, A. (1388). Interface between some mechanisms of corporate governance and information asymmetry firm listed in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Results*, 16(58), 71 – 86.
66. Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate governance and operating performance of Chinese listed firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 20(2), 106-114.
67. Sheikh, M., Rvzbkhsh, N. (1390). The value of incremental information content of accruals, balance sheet, operating profit, operating cash flow predicted future operating cash flows. *Accounting and Auditing Research, Issue: 11*, 64-79.
68. Serkanian, J., Raei, R., Falahpoor, S. (1394). The relationship between liquidity and stock returns in the stock market in Iran, *Jornal of Financial Management Perspective*, 11, 9-26.
69. Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2001). Feedback from stock prices to cash flows, *Journal of Finance* 56, 2389-2413.
70. Tang, K., & Wang, C. (2011). Corporate governance and firm liquidity: evidence from the Chinese stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(sup1), 47-60.
71. Tehran Stock Exchange Code of Corporate Governance, Approved by the Board of Directors of the Tehran Stock Exchange -11 / 8/86. available on <http://tse.ir/cms/Portals/1/Hesabresi%20Dakheli/rahbari%20sherkati.pdf>
72. Van Den Berghe, L. A. A., Carchon, S. W. M. (2001). Corporate Governance Practices in Flemish Family Businesses. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=288287> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.288287>.

73. Watts, R. & Zimmerman, J. (1986). Positive Accounting Theory. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ.
74. Yazdani, N. (1385). The role of corporate governance in decreasing in earning management. Allameh Tabatabayi University, Master's thesis.