

## بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار

محمد کاشانی پور،<sup>۱\*</sup> ساسان مهرانی،<sup>\*\*</sup> یوسف پاشانزاد<sup>\*\*\*</sup>

\* استادیار حسابداری دانشگاه مازندران

\*\* دانشیار حسابداری دانشگاه تهران

\*\*\* کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

### چکیده

سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری، بر کمیت، کیفیت و بموقع بودن اطلاعات افشا شده از سوی راهبران شرکت‌ها اتکا می‌کنند. نحوه برخورد سرمایه‌گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آنها، حجم عرضه و تقاضا، یا به نوعی عمق بازار و قیمت‌های پیشنهادی جهت خرید و فروش را شکل می‌دهد. به عبارتی، راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته نقش مهمی در جهت‌دهی به تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران در بازار سرمایه و تحقق بازارهای سرمایه با نقدشوندگی بالا ایفاد می‌کند. بر این اساس، در این پژوهش، رابطه بین برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و نقدشوندگی بازار بررسی و در این راستا، اطلاعات مربوط به نمونه‌ای از ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ بررسی گردیده است. ملاک انتخاب این ۶۱ شرکت، معامله اوراق بهادار شرکت حداقل در ۱۰۰ روز از سال است. سپس داده‌های قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم سهام مورد عرضه و تقاضا جمع‌آوری و رابطه آن با کیفیت راهبری شرکتی سنجیده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیأت مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی بازار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند. در واقع، شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری از لحاظ کیفیت راهبری شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده‌اند.

**واژه‌های کلیدی:** نظام راهبری شرکتی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، عمق بازار، نقدشوندگی بازار

## مقدمه

در سال‌های اخیر، به دنبال بحران و رسوایی‌های مالی تعدادی از شرکت‌های بزرگ مثل انرون و ورلدکام اعتماد عمومی به گزارشگری مالی کاهش یافته و نیاز به اجرای ساز و کارهای بهبود گزارشگری مالی را ملموس‌تر ساخته است. این شرایط منجر به تقاضای بیشتری در خصوص شفافیت بیشتر اطلاع‌رسانی و گزارشگری مالی شرکت‌ها شده است. در این میان، نظام راهبری شرکتی به عنوان یکی از ابزارهای کارآمد برای پاسخگویی به این تقاضا مورد توجه خاص واقع شده است.

سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، نظام راهبری شرکتی را این گونه تعریف می‌کند: نظام راهبری شرکتی در مورد روابط میان مدیریت، اعضای هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان بوده، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم و روش‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین شود. [۲] مفهوم اولیه نظام راهبری شرکتی از واژه لاتین GUBERNUR به معنای هدایت کردن گرفته شده که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که این مفهوم به راهبری تمرکز دارد تا کنترل. بررسی مباحث نظری مربوط به این مفهوم نشان می‌دهد که توافق اساسی در خصوص این موضوع وجود نداشته و بعضاً تعاریف به عمل آمده توسط نهادها یا افراد تفاوت‌هایی با یکدیگر دارند؛ به گونه‌ای که برخی از یک دیدگاه محدود حاکمیت شرکتی را صرفاً در رابطه شرکت و سهامداران تعریف می‌نمایند و در طیفی گسترده‌تر، این مفهوم به صورت شبکه‌ای از روابط تعریف می‌گردد که نه تنها یک شرکت و مالکان (صاحبان

سهام) آن را، بلکه تمام ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و غیره را در بر می‌گیرد. [۱۷] در این مقاله، منطبق با تقسیم‌بندی فوق‌الذکر، راهبری شرکتی از دیدگاه بازار سرمایه یا به عبارتی، تأثیر آن بر جهت‌گیری سهامداران بالقوه و بالفعل مدنظر است. راهبری شرکتی، تنها برای اعضای هیأت مدیره نیست، بلکه بر تمام اعضای یک سازمان تأثیر دارد. راهبری شرکتی به آن دسته از اقدامات شرکت‌ها اشاره دارد که ساز و کاری از کنترل‌ها و بررسی‌ها ایجاد می‌کند که اطمینان می‌دهد قدرت تصمیم‌گیری نه تنها مورد سوء استفاده قرار نمی‌گیرد، بلکه توأم با مراقبت و مسؤولیت‌پذیری برای تأمین انتظارات سهامداران به کار می‌رود. [۱۷]

راهبری مناسب، موجبات افشا و گزارشگری بموقع توسط شرکت‌ها را فراهم می‌کند. هدف نظام راهبری شرکت‌ها، حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده (مدیر) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران، اعتباردهندگان و غیره)، تحقق می‌یابد. کاهش این گونه مشکلات، باعث افزایش رغبت سهامداران به معامله در این بازارها و افزایش نقدشوندگی سهام در بازار می‌گردد. [۱۴]

کمیت، کیفیت و بموقع بودن اطلاعات افشا شده از سوی راهبران شرکت، یکی از مهمترین ابزارهای تصمیم‌گیری از سوی سرمایه‌گذاران است. زمانی که اطلاعات از طریق راهبران شرکت به عموم عرضه می‌گردد، این اطلاعات توسط معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بررسی و تجزیه و تحلیل می‌گردد و بر این اساس، نسبت به خرید و فروش

بودن فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است؛ بدین معنا که سفارش‌های خرید و فروش بازیگران بازار سرمایه، در کمترین زمان ممکن و با مناسبترین قیمت اجرا می‌شوند. بر اساس مطالب مطرح شده این پژوهش، به دنبال پاسخگویی به این پرسش است که نظام راهبری شرکتی تا چه حد بر کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و میزان سهام عرضه و تقاضا شده مؤثر است.

### پیشینه پژوهش

بروکمن و چانگ<sup>۲</sup> [۱۰] در پژوهشی با عنوان رابطه بین نظام حمایت از سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ به این نتیجه دست یافتند که شرکت‌هایی با شکاف قیمتی کمتر؛ یعنی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و عمق بیشتر؛ یعنی حجم معاملات بیشتر، از نظام حمایت از سرمایه‌گذاران قویتری نسبت به سایر شرکت‌ها برخوردار بوده‌اند. آنها نتایج پژوهش خود را این طور تفسیر نمودند که وضعیت حفاظت از حقوق سهامداران ضعیف، به نقدشوندگی ضعیف سهام منجر می‌شود.

آسیوگلو و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی (به عنوان یکی از اجزای ساختار راهبری شرکتی) و نقدشوندگی بازار اوراق بهادار در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نیویورک<sup>۴</sup> پرداختند. آنها در این پژوهش از معیار دامنه پیشنهادی خرید و فروش برای آزمون نقدشوندگی استفاده نمودند. آنها پس از

سهام شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌نمایند. نحوه برخورد سرمایه‌گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آنها، حجم عرضه و تقاضا یا به نوعی عمق بازار و قیمت‌های پیشنهادی جهت خرید و فروش را شکل می‌دهد. به عبارتی، نظام راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته، از طریق ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت نقش مهمی در جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه داشته، موجبات ایجاد بازارهای سرمایه‌ای با نقدشوندگی عمق بالا را فراهم می‌آورد.

عدم افشای بموقع و صحیح، منجر به افزایش هزینه انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی به عنوان عناصر حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت، افزایش هزینه مبادله می‌شود. [۱] افزایش هزینه مبادله، کاهش قیمت سهام، توقف بازار و در نهایت، خروج برخی از سرمایه‌گذاران از چرخه بازار را به دنبال دارد. هر چه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، حجم معاملات که بیانگر نقدشوندگی اوراق بهادار موجود در آن بازار است، کاهش خواهد یافت. پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کاهش هزینه انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی و افزایش نقدشوندگی بازار را به دنبال خواهد داشت. بر مبنای یافته‌های این دو جریان فکری، می‌توان گفت که نقدشوندگی بازار، رابطه مثبت با کیفیت راهبری شرکتی بنگاه دارد. [۱۴]

نقدشوندگی به عنوان توانایی بازار برای جذب حجم عظیم معاملات بدون ایجاد نوسان‌های شدید در قیمت تعریف می‌شود. یکی از ویژگی‌های اصلی بازارهای نقدینه<sup>۱</sup> (دارای نقدشوندگی بالا)، اندک

2 - Brockman & Chung

3 - Ascioğlu & Other

4 - NYSE

1- Liquid Market

راهبری شرکتی و شکاف قیمتی (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش) به عنوان معیار ارزیابی نقدشوندگی استفاده نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رویه افشای ضعیف در یک شرکت، همراه با راهبری شرکتی ضعیف بوده، ریسک عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر و در نهایت، به عنوان یک نتیجه اصلی، تمایل گسترش شکاف قیمتی توسط تأمین‌کنندگان نقدشوندگی را به دنبال دارد [۱۱].

باربدو و دیگران<sup>۴</sup> (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های راهبری شرکتی و سطوح نقدشوندگی با استفاده از داده‌های مربوط به سفارش‌های خرید و فروش ۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سائو پائولو<sup>۵</sup> در برزیل پرداختند. آنها دریافتند که احتمال معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی در شرکت‌هایی با راهبری شرکتی سخت‌گیرانه‌تر، بسیار کمتر بوده، نقدشوندگی بیشتر در گرو کاهش معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی است [۸].

چانگ و دیگران<sup>۶</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی اقدام به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و نقدشوندگی بازار با استفاده از شاخصی از خصوصیات راهبری مؤثر بر شفافیت مالی و عملیاتی پرداختند. شاخص مذکور بر اساس ۲۴ استاندارد راهبری برگزیده از میان استانداردهای موسسه خدمات سهامداران نهادی<sup>۷</sup> است که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی شرکت دارند. آنها همچنین، از معیارهایی، همچون: شکاف قیمتی، اثر قیمتی<sup>۸</sup> و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات<sup>۹</sup> (نهانی) برای ارزیابی نقدشوندگی

کنترل سایر عوامل تعیین‌کننده نقدشوندگی، رابطه مثبتی را بین حق‌الزحمه حسابرسی و اختلاف قیمت خرید و فروش نسبی سهام و همچنین هزینه‌های انتخاب نامطلوب انجام معامله تشخیص دادند. [۷]

جرالد<sup>۱</sup> و دیگران (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین استقلال، اثر بخشی و فعالیت اعضای هیأت مدیره، با نقدشوندگی بازار پیرامون اعلان سود پرداختند. آنها از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی چند متغیره (OLS) برای آزمون متغیرها استفاده نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که اندازه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به صورت منفی با استقلال هیأت مدیره، فعالیت آن و در صد سهام تحت تملک مدیران در ارتباط است. همچنین آنان دریافتند که بین تعداد سهام عرضه و تقاضا شده و اثربخشی هیأت مدیره و فعالیت آنها رابطه مثبت وجود دارد. [۱۴]

السواراپو و ونکاتارامن<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) با استفاده از اطلاعات ساختار اقتصادی و مالی در برخی کشورها و بررسی عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی شواهدی را ارائه نمودند که بر مبنای آن شرکت‌های کشورهای با کارایی نظام دادگستری (قضایی) بالاتر، ثبات سیاسی بیشتر و استانداردهای حسابداری مطلوبتر، دارای نقدشوندگی بازار سهام بیشتری هستند. [۱۳]

چن و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) به بررسی اثر افشا و دیگر مکانیزم‌های راهبری شرکت بر نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها نشان دادند که نبود رویه افشای مناسب و شفافیت ضعیف، عدم تقارن اطلاعاتی جدی را برای شرکت‌ها به دنبال داشته است. آنها از شاخص رتبه‌بندی افشا و شفافیت به عنوان معیار

4 - Barbedo et al

5 - São Paulo Stock Exchange

6 - Chung et al

7 - Institutional Shareholder Services (ISS)

8 - Price Impact

9 - Probability of Information-Based Trading

1- Gerald et.al

2 - Eleswarapu &amp; Venkataraman

3 - Chen &amp; et.al

۲- در دوره قبل از اعلان سود، احتمال صرف تلاش بیشتر برای کسب اطلاعات محرمانه وجود دارد، که این امر افزایش سطح عدم تقارن اطلاعاتی را در پی خواهد داشت.

۳- عدم تقارن اطلاعاتی بر حجم مبادلات و قیمت سهام تأثیرگذار است.

۴- سود برآوردی هر سهم دارای محتوای اطلاعاتی بوده، به همین دلیل می‌تواند بر عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر باشد [۳]. احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در راستای پژوهش خود، تعداد ۱۵۶ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره سه ساله مورد پژوهش (۸۳-۸۱) در مورد آنها در دسترس بود، انتخاب نمودند و سپس اطلاعات مربوط به ۱۴ متغیر مستقل را ارزیابی و مطالعه نمودند. به طور کلی، مهمترین نتایج از این پژوهش را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

۱- بین اختلاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش سهام و درصد روزهای انجام معامله، دفعات انجام معامله در هر روز، ارزش بازار شرکت و تغییرپذیری سود رابطه منفی وجود دارد.

۲- بین اختلاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش سهام و حجم ریالی معاملات، تغییرپذیری قیمت سهام و اندازه دارایی‌های شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

نتایج این پژوهش، بیانگر سودمندی اطلاعات مالی در توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بوده، نشان می‌دهد که قدرت توضیح دهندگی مدلی که فقط شامل معیارهای ریسک بازار است، با قدرت توضیح دهندگی مدلی که فقط شامل

استفاده نمودند و دریافتند که شرکت‌هایی با راهبری بهتر، شکاف قیمتی باریکتر، شاخص کیفیت بازار بزرگتر، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معامله بر پایه اطلاعات نهانی را دارند [۱۲].

برخی از پژوهش‌ها تأثیر اعلان سود بر رفتار دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را به عنوان یکی از متغیرهای نقدشوندگی مورد توجه قرار داده‌اند. طبق مطالعاتی که مورس و اوئن (۱۹۸۳) بر روی ۲۵ شرکت انجام دادند، به تغییر دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در زمان اعلان سود پی بردند [۱۵]. پاتل (۱۹۹۱) مدعی شد که پس از اعلان سود، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌یابد [۱۶].

قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴) به بررسی نقش اطلاعات حسابداری - مالی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها در پژوهش خود، وجود سطح عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر آن بر روی قیمت سهام و حجم مبادلات در ۲۱ روز قبل و بعد از اعلان سود برآوردی هر سهم شرکت‌ها را بررسی نمودند. از این رو، ۱۲۱ مورد اعلان سود را برای ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳ بررسی کردند. به طور کلی، مهمترین نتایج از این پژوهش را می‌توان به شرح زیر ارائه نمود:

۱- در بورس اوراق بهادار تهران، امکان نشت اطلاعاتی وجود دارد که این امر از طریق ارائه اطلاعات محرمانه توسط اشخاص خودی صورت می‌پذیرد.

معیارهای ریسک حسابداری است، تفاوت چندانی ندارد [۱]

به طور کلی، بررسی نتایج تحقیقات انجام شده در داخل و خارج کشور، مؤید آن است که اجزای مختلف نظام راهبری شرکتی از طریق افزایش شفافیت اطلاعاتی و در نتیجه، کاهش میزان عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران و افراد درون‌سازمانی، نقش مهمی در بهبود شاخص‌های نقدشوندگی سهام شرکت‌ها و کاهش اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش دارند.

### نقدشوندگی و معیارهای متداول سنجش آن

نقدشوندگی در بازارهای ثانویه، نقش تعیین‌کننده‌ای در موفقیت عرضه‌های عمومی<sup>۱</sup> دارد و موجب کاهش هزینه و ریسک پذیرهنویس‌ها<sup>۲</sup> و بازارگردان‌ها<sup>۳</sup> می‌شود. همچنین هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه‌ی نوسان و هزینه‌های معاملاتی، کاهش می‌یابد. بنابراین، از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقدشونده برای تخصیص کارایی سرمایه ضروری بوده، موجبات کاهش هزینه‌ی سرمایه‌ناشران را فراهم می‌آورد. نقدشوندگی به عنوان یکی از عوامل مؤثر بر بازده اوراق بهادار از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا عموماً نقدشوندگی نشان‌دهنده وضعیت محیط سرمایه‌گذاری و اقتصاد کلان است. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقدینه توانایی جذب سرمایه‌گذاران مختلف با استراتژی‌های معاملاتی متنوع را نیز فراهم می‌آورد.

عدم نقدشوندگی یک دارایی، مانع از فروش بموقع آن در زمان افت قیمت کل بازار است. [۴]

رایجترین معیارهای نقدشوندگی شامل عرض بازار<sup>۴</sup> (گستره)، عمق بازار<sup>۵</sup>، انعطاف‌پذیری بازار<sup>۶</sup> و همچنین زمان<sup>۷</sup> (سرعت معاملات) هستند.

**عرض بازار:** نسبتی از کل بازار است که در حرکت قیمتی صعودی یا نزولی بازار مشارکت دارد. به عبارت دیگر، این معیار، میزان استحکام بازار را اندازه‌گیری می‌کند. شاخص متداول اندازه‌گیری عرض بازار، فاصله بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش<sup>۸</sup> است.

**عمق بازار:** بیانگر تأثیر معاملات با حجم زیاد بر تغییرات قیمت است. هرچه تعداد یک سهم مشخص در حجم بالا و به قیمت یکسان مورد معامله قرار گیرد، دلیل بر عمیق بودن بازار و نقدشوندگی بالای آن سهم است. شاخص متداول اندازه‌گیری عمق بازار حجم عرضه و تقاضا، حجم معامله نسبت به تغییرات روزانه قیمت و گردش دارایی سرمایه‌ای است.

**انعطاف‌پذیری بازار:** مدت زمانی است که پس از نوسان شدید قیمت باید طی شود تا بازار به حالت تعادل خود بازگردد. به طور معمول، این نوسان‌ها بر اثر انتشار اخبار (معمولاً اخبار منفی) یا معاملات با حجم بزرگ رخ می‌دهند.

**زمان:** دوره‌ای که در آن معاملات توسط بازار جذب می‌شوند. در یک بازار نقد، معاملات با کمترین وقفه زمانی ممکن اجرا می‌شوند.

4 - Breadth of the Market  
5 - Depth of the Market  
6 - Market Resilience  
7 - Time  
8 - Bid – Ask Spread

1- Public Offerings  
2 - Underwriters  
3 - Market Makers

معیار مربوط به نقدشوندگی با راهبری شرکتی در زمان اعلان سود پرداخته شده است [۱۴ و ۵].

### روش شناسی پژوهش

در این پژوهش، رابطه بین نقدشوندگی بازار با کیفیت راهبری شرکتی در زمان اعلان سود فصلی بررسی می‌گردد تا به سؤال زیر پاسخ داده شود:

آیا کیفیت راهبری شرکتی بر نقدشوندگی بازار در زمان اعلان سود فصلی مؤثر است؟

برای پاسخ به سؤال یاد شده و با توجه به مبانی نظری موجود در این زمینه، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، هنگام اعلام سود، ارتباط منفی با کیفیت راهبری شرکت‌ها دارد.

فرضیه دوم: اختلاف حجم سهام عرضه و تقاضا شده، هنگام اعلام سود ارتباط مثبت با کیفیت راهبری شرکت‌ها دارد.

در این پژوهش، جامعه مورد بررسی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی دوره یک ساله ۱۳۸۶ است. از جمله دلایل استفاده از شرکت‌های بورسی را می‌توان وجود قیمت روزانه سهام برای شرکت‌های بورسی، الزام شرکت‌های عضو بورس به ارائه سود برآوردی سالیانه هر سهم، ثبت قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و غیره ذکر کرد. به منظور آزمون فرضیه‌ها، شرکت‌های عضو نمونه از بین شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند، انتخاب گردیده‌اند:

۱- به منظور همگن شدن نمونه آماری و محاسبه تغییرپذیری یک سال گذشته، قبل از پایان شهریور ماه

آمیهود<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) برای محاسبه نقد شونددگی معیار تازه‌ای معرفی نمود که از طریق استفاده از داده‌های روزانه در رابطه با بازده و حجم معامله، قابل ارزیابی است. این معیار برابر با نسبت قدر مطلق بازده روزانه سهام به حجم معامله در روز است.

$$ILLIQ_t^i = \frac{1}{Days_t^i} \sum_{d=1}^{Days} \frac{|R_{td}^i|}{V_{td}^i}$$

در این معیار  $R$  و  $V$  به ترتیب برابر با بازده و حجم در روز  $d$  از ماه  $t$  است و  $Days$  برابر با تعداد روزهای معامله سهام  $i$  در ماه  $t$  است. همان طور که مشاهده می‌شود، در این معیار - و البته در بسیاری از معیارهای دیگر - برای محاسبه نقدشوندگی به حجم معاملات و تعداد روزهای معامله یک سهم توجه شده است. این بدان معنی است که اگر حجم معاملات سهمی پایین باشد، یا در طی یک دوره زمانی مشخص تعداد روزهای معاملاتی آن کم باشد، در نتیجه آن سهم از نقدشوندگی پایینی برخوردار است [۶].

در اکثر پژوهش‌های اخیر، همانند پژوهش جرالند (۲۰۰۶) دو متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم عرضه و تقاضا، به عنوان معیارهای بدیل نقدشوندگی انتخاب شده‌اند. از سوی دیگر، از آنجا که زمان اعلان سود ایده‌آل‌ترین مقطع برای بررسی عدم تقارن اطلاعات در بازار سهام است و بسیاری از مطالعات تجربی از جمله لی و دیگران<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) و آکر و تونک<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) بر روی تفسیر نقدشوندگی بازار در زمان اعلان سود متمرکز بوده است، لذا در پژوهش جرالند نیز به بررسی رابطه دو

1 - Amihud  
2 - Lee & Other  
3 - Acker & tonks

سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها منتهی به اسفند ماه باشد.

۳- داده‌های مورد نظر از جمله گزارش‌های فصلی آنها در دسترس باشد.

۴- جزو بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشای مالی و ساختارهای اصول راهبردی شرکت در آنها متفاوت است.

۵- شرکت‌های مورد نظر حداقل ۱۰۰ روز از سال مورد معامله قرار گرفته باشند. این شرط از جمله شروط مهمی است که پژوهشگرانی از جمله آمیهود [۴] بر آن تأکید دارند.

جامعه آماری پژوهش تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۸۶ را در بر می‌گیرد. با اعمال روش حذف سیستماتیک بر مبنای معیارهای فوق الذکر برای شرکت‌های عضو جامعه آماری، تعداد ۶۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیدند. داده‌های مورد نیاز پژوهش از نرم افزار ره‌آورد نوین، استخراج شده است.

به باور برخی پژوهشگران مثل لی و دیگران (۱۹۹۳)، دست اندرکاران حرفه‌ای در بازار مبادلات سهام، به منظور محافظت خود در مقابل ریسک باختن به مبادله‌گران آگاهتر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و تغییرات حجم عرضه و تقاضا را که از آن به عنوان عمق بازار یاد می‌شود، به طور همزمان مورد بازنگری و تجدید نظر قرار می‌دهند. آزمون‌های قبلی انجام شده برای آزمون

فرضیه‌های اول و دوم پژوهش این رابطه همزمان را در بر نمی‌گیرد. به منظور انعکاس تأثیر همزمان این دو عامل بر فرآیند تصمیم‌گیری مبادله‌گران، متغیر تغییرات حجم عرضه و تقاضا، به عنوان متغیر توضیحی در معادله اول و متغیر تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان متغیر توضیحی در معادله دیگر وارد می‌گردد. به این ترتیب، فرضیه‌های اول و دوم بعد از بازتخمین معادله‌های اول و دوم به روش WLS<sup>۱</sup>، بررسی می‌گردد [۱۴].

#### سنجش متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل در این تحقیق، مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی است. با توجه به عدم افشای کامل شاخص‌های راهبری شرکتی، از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، در این پژوهش به منظور اندازه‌گیری این متغیر تعداد ۲۰ معیار مرتبط با کیفیت راهبری شرکتی تقریباً مشابه با پژوهش برنارد اس بلک (۲۰۰۵) شناسایی و در سه طبقه شاخص فرعی حقوق صاحبان سهام  $F_1$  (۴ معیار)، شاخص فرعی ساختار هیأت مدیره  $F_2$  (۴ معیار) و شاخص فرعی رویکرد و رویه‌های هیأت مدیره  $F_3$  (۱۲ معیار) به شرح نگاره شماره ۱ طبقه‌بندی گردید و در قالب سوال در اختیار مسؤلان ارشد شرکت‌های عضو نمونه، از جمله معاون مالی و اداری، یا مدیر مالی و یا مدیر عامل قرار گرفت. در برخی از موارد، به دلیل نا آگاهی مسؤل پاسخ دهنده، سؤال‌ها مجدداً به شخص مسؤل دیگری در همان شرکت ارجاع داده شده است تا اطلاعات دقیق



و کافی حاصل گردد. سؤال‌های فوق به گونه‌ای طراحی گردیده است که امتیاز صفر و یا یک اختیار کند؛ به گونه‌ای که پاسخ مثبت به سؤال به منزله دارا بودن معیار فوق و پاسخ منفی به منزله دارا نبودن معیار فوق است. در صورتی که شرکت مورد مطالعه معیاری از ۲۰ معیار تعیین شده در سه طبقه مذکور را دارا باشد، بابت هر معیار امتیازی برابر با یک و در صورت دارا نبودن آن امتیاز صفر دریافت می‌نماید [۹]

نگاره ۱: سوال‌های مربوط به متغیر مستقل

طبقه اول: شاخص فرعی حقوق صاحبان سهام - متغیر مستقل F1	
۱	آیا شرکت رأی گیری از طریق پست الکترونیکی یا غیر حضوری را مجاز می‌داند؟
۲	آیا شرکت تاریخ مجمع عمومی را به نحوی انتخاب می‌نماید که با مجامع سایر شرکت‌ها در آن صنعت همزمان نباشد و یا در محلی را انتخاب می‌نماید که سهامدار به راحتی بتواند در مجمع حضور یابد؟
۳	آیا شرکت نامزدهای مدیریت را قبل از تاریخ شروع مجمع برای سهامداران افشا می‌نماید؟
۴	آیا برای معاملات با اشخاص وابسته تأیید هیأت مدیره نیاز است؟
طبقه دوم: شاخص فرعی ساختار هیأت مدیره - متغیر مستقل F2	
۱	آیا اعضای غیر موظف هیأت مدیره حداقل ۴۰٪ اعضای هیأت مدیره را تشکیل می‌دهند؟
۲	آیا اعضای غیر موظف هیأت مدیره بیش از ۵۰٪ اعضای هیأت مدیره را تشکیل می‌دهند؟
۳	آیا شرکت دارای کمیته حسابرسی است؟
۴	آیا شرکت دارای عضو غیر موظف است که عضو کمیته حسابرسی باشد؟
طبقه سوم: شاخص فرعی رویکرد و رویه‌های هیأت مدیره - متغیر مستقل F3	
۱	آیا مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره اشخاص متفاوتی هستند؟
۲	آیا اعضای هیأت مدیره به طور میانگین حداقل در ۷۵٪ جلسات شرکت می‌کنند؟
۳	آیا اعضای غیر موظف هیأت مدیره به طور میانگین حداقل در ۷۵٪ جلسات شرکت می‌کنند؟
۴	آیا شرکت هر سال، چهار بار یا بیشتر جلسه رسمی هیأت مدیره تشکیل می‌دهد؟
۵	آیا شرکت یک یا بیشتر از یک عضو غیر موظف با ملت سایر کشورها دارد؟
۶	آیا برای پوشش جلسات هیأت مدیره یک حقوقدان حضور دارد؟
۷	آیا اعضای غیر موظف هیأت مدیره حقوق و مزایای بازنشستگی دریافت نمی‌کنند؟
۸	آیا مدیر عامل رئیس هیأت مدیره نیست؟
۹	آیا برای ارزیابی مدیران یک سیستم ارزیابی عملکرد مدون وجود دارد؟
۱۰	آیا اعضای غیر موظف هیأت مدیره می‌توانند خدمات مشاوره از متخصصان برون سازمانی به هزینه شرکت دریافت دارند؟
۱۱	آیا شرکت دارای آیین نامه ارزیابی عملکرد در رابطه با اعضای غیر موظف هیأت مدیره است؟
۱۲	آیا شرکت هر سال، ده بار یا بیشتر جلسه رسمی هیأت مدیره تشکیل می‌دهد؟

قانونی مطرح شده در قانون تجارت، پاسخ تمامی شرکت‌های عضو نمونه منفی بوده است. در رابطه با

در رابطه با برخی از سؤال‌ها، شایان ذکر است که در خصوص سوال ۱ طبقه اول با توجه به محدودیت

برای تعیین دوره رویداد، ابتدا تاریخ اعلان سود فصلی شرکت‌های عضو نمونه استخراج و سپس دو روز معاملاتی قبل و بعد از تاریخ مذکور به عنوان دوره رویداد تلقی می‌شود. برای شرکت‌های عضو نمونه‌ای که اعلان سود فصلی با توقف نماد معاملاتی به دلایلی، همچون تعدیل سود هر سهم مواجه شده است، دو روز قبل از توقف و دو روز بعد از بازگشایی نماد معاملاتی به عنوان دوره رویداد انتخاب شده است و دوره غیر رویداد دو روز معاملاتی یک ماه قبل از اعلان سود و برای شرکت‌های دارای توقف نماد معاملاتی یک ماه قبل از توقف است.

با توجه به آنکه اندازه شرکت، قیمت، سهام در دسترس و حجم مبادلات بر قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و حجم سهام مورد عرضه و تقاضا تأثیر دارد، در پژوهش حاضر از پنج متغیر کنترلی اندازه شرکت، قیمت سهام، تغییرپذیری بازده، حجم سهام شناور آزاد و حجم مبادلات و نیز یک متغیر دامی (ساختگی) برای کنترل اثر میان‌دوره گزارش‌دهی استفاده گردیده است.

#### یافته‌های آزمون و تحلیل فرضیه‌ها

در این پژوهش، ویژگی‌های جامع‌شناختی جامعه آماری با استفاده از مشخصه‌های آماری، نظیر: میانگین، میانه، بزرگترین، کوچکترین، انحراف معیار، ضریب چولگی و کشیدگی تشریح می‌شود. کمیت‌های آماری متغیرهای مستقل و وابسته در نگاره شماره ۲ ارائه شده است.

سوال‌های ۴ و ۱۲ طبقه سوم شایان ذکر است که هدف از طرح این سؤال‌ها که به نظر با هم همپوشانی دارند، ایجاد تمایز بین شرکت‌هایی است که برای مثال در سال تعداد ۱، ۶ و یا ۱۱ بار جلسه رسمی هیأت مدیره تشکیل داده‌اند. در خصوص سؤال ۱ و ۸ همان طبقه نیز با توجه به اهمیت معیار فوق و به منظور امتیاز آن این سؤال به دو بار و به دو شکل مختلف مطرح گردیده است.

در این پژوهش، دو متغیر شکاف قیمتی  $CSPREAD$  (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) و عمق بازار  $CDEPTH$  (اختلاف حجم سهام مورد عرضه و تقاضا) متغیر وابسته هستند که شیوه محاسبه این دو متغیر مطابق با پژوهش جرال (۲۰۰۶) به شرح زیر است:

$CSPREAD = \text{اختلاف بین میانگین تفاوت قیمت خرید و فروش نسبی در دوره رویداد و میانگین تفاوت قیمت خرید و فروش نسبی در دوره غیر رویداد}$

$CDEPTH = \text{اختلاف بین میانگین حجم عرضه و تقاضا در دوره رویداد و میانگین حجم عرضه و تقاضا در دوره غیر رویداد}$

تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌گردد:

$$BA = (AP - BP) / ((AP + BP) / 2)$$

$BA = \text{تفاوت قیمت پیشنهادی خرید-فروش}$

نسبی

$AP = \text{قیمت پیشنهادی فروش}$

$BP = \text{قیمت پیشنهادی خرید}$

حجم عرضه و تقاضا نیز با مجموع تعداد سهام در دسترس عرضه و تعداد سهام در دسترس تقاضا برابر است.

نگاره ۲) مشخصه‌های آماری مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
CDEPTH	-11390.7	2505.625	8749260	-1.4E+07	1795743	-3.6947	40.4795
CSPREAD	-0.01417	0	1.984674	-1.98724	0.941147	-0.04242	3.067803
F1	2	2	3	1	0.629837	0	2.541667
F2	2.311475	2	3	1	0.590307	-0.20517	2.377441
F3	7.032787	7.00E+00	10	4.00E+00	1.419664	-0.37122	2.648774

### آزمون فرضیه اول و نتایج حاصله

براساس فرضیه اول، رابطه میان شاخص فرعی حقوق صاحبان سهام (F1)، شاخص فرعی ساختار هیأت مدیره (F2) و شاخص فرعی رویکرد هیأت

مدیره (F3) و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام منفی است. بنابراین، انتظار داریم ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_3$  منفی باشد. برای آزمون فرضیه اول از رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$CSPREAD = \beta_0 + \beta_1 F_1 + \beta_2 F_2 + \beta_3 F_3 + \beta_4 SIZE + \beta_5 PRICE + \beta_6 VOLATILITY + \beta_7 DVQ + \epsilon$$

نگاره ۳ نتایج آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد:

نگاره ۳: نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob	رابطه
C	1.7898	0.9683	1.8483	0.067	مثبت
F1	-0.1194	0.1469	-0.8131	0.418	منفی - نامعنی دار
F2	-0.4199	0.203	-2.0678	0.041	منفی - معنی دار
F3	-0.1487	0.0921	-1.6135	0.109	منفی - نامعنی دار
R-squared	0.27398		Prob(F-statistic)	0.000004	

نتایج آزمون این فرضیه نشان دهنده

$\text{Prob (F-statistic)} = 0.0000$  است که معنی داری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌نماید. ضرایب منفی متغیرهای نشان‌دهنده کیفیت راهبری شرکتی (F1، F2 و F3) و P-Value کمتر از سطح خطای ۵٪ برای متغیر F2 مؤید آن است که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره مستقل‌تر و استقرار کمیته حسابرسی، دارای تغییرات

کمتری در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در محدوده اعلان سودهای فصلی هستند. رابطه منفی و معنی‌دار بین ساختار هیأت مدیره و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، مؤید آن است که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره اثربخش‌تر؛ یعنی تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره بیشتر و دارای کمیته حسابرسی (شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری در طبقه ساختار هیأت مدیره داشته‌اند)، اختلاف قیمت

سود) باعث کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌شود.

### آزمون فرضیه دوم و نتایج حاصله

براساس فرضیه دوم، رابطه معنی داری میان شاخص فرعی حقوق صاحبان سهام (F1)، شاخص فرعی ساختار هیأت مدیره (F2) و شاخص فرعی رویکرد هیأت مدیره (F3) و اختلاف حجم سهام مورد عرضه و تقاضا وجود دارد. بنابراین انتظار داریم ضرایب  $\beta_1$ ،  $\beta_2$  و  $\beta_3$  مثبت باشد. برای آزمون فرضیه دوم از رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$CDEPTH = \gamma_0 + \gamma_1 F_1 + \gamma_2 F_2 + \gamma_3 F_3 + \gamma_4 SIZE + \gamma_5 VOLATILITY + \gamma_6 SHARES + \gamma_7 VOLUME + \gamma_8 DVQ + \varepsilon$$

نگاره ۴ نتایج آزمون فرضیه دوم را نشان می‌دهد:

نگاره ۴: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob	رابطه
C	-1529683	2677659	-0.57128	0.5689	منفی
F1	-299209	282486.6	-1.0592	0.2918	منفی - بی معنی
F2	804947.4	381934.5	2.107553	0.0373	مثبت - معنی دار
F3	393681.3	176605.4	2.229157	0.0278	مثبت - معنی دار
R-squared	0.312158	Prob(F-statistic)	0.000001		

مستقل تر و استقرار کمیته حسابرسی و با رویکرد فعالیت مناسب، افزایش در حجم عرضه و تقاضا در محدوده اعلان سودهای فصلی را مشاهده نموده‌اند. رابطه مثبت و معنی دار بین متغیرهای مستقل ساختار هیأت مدیره و رویکرد هیأت مدیره و متغیر وابسته اختلاف حجم سهام مورد عرضه و تقاضا مؤید آن است که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره

نتایج آزمون این فرضیه نشان‌دهنده  $0.0000 = \text{Prob(F-statistic)}$  است که معنی داری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌نماید. ضرایب مثبت دو متغیر از سه متغیر نشان‌دهنده کیفیت راهبردی شرکتی (F2 و F3) و P-Value کمتر از سطح خطای ۵٪ برای متغیرهای F2 و F3 مؤید آن است که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره

پژوهش‌های انجام شده در این زمینه همخوانی دارد که براساس آنها حجم سهام مورد عرضه و تقاضا در محدوده اعلان سود به صورت مثبت با کیفیت راهبری شرکتی در ارتباط است.

### نتایج آزمون مدل جامع

به منظور انعکاس تأثیر همزمان این دو عامل حجم عرضه و تقاضا و تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، فرضیه‌های اول و دوم بعد از بازتخمین معادله‌های اول و دوم بررسی گردید. نتایج تحلیل معادلات فوق‌الذکر در نگاره ۵ ارائه گردیده است:

رویکرد هیأت مدیره اثربخش‌تر، یعنی شرکت‌هایی که معیارهای بیشتری از معیارهای مورد اشاره در طبقات فوق را از جمله: تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره بیشتر، وجود کمیته حسابرسی، برگزاری جلسات هیأت مدیره بیشتر، تفکیک شخصیت مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، وجود سیستم ارزیابی عملکرد اعضا و مدیران و بازنشسته نبودن اعضای هیأت مدیره (شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری در طبقه ساختار هیأت مدیره و رویکرد هیأت مدیره داشته‌اند) دارا هستند، افزایش در حجم سهام مورد عرضه و تقاضا را در محدوده اعلان سود فصلی تجربه نموده‌اند. بر این اساس می‌توان فرضیه دوم پژوهش مبنی بر وجود رابطه معنی‌داری بین اختلاف حجم سهام مورد عرضه و تقاضا و کیفیت راهبری شرکت‌ها را پذیرفت. رابطه مثبت حاصله با نتایج

نگاره ۵: نتایج حاصل از آزمون مدل جامع

متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob.
C(1)	-0.140997	0.143754	-0.980821	0.3277
C(2)	-0.409835	0.200719	-2.041833	0.0423
C(3)	-0.114586	0.089679	-1.277745	0.2026
C(9)	-237577.7	272307	-0.872463	0.3839
C(10)	868582.7	374380	2.320057	0.0212
C(11)	368805.6	164473.2	2.242344	0.0259
Equation: CSPREAD = C(1)*F1 + C(2)*F2 + C(3)*F3 + C(4)*SIZE + C(5)*PRICE + C(6)*VOLATILITY + C(7)*DUM + C(8)*CDEPTH				
Durbin-Watson stat		1.870706	R-squared 0.252578	
Equation: CDEPTH = C(9)*F1 + C(10)*F2 + C(11)*F3 + C(12)*SIZE + C(13)*VOLATILITY + C(14)*VOLUME + C(15)*FREE_FLOAT + C(16)*CSPREAD				
Durbin-Watson stat		2.056271	R-squared 0.295859	

۰/۴۰۹۸۳۵- و P-Value برابر با ۰/۰۴۲۳ برای ضریب C2 متغیر مستقل F2 در آماره t همچنان بر وجود رابطه منفی و معنی‌دار بین شاخص‌های فرعی

نگاره شماره ۵ نشان می‌دهد که نتایج آزمون معادلات همزمان با آزمون OLS برای فرضیه‌های اول و دوم پژوهش سازگار است. ضریب

ساختار هیأت مدیره راهبری شرکتی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در محدوده اعلان سود دلالت دارد. ضریب  $۸۶۸۵۸۲/۷$  و P-Value ضریب C10 متغیر مستقل F2 به میزان  $۰/۰۲۱۲$  و ضریب  $۳۶۸۸۰۵/۶$  و P-Value ضریب C11 متغیر مستقل F3 به میزان  $۰/۰۲۵۹$  بر رابطه مثبت و معنی‌دار بین شاخص‌های فرعی ساختار هیأت مدیره راهبری شرکتی و رویکرد هیأت مدیره راهبری شرکتی و تغییرات حجم عرضه و تقاضا (عمق بازار) دلالت دارد.

### نتیجه‌گیری

نظام راهبری شرکتی مناسب موجبات افشا و گزارشگری به موقع توسط شرکت را فراهم آورده، سبب محدود نمودن مشکلات اطلاعات نامتقارن می‌شود. کاهش این گونه مشکلات باعث افزایش رقبت سهامداران به معامله در این بازارها گردیده، موجبات افزایش نقدشوندگی سهام را فراهم می‌آورد. با توجه به آنکه راهبری شرکتی در پژوهش به سه طبقه تقسیم و نقدشوندگی با استفاده از دو معیار ارزیابی می‌شود، لذا انتظار می‌رود که بین سه طبقه راهبری شرکتی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش که یکی از معیارهای سنجش نقدشوندگی است، رابطه منفی و بین اختلاف حجم سهام مورد عرضه و تقاضا که معیار دوم نقدشوندگی است، رابطه مثبت وجود داشته باشد.

بر اساس یافته‌های مذکور می‌توان چنین تفسیر نمود که در بورس اوراق بهادار تهران، رعایت حقوق صاحبان سهام از نظر محل و زمان برگزاری مجامع، روش رای‌گیری و افشای کاندیداهای عضویت در هیأت مدیره تأثیر درخور توجهی بر نقدشوندگی

سهام ندارد، ولی ساختار هیأت مدیره، شامل ترکیب اعضای موظف و غیر موظف هیأت مدیره و وجود کمیته حسابرسی و رویکرد و رویه هیأت مدیره، از جمله وضعیت حضور در جلسات اعضای هیأت مدیره، متفاوت بودن شخص مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، سیستم ارزیابی عملکرد اعضای هیأت مدیره و بازنشسته بودن آن‌ها، بر نقدشوندگی سهام تأثیر می‌گذارد. البته، با توجه به آنکه در هر دو آزمون، ساختار هیأت مدیره دارای رابطه معنی‌دار با متغیرهای نماینده نقدشوندگی است، لذا می‌توان چنین بیان داشت که ساختار هیأت مدیره تأثیر بیشتری در نقدشوندگی بازار نسبت به رویکرد هیأت مدیره دارد. در واقع، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که شرکت‌هایی با ساختار هیأت مدیره اثربخش‌تر و مستقل‌تر و رویکرد هیأت مدیره مناسب‌تر دارای نقدشوندگی اوراق بهادار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری از لحاظ کیفیت راهبری شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده‌اند و از آنجایی که این دو متغیر، متغیرهای تبیین‌کننده نقدشوندگی هستند، لذا می‌توان این‌طور بیان داشت که شرکت‌هایی با کیفیت راهبری شرکتی بالا، دارای نقدشوندگی سهام بالا و در مقابل شرکت‌هایی با کیفیت راهبری شرکتی پایین، دارای نقدشوندگی سهام ضعیفی هستند. نتایج این پژوهش با نتایج سایر پژوهش‌های انجام شده، همچون پژوهش چانگ (۲۰۰۸)، چن (۲۰۰۷)، باربدو (۲۰۰۷) و جرالد (۲۰۰۶) که همگی بر وجود رابطه معنی‌دار

بین راهبری شرکتی و نقدشوندگی دلالت دارند، همخوانی دارد.

#### محدودیت‌های پژوهش

مهمترین محدودیت در انجام این پژوهش، تعدد متغیرهای مزاحم است که ممکن است روابط میان متغیرها را تحت تأثیر قرار دهد، از جمله مهمترین آن‌ها می‌توان به عوامل کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، نرخ بهره و بی‌ثباتی سیاسی و اقتصادی کشورمان که بر سرمایه‌گذاری‌ها و معاملات بورس تأثیر فراوان دارد، اشاره نمود. البته، این موضوع در اغلب پژوهش‌ها در حوزه علوم انسانی مطرح است.

بایگانی مربوط به گزارش‌های فصلی شرکت‌ها و اطلاعات مربوط به قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و حجم عرضه و تقاضا و وضعیت توقف و بازگشایی نمادها در مراکز مطالعاتی، کتابخانه دانشگاه‌ها و حتی بایگانی‌های سازمان بورس و اوراق بهادار بود، لذا جمع‌آوری پاره‌ای از اطلاعات بسیار مشکل و با صرف زمان زیادی انجام گردید.

عدم همکاری و مشارکت شرکت‌های عضو نمونه در زمان مراجعه حضوری جهت دریافت پاسخ سؤال‌های مربوط به راهبری شرکتی.

اعمال مکانیزم‌هایی، همچون بسته بودن طولانی نماد برخی شرکت‌ها، قاعده حجم مینا، سهام شناور آزاد، حد نوسان روزانه قیمت که موجب عدم شکل‌گیری قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و حجم عرضه و تقاضای واقعی در بازار اوراق بهادار تهران می‌گردد.

#### پیشنهاد‌های پژوهش

پیشنهاد‌های پژوهش در دو قسمت به شرح زیر ارائه می‌گردد:

#### الف- پیشنهاد‌های حاصل از نتایج پژوهش

یکی از مهمترین موضوع‌هایی که باید به آن پرداخت، ایجاد مؤسسات رتبه‌بندی برای تعیین رتبه راهبری شرکتی و نقدشوندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارائه گزارش این شرکت‌ها به عموم و نهادهای ذی‌ربط است تا سرمایه‌گذاران وضعیت راهبری شرکتی و نقدشوندگی را قبل از آنکه اقدام به خرید و فروش نمایند بررسی و این معیارها را نیز در تصمیمات خود دخیل نمایند. از سوی دیگر، با توجه به آنکه تأمین مالی یکی از مهمترین موضوع‌هایی است که همواره شرکت‌ها برای تأمین مالی پروژه‌های خود با آن درگیر هستند، لذا به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با استقرار نظام راهبری شرکتی، موجبات مشارکت عمومی تعداد کثیری از سرمایه‌گذاران، افزایش نقدشوندگی و کاهش هزینه تأمین وجه خود را فراهم نمایند.

#### ب- پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

با توجه به عدم پژوهش‌های مشابه در خصوص راهبری شرکتی و نقدشوندگی اوراق بهادار در ایران و اهمیت راهبری شرکتی در بهبود گزارشگری مالی و نقش نقدشوندگی سهام در افزایش تعداد سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار اوراق بهادار، پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی به بررسی رابطه بین زمان گزارشگری اطلاعات مالی و نقدشوندگی سهام، بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره با نقدشوندگی سهام و بررسی تأثیر نوع صنعت بر نقدشوندگی سهام پرداخته شود. با توجه به تصویب دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در شرکت فرا بورس ایران و پذیرش اوراق بهادار در شرکت بورس اوراق بهادار

Bernard s, B. Hasung, J . Woochan, K (2005) "**Does corporate governance predict firms market values? Evidence from Korea**" The Journal of Law, Economics, and Organization.

Brockman, P; and Chung, D, Y; (2003), "**Investor Protection and Firm Liquidity**" Journal of Finance, 58

Chen, W,P ; Chung, h ; Lee, Ch ; Liao, W; (2007), "**Corporate Governance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings**" Corporate Governance: An International Review .7

Chung, K; Elder, J; Kim,J; (2008), "**Corporate Governance and Liquidity**" Journal of Financial and Quantitative Analysis

Eleswarapu, V; and Venkataraman, K; (2006), "**The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis.**" Review of Financial Studies

Gerald j, l . Kiridaran, K . Dennis, W (2006), "**Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements**" www.afaanz.org

Morse, D. and N. Ushman (1983). "**The effect of information announcements on the market microstructure**". The Accounting Review, No. 58, PP.111-118

Patell, J. M. and M. A. Wolfson (1984). "**The intraday speed of adjustment of stock prices to earnings and dividend announcements**". Journal of Financial Economics, No. 13(2), PP.223-252  
www.investopedia.com

تهران، پیشنهاد می‌گردد پژوهشی در خصوص رابطه بین معیارهای پذیرش اوراق بهادار در هر دو شرکت و نقدشوندگی آنها انجام گیرد.

#### منابع:

احمدپور، احمد؛ رسائیان، امیر. (۱۳۸۵). «رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۶.

اصول حاکمیت شرکتی، سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (۲۰۰۴). ترجمه مهسا رهبری خرازی

قائمی، محمد حسین؛ وطن پرست، محمد رضا. (۱۳۸۴). «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران» بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۱.

Acharya, V; Pedersen, L; (2005) "**Asset Pricing with Liquidity risk**" Journal of Financial Economics, 77, pp 375-410

Acker, D; Tonks, I; (2001) "**Bid-Ask Spreads Around Earnings Announcements**" ssrn

Amihud, Y; (2002) "**Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and Time-series Effects**" Journal of Financial Markets 5 PP 31-56

Ascioglu, A; Hegde, S; McDermott, J; (2005) "**Does Auditor Compensation Lower Market Liquidity?**" ssrn

Barbedo, C,H ; Camilo-Da-Silva, E ; Leal, R;(2007), "**Probability of Information-Based Trading, Intraday Liquidity and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market**" ssrn