

## بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر کاوه مهرانی\*

علیرضا نصیری فروزی\*\*

### چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی رابطه توأمان ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از داده‌های ۱۵۴ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ استفاده شده است. آزمون فرضیه‌ها نیز به کمک روش حداقل مربعات معمولی، اجرا شده است. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت و معنادار بین دو ساز و کار راهبری شرکتی (اندازه‌گیری شده توسط میزان تمرکز داشتن کمیته حسابرسی و میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره) و رابطه منفی و معنادار معیار دیگر راهبری شرکتی (میزان تمرکز مالکیت) با نقدشوندگی سهام است. همچنین نتایج، بیانگر وجود رابطه منفی معنادار بین مدیریت سود با نقدشوندگی است. در نهایت زمانی که در یک الگوی اثر توأمان ساز و کارهای راهبری شرکتی

\* دانشیار حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: علیرضا نصیری فروزی (Email: a.nasiri1370@yahoo.com)

تاریخ پذیرش: ۹۶/۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۵/۱/۱۵

و مدیریت سود بر نقدشوندگی، مورد بررسی قرار گرفت (کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی به منظور بررسی بهتر اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی)، نتایج بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین مدیریت سود و حجم معاملات است.

**واژه‌های کلیدی:** ساز و کارهای راهبری شرکتی، مدیریت سود، نقدشوندگی.

#### مقدمه

رابطه نمایندگی، عبارت است از نوعی قرارداد که طبق آن یک یا چند نفر (مالک یا مالکین) شخص دیگری (نماینده یا مدیر) را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند و در این راستا اختیار اتخاذ برخی تصمیمات را نیز به وی تفویض می‌نمایند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). با برقراری رابطه نمایندگی، هر یک از طرفین رابطه به دنبال حداکثر کردن منافع شخصی خویش هستند و به واسطه تضاد منافع بین طرفین، هزینه‌های نمایندگی ایجاد می‌گردد. مشکل نمایندگی عبارت است از ترغیب نماینده به اتخاذ تصمیماتی که موجب حداکثر شدن رفاه مالک (مالکان) گردد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). در رابطه نمایندگی تلاش‌های زیادی برای حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی انجام می‌شود. ساز و کارهای راهبری شرکتی می‌تواند در حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی نقش بارزی داشته باشد. همچنین کیفیت سود نیز از جمله مواردی است که کارکردی مشابه با ساز و کارهای راهبری شرکتی دارد (کلین، ۲۰۰۲). در این پژوهش از میزان مدیریت سود به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده شده است. ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود ضمن تأثیر بر هزینه‌های نمایندگی، بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها نیز تأثیرگذار هستند. شواهدی از بازارهای بین‌المللی و آمریکا نشان می‌دهند که هر دو سیستم‌های راهبری خارجی مثل قانون حمایت از سرمایه‌گذاران و ساز و کارهای راهبری داخلی مثل ساختار هیئت‌مدیره و پاداش مدیران اجرایی به‌طور قابل ملاحظه‌ای بر نقدشوندگی سهام اثر می‌گذارند (باسیدور و سوفیان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۲؛ براک من و چانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۳؛ چانگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۰).

در مورد اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام، شواهد متناقضی وجود دارد. بعضی از شواهد بیانگر این هستند که کاهش مدیریت سود به بهبود نقدشوندگی سهام منجر می‌شود. گروهی دیگر بر این باورند که بازار نسبت به مدیریت سود واکنش نشان نمی‌دهد (کیم و ورجیا، ۱۹۹۴). آنها برای این نتایج، دو دلیل را مطرح می‌کنند. اولاً، تجزیه و تحلیل مدیریت سود و اینکه مدیریت از ابزارهای مدیریت سود استفاده کرده است یا خیر، زمان و مهارت بالایی را می‌طلبد و سرمایه‌گذاران بیشتر به شاخص‌های با دسترسی آسان‌تری مثل ساز و کارهای راهبری شرکتی برای کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی خود استفاده می‌کنند. ثانیاً، وجود ساز و کارهای راهبری شرکتی باعث می‌شوند که فرصت‌های مدیریت سود توسط مدیریت کاهش یابد. بنابراین، سرمایه‌گذاران با بررسی ساز و کارهای راهبری شرکت می‌توانند پی به وجود یا عدم وجود مدیریت سود ببرند و برای کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی خود به جای بررسی مدیریت سود، بیشتر به ساز و کارهای راهبری شرکتی موجود در شرکت توجه می‌کنند. به این ترتیب می‌توان انتظار داشت که ساز و کارهای راهبری شرکتی نسبت به مدیریت سود، بهتر بتوانند نقدشوندگی سهام را توضیح دهند.

با عنایت به این موضوع، این احتمال که بازار ممکن است نسبت به مدیریت سود به‌عنوان ابزاری برای کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی (با دلایل ذکر شده در بالا) واکنش نشان ندهد و یا کمتر از ساز و کارهای راهبری شرکتی واکنش نشان دهد و به تبع آن نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار ندهد و یا کمتر از ساز و کارهای راهبری شرکتی تحت تأثیر قرار دهد؛ ضروری به نظر می‌رسد که به بررسی اثر توأمان ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی و نقدشوندگی سهام پرداخته شود تا این موضوع روشن شود که سرمایه‌گذاران چه وزنی را به هر یک از این دو معیار برای کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی می‌دهند. منظور از بررسی اثر توأمان هم آن است که در یک الگو با کنترل اثر ساز و

کارهای راهبری شرکتی به بررسی رابطه بین مدیریت سود و نقدشوندگی پرداخته شود و از این طریق مشخص شود که آیا با وجود کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی هنوز فضایی برای مدیریت سود برای توضیح دهندگی نقدشوندگی باقی خواهد ماند. در واقع پیش‌بینی این پژوهش بر این است که علت این که پژوهش‌های گذشته به رابطه معناداری بین مدیریت سود و نقدشوندگی رسیده‌اند، این موضوع بوده است که آنها اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی را بر نقدشوندگی کنترل نکرده‌اند و سرمایه‌گذاران با بررسی ساز و کارهای راهبری شرکتی، ریسک عدم تقارن اطلاعاتی خود را نسبت به آن شرکت کاهش داده و نقدشوندگی سهام آن شرکت بالا رفته است. حال آن که پژوهش‌های گذشته به این نتیجه رسیده‌اند که بالا رفتن نقدشوندگی به علت کاهش مدیریت سود شرکت بوده است؛ در حالی که این بالا رفتن نقدشوندگی به واسطه ساز و کارهای راهبری شرکتی بوده است. بنابراین، در این پژوهش به خلاً موجود در پژوهش‌های فعلی پرداخته می‌شود و ضمن بررسی جداگانه اثر مدیریت سود و راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام، به بررسی اثر توأمان این دو معیار بر نقدشوندگی سهام نیز پرداخته می‌شود.

### مبانی نظری پژوهش

مانند بسیاری از پژوهش‌های در حوزه علوم مالی و حسابداری، نظریه اصلی پشتوانه این پژوهش، نظریه نمایندگی است. در این قسمت سعی می‌شود تا ضمن بیان مبانی نظری هر یک از مفاهیم پژوهش به نحوه ارتباط این مفاهیم با نظریه نمایندگی نیز پرداخته شود. نقدشوندگی یک دارایی عبارت است از قابلیت خرید یا فروش آن دارایی در کمترین زمان و هزینه ممکن. با وجود آنکه این عبارت تا حد زیادی گویا و قابل درک به نظر می‌رسد، در بسیاری از متون مالی از نقدشوندگی به عنوان مفهومی سهل و ممتنع نام برده می‌شود، به این

معنی که در عین سادگی درک نقدشوندگی در بطن معاملات، اندازه‌گیری و محاسبه آن پیچیده است. معیارهای نقدشوندگی را می‌توان به دو گروه تقسیم کرد (روبین، ۲۰۰۷):

۱. معیارهای مبتنی بر معامله: شامل حجم معاملات، فراوانی معاملات و ارزش سهام معامله شده.

۲. معیارهای مبتنی بر سفارش: شامل تفاوت قیمت پیشنهادی عرضه و تقاضا، تفاوت عرضه و تقاضای مؤثر و عمق بازار.

طبق تعریف ارائه‌شده از سوی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، راهبری شرکتی یا حاکمیت شرکتی، عبارت است از رویه‌ها و فرآیندهایی که طبق آنها سازمان، هدایت و کنترل می‌شود. چارچوب‌های نظری متفاوتی برای توضیح و تحلیل اصول راهبری شرکتی مطرح شده است که هر یک از آنها با استفاده از واژگان و ادبیات و منظر متفاوتی به موضوع اصول راهبری شرکتی پرداخته‌اند و ناشی از زمینه علمی خاصی هستند که از آن منظر به راهبری شرکتی می‌نگرند. از یک منظر می‌توان این نظام را رابطه مدیران با سهامداران دانست که مبنای نظری آن تئوری نمایندگی است. زمینه علمی این دیدگاه راهبری شرکتی به زمینه مالی و اقتصادی باز می‌گردد. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع، راهبری شرکتی، رابطه شرکت با تمام ذی‌نفعان خود را در برمی‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان تئوری ذی‌نفعان دانست. تئوری ذی‌نفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع اصول راهبری شرکت است. در این پژوهش راهبری شرکتی از بعد تئوری نمایندگی بررسی شده و در هر کجا که به بررسی رابطه راهبری شرکتی با نقدشوندگی پرداخته شده، منظور بعد تئوری نمایندگی آن است.

ادبیات کیفیت سود مملو از معیارهای مختلف برای اندازه‌گیری این مفهوم است. تعدد معیارها به گونه‌ای است که پژوهشگران مختلف، این معیارها را در چندین طبقه جای داده‌اند.

در معروف‌ترین این طبقه‌بندی‌ها می‌توان به طبقه‌بندی **فرانسیس و همکاران (۲۰۰۴)** اشاره کرد که معیارهای کیفیت سود (۷ معیار کیفیت سود) را به دو گروه کلی معیارهای مبتنی بر داده‌های بازار و معیارهای مبتنی بر داده‌های حسابداری تقسیم کرده‌اند. این پژوهش از میزان مدیریت سود با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی مستتر در آن به‌عنوان معیاری برای کیفیت سود استفاده کرده است.

عدم تقارن اطلاعاتی نتیجه حاصل از نظریه نمایندگی و جدایی مدیریت از مالکیت است و یکی از پیامدهای عدم تقارن اطلاعاتی، انتخاب معکوس و یا کج‌گزینی است. با به وجود آمدن انتخاب معکوس، بازارها به‌طور کامل عمل نکرده و کالاهای خوب، انگیزه‌ای برای عرضه به بازار نخواهند داشت. این موضوع را می‌توان به نقدشوندگی سهام ارتباط داد. به عبارت دیگر، هنگامی که شفافیت اطلاعاتی وجود نداشته باشد و ریسک عدم تقارن اطلاعاتی به حدی باشد که سرمایه‌گذاران نتوانند سهام خوب را از بد تشخیص دهند، میزان معاملات سهام به شدت کاهش پیدا کرده و پدیده انتخاب معکوس شکل گرفته و در نتیجه بازار از نقدشوندگی سهام بسیار پایینی برخوردار می‌شود که این موضوع نه تنها در سطح خرد برای سهامداران و سرمایه‌گذاران، بلکه در سطح کلان نیز آسیب‌های بسیار جبران‌ناپذیری را برای بازار سرمایه به همراه خواهد داشت. اما همان‌طور که گفته شد راه‌حل‌هایی نیز برای کاهش اثر انتخاب معکوس وجود دارد. بر اساس نظریه علامت‌دهی شرکت‌ها به‌منظور جذب سرمایه بیشتر در محیط رقابتی بازار سرمایه تلاش می‌کنند تا اعتماد سرمایه‌گذاران را جلب کنند. لذا، سعی می‌کنند تا با ارائه اطلاعات مالی شفاف در صحنه رقابت باقی‌مانده و سرمایه‌ بیشتری را به دست آورند. سرمایه‌گذاران نیز انگیزه دارند تا با استفاده از این اطلاعات، ابهام اطلاعاتی خود را نسبت به سهام شرکت‌ها کاهش داده تا بتوانند معامله مطمئن و آگاهانه‌ای انجام دهند. در میان این اطلاعات، اطلاعات مربوط به ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود می‌تواند

به شکل قابل توجهی ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سرمایه گذاران را کاهش داده و به تبع آن نقدشوندگی بالاتری را برای سهام شرکت‌ها به همراه داشته باشد.

### پیشینه پژوهش

پیشینه تحقیقاتی مربوط به این پژوهش به ۲ گروه تقسیم می‌شود. گروهی به بررسی تأثیر سیاست‌های راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام پرداخته‌اند. **کامرانی و آجینا<sup>۶</sup> (۲۰۱۵)** در پژوهشی به بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر نقدشوندگی ۲۸۷ شرکت فرانسوی در بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۲ پرداختند. کار جدیدی که این پژوهش را از پژوهش‌های دیگر متمایز می‌کند این است که آنها از شاخص‌های کلی به‌عنوان معیارهای راهبری شرکتی استفاده کرده‌اند. در واقع آنها از ۵ شاخص استفاده کردند و استدلال کردند که شاخص‌ها ابعاد بیشتری را نسبت به ساز و کارهای راهبری شرکتی به‌صورت مجزا انعکاس می‌دهند. نتیجه پژوهش آنها رابطه مثبت و معنادار بین شاخص‌های راهبری شرکتی قوی و نقدشوندگی را تأیید کرد.

**چانگ و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۰)** به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و نقدشوندگی بازار پرداختند. آنها شاخص راهبری مناسب را بر اساس ۲۴ استاندارد راهبری برگزیده از میان استانداردهای مؤسسه خدمات سهامداران نهادی که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی شرکت داشتند، قرار دادند. همچنین برای ارزیابی نقدشوندگی از معیارهایی چون شکاف قیمتی، اثر قیمتی و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات استفاده کردند. نتیجه پژوهش آنها این بود که شرکت‌هایی با راهبری بهتر، شکاف قیمتی محدودتر، شاخص کیفیت بازار بالاتر، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معاملات بر پایه اطلاعات نهانی را دارند.

**یعقوب نژاد و همکاران (۱۳۹۰)** به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش، بیانگر آن بود که بین میزان مالکیت نهادی و نسبت

اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و نقدشوندگی سهام، رابطه مثبت معناداری وجود دارد و بین تمرکز مالکیت و تصدی هم‌زمان دو پست رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل و نقدشوندگی سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. **کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹)** در پژوهشی به بررسی ارتباط برخی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها از ۲۰ معیار مرتبط با کیفیت راهبری شرکتی استفاده کردند و این ۲۰ معیار را در ۳ گروه کلی (حقوق صاحبان سهام، ساختار هیئت‌مدیره و رویه‌های هیئت‌مدیره) تقسیم کردند. نتیجه بررسی آنها نشان داد که شرکت‌هایی با ساختار هیئت‌مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیئت‌مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی سهام بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند.

گروهی دیگر از پژوهشگران، کیفیت سود را به‌عنوان ابزاری برای کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی و معیاری برای بهبود نقدشوندگی در نظر گرفته‌اند و غالباً معیار کیفیت سود را میزان اعمال مدیریت سود در نظر گرفته‌اند. **ریاحی و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۳)** در پژوهشی به بررسی اثر مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام در بازار بورس تونس پرداختند. نتیجه پژوهش، رابطه مثبت و معناداری را بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام نشان داد. آنها این نتیجه را این‌گونه تفسیر کردند که اکثر سرمایه‌گذاران بورس تونس دارای افق سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت هستند و به اثر بلندمدتی که نتایج حاصل از مدیریت سود خواهد داشت، توجهی نمی‌کنند.

**باتاچاریا و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۳)** به بررسی رابطه مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس نزدک پرداختند. آنها از الگوی تعدیل‌شده **دکو و دیچو (۲۰۰۲)** برای اندازه‌گیری مدیریت سود استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که پایین بودن کیفیت سود باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های با محیط‌های اطلاعاتی ضعیف می‌شود. **فتحی و همکاران (۱۳۹۲)** به بررسی تأثیر مدیریت سود از طریق وجوه نقد عملیاتی غیرعادی بر نقدشوندگی سهام ۸۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق



بهادار تهران پرداختند. برای اندازه‌گیری مدیریت سود از معیار برآورد وجوه نقد غیر عملیاتی غیرعادی استفاده کردند. آنها به این نتیجه دست یافتند که وجوه نقد عملیاتی شرکت‌های تجاری، تأثیر منفی و معناداری بر نقدشوندگی سهام دارند.

**دستگیر و همکاران (۱۳۹۰)** در پژوهشی که به بررسی رابطه بین کیفیت سود و نقدشوندگی پرداختند، از پایداری سود به‌عنوان معیاری برای کیفیت سود و برای نقدشوندگی از دو معیار معاملاتی (تعداد روزهای معاملاتی و حجم نسبی معاملات) و دو معیار اطلاعاتی (عمق ریالی نسبی و شکاف نسبی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام) استفاده کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان می‌دهد که در طی دوره مطالعه، بین کیفیت سود مبتنی بر پایداری سود و معیارهای مختلف نقدشوندگی، رابطه معناداری وجود نداشته است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح‌شده در بخش چارچوب نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌گردند:

فرضیه اول: بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: با کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی، رابطه معناداری بین مدیریت سود و نقدشوندگی سهام وجود نخواهد داشت.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ است که سهام آنها در بورس عرضه شده باشد. در پژوهش حاضر برای تعیین حجم نمونه از روش نمونه‌گیری استفاده نشده است، بلکه تنها با اعمال محدودیت‌های زیر بر جامعه آماری شرکت‌های باقی‌مانده مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

۱. به دلیل افزایش همگنی نمونه، شرکت‌هایی انتخاب می‌شوند که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
۲. شرکت‌های مورد پژوهش شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا این شرکت‌ها تابع مکانیزم‌های خاص و متفاوت با سایر شرکت‌های فعال در صنایع هستند.
۳. شرکت‌های مورد پژوهش طی دوره بررسی، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
۴. قبل از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و سهام آنها حداقل از ابتدای سال ۱۳۸۷ مورد معامله قرار گیرند.

### روش جمع‌آوری اطلاعات

داده‌هایی که در این پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد از محل مستندات ثانویه موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران، صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی شرکت‌ها و در نهایت با استفاده از بانک اطلاعاتی رهاورد نوین تهیه شده است.

### الگوهای آزمون فرضیه‌ها

روابط رگرسیونی ارائه شده در این پژوهش به ۳ گروه کلی تقسیم می‌شوند.

برای آزمون فرضیه اول از رابطه شماره یک استفاده می‌شود:

$$Volume_{it} = \beta_0 + \beta_1 Indep_{it} + \beta_2 Audit_{it} + \beta_3 Ownership_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 Mktret_{it} + \beta_7 Volat_{it} + \beta_8 Shares_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم از رابطه شماره دو استفاده شده است که به صورت زیر است:

$$Volume_{it} = \beta_0 + \beta_1 AWCA_{it} + \beta_2 Lev_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 Mktret_{it} + \beta_5 Volat_{it} + \beta_6 Shares_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

به‌منظور رسیدن نتایج بهتر در مورد فرضیه دوم و آزمون فرضیه سوم از رابطه شماره سه

استفاده می‌شود که به صورت زیر است:

$$Volume_{it} = \beta_0 + \beta_1 AWCA_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 Audit_{it} + \beta_4 Ownership_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 ROE_{it} + \beta_7 Mktret_{it} + \beta_8 Volat_{it} + \beta_9 Shares_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

در الگوهای بالا؛ *Volume*: حجم معاملات؛ *Indep*: استقلال اعضای هیئت مدیره؛ *Audit*: وجود کمیته حسابرسی؛ *Ownership*: تمرکز مالکیت؛ *AWCA*: معیار مدیریت سود؛ *Mktret*: بازده بازار سهام؛ *Volat*: نوسان بازده بازار سهام؛ *Lev*: اهرم مالی؛ *ROE*: سودآوری؛ و *Shares*: تعداد سهام در جریان است.

### متغیرهای پژوهش

#### متغیر وابسته

روش های زیادی برای محاسبه نقدشوندگی سهام وجود دارد. در این پژوهش، حجم معاملات به عنوان معیار نقدشوندگی انتخاب شده است.

حجم معاملات یکی از معیارهای نقدشوندگی است که تمایل برخی سرمایه گذاران به فروش سهام شرکت و تمایل برخی دیگر به خرید سهام شرکت را نشان می دهد. پژوهش های اندکی حجم معاملات را به عنوان معیار نقدشوندگی در نظر گرفته اند. یکی دیگر از تمایزهای این پژوهش با پژوهش های دیگر نیز همین موضوع است. در این پژوهش حجم معاملات از طریق لگاریتم میانگین سالیانه معاملات روزانه محاسبه می شود (ردی، ۱۹۹۹).

#### متغیرهای مستقل

در این پژوهش از ۲ متغیر مستقل ساز و کارهای راهبری شرکتی (اندازه گیری شده توسط ۳ معیار) و مدیریت سود استفاده شده است. ابتدا به معرفی ۳ معیار راهبری شرکتی پرداخته و سپس معیار مدیریت سود معرفی می شود.

استقلال اعضای هیئت مدیره (*Indep*): بر اساس نسبت تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره محاسبه می شود.

وجود کمیته حسابرسی (Audit): یک متغیر دامی است. اگر شرکت دارای کمیته حسابرسی باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر است. تمرکز مالکیت (Ownership): در این پژوهش به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از مجموع درصد انباشته سهام متعلق به سهامداران با حداقل ۲ درصد مالکیت سهام عادی استفاده شده است.

معیار مدیریت سود: در این پژوهش از معیار پیشنهاد شده توسط **دفاند و پارک** (۲۰۰۱) به عنوان معیاری برای میزان مدیریت سود استفاده شده است. **دفاند و پارک** (۲۰۰۱) از معیار تفاوت بین سرمایه در گردش تحقق یافته و مورد انتظار برای تخمین میزان مدیریت سود استفاده کردند. این معیار به شکل زیر قابل محاسبه است:

$$AWCA_t = WC_t - \left[ \left( \frac{WC_{t-1}}{S_{t-1}} \right) \cdot S_t \right]$$

که در آن؛ t: سال مورد نظر AWCA: تفاوت بین سرمایه در گردش تحقق یافته و مورد انتظار؛ S: کل فروش سال؛ و WC: سرمایه در گردش غیر نقدی که به شکل زیر محاسبه می‌شود:

دلایل انتخاب این معیار برای اندازه‌گیری مدیریت سود، عبارتند از:

۱. ارقام تعهدی سرمایه در گردش نسبت به ارقام تعهدی غیر سرمایه در گردش بیشتر در معرض تحریف هستند (**دفاند و پارک**، ۲۰۰۱).
۲. استفاده از روش‌هایی مثل جونز که مبتنی بر تخمین ارقام تعهدی با استفاده از رگرسیون است، مستلزم مشاهدات با سری زمانی با حجم بالا است. با استفاده از الگوی **دفاند و پارک** (۲۰۰۱)، مشکل محدودیت اندازه نمونه را - که مشکل غالب پژوهش‌های انجام شده در برخی از بازارهای سرمایه است - حل خواهد کرد.

### متغیرهای کنترلی

بازده بازار سهام (Mktret) و نوسان بازده بازار سهام (Volat): نوسان بازده سهام از طریق انحراف معیار بازده سهام ۱۲ ماهه گذشته اندازه‌گیری شده است (باتاچاریا و همکاران، ۲۰۱۲).

اهرم مالی (Lev): لانگ و لاندوم<sup>۱۲</sup> (۱۹۹۳) نشان دادند که اهرم مالی بر نقدشوندگی سهام اثرگذار است و حاصل تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها است. سودآوری (ROE): بازده سرمایه به‌عنوان معیاری برای نقدشوندگی انتخاب شده است. بازده سرمایه برابر حاصل تقسیم سود عملیاتی بر کل حقوق صاحبان سهام است. تعداد سهام در جریان (Shares): برابر لگاریتم طبیعی کل تعداد سهام در جریان است (بار یوسف و پرنسیپ<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۳).

### یافته‌های پژوهش

#### نتایج آمار توصیفی

میانگین به‌عنوان پرکاربردترین شاخص مرکزی، بسیار بااهمیت است. بررسی میانگین برخی از متغیرها، به‌عنوان مثال میزان تمرکز مالکیت و استقلال اعضای هیئت‌مدیره که نماینده راهبری شرکتی هستند، اطلاعات مفیدی را در دسترس قرار می‌دهد. میانگین متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۱ آمده است. میانگین تمرکز مالکیت و استقلال اعضای هیئت‌مدیره به ترتیب برابر ۷۹ و ۵۸ درصد را نشان می‌دهند. همچنین میانه این دو متغیر به ترتیب برابر ۸۲/۳۲ و ۰/۶ است. این اعداد بیانگر آن هستند که تمرکز مالکیت و استقلال اعضای هیئت‌مدیره در بین شرکت‌ها بالا است که این موضوع به‌عنوان نقاط قوت راهبری شرکت‌ها لحاظ می‌شود. متغیر دیگری که آخرین معیار راهبری شرکتی است، کمیته حسابرسی است. میانه این متغیر بیان‌گر آن است که ۵۰ درصد مشاهدات این پژوهش دارای کمیته حسابرسی نیستند.

۲۰ / بررسی اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در ...

میانگین مدیریت سود که به صورت درصدی از فروش بیان شده است، برابر ۴/۶ درصد فروش شرکت‌ها است که رقم قابل توجهی را نشان نمی‌دهد. همچنین میانۀ مدیریت سود برابر ۱/۴ درصد است و بیان‌گر این است که ۵۰ درصد شرکت‌های نمونه مدیریت سودی کمتر از ۱/۴ درصد دارایی‌هایشان دارند.

جدول شماره ۱. آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
حجم معامله	۱۲/۶۶۸۱	۱۲/۵۸۸۲	۱۷/۱۰۵۵	۵/۹۳۰۷	۱/۹۵۵۹	۱۲۳۲
تمرکز مالکیت (%)	۷۹/۶۴۸۷	۸۱/۳۲۴۵	۱۰۰	۲/۱۸۱۰	۱۴/۶۸۹۷	۱۲۳۲
استقلال اعضای هیئت‌مدیره (%)	۰/۵۹۹۷	۰/۶۵۲۱	۱۰۰	۰	۰/۱۹۹۷۰	۱۲۳۲
داشتن کمیته حسابرسی	۰	۰	۱	۰		۱۲۳۲
اهرم مالی	۰/۶۵۳۲	۰/۶۴۶۹	۳/۰۶۰۴	۰/۰۸۹۱	۰/۲۵۳۱	۱۲۳۲
بازده سهام	۵۵/۳۲۵۱	۳۵/۷۲۱۵	۸۲/۱۶۴۶	-۷۸/۴۶۳۷۵	۴/۱۱۷۸	۱۲۳۲
بازده سرمایه	۲۸/۱۵۱۱	۲۸/۵۲۴۳	۸۲/۳۰۶۰	-۱۶/۷۹۶۰	۲۰/۳۱۲۵	۱۲۳۲
تعداد سهام در جریان	۱۸/۵۴۶۲	۱۸/۶۹۷۲	۲۴/۱۹۰۶	۱۵/۸۹۴۹	۱/۳۲۵۵	۱۲۳۲
نوسان بازده سهام	۱۲/۳۵۲۱	۱۱/۹۹۵۰	۱۳۷/۳۴۳۰	۶/۲۴۵۰	۱۰/۲۳۵۰	۱۲۳۲
مدیریت سود	۰/۰۳۲۵	۰/۰۱۵۱	۵۴/۱۵۰۴	-۵۴/۰۷۷۰	۱/۵۴۲۳	۱۲۳۲

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

#### آزمون فرضیه اول

جدول شماره ۲ نتایج رابطه رگرسیونی شماره ۱ را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F برای رابطه نزدیک صفر است و حاکی از معناداری کل معادله رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۷۸/۸۰ درصد است. ۷۸/۸۰ درصد ضریب تعیین تعدیل شده، گویای قدرت توضیح دهنده بالایی رابطه بوده و متغیرهای این رابطه توانسته‌اند که ۷۸/۸۰ درصد از تغییرات حجم معاملات را توضیح دهند. بررسی ضرایب رابطه در جدول شماره ۲ گویای معناداری

ضرایب معیارهای راهبری شرکتی است. نتایج، بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین وجود کمیته حسابرسی و استقلال اعضای هیئت مدیره با حجم معاملات و رابطه منفی مالکیت با این معیار نقدشوندگی است. علت رابطه منفی بین تمرکز مالکیت و حجم معاملات را می توان در ادبیات پژوهش های گذشته یافت. در ادبیات پژوهش های گذشته نسبت به وجود ساز و کارهای راهبری شرکتی تمرکز مالکیت، دو دیدگاه وجود دارد. گروه اول این گونه استدلال می کنند که وجود تمرکز مالکیت (به خصوص تمرکز مالکیتی که در اختیار سهامداران نهادی باشد) باعث نظارت فعال بر فعالیت های مدیران می شود (فرضیه نظارت فعال). گروه دوم معتقدند زمانی که مالکیت متمرکز می شود، این مسئله توجیه پذیر به نظر می رسد که سهامداران بزرگ از حقوق کنترلی خود برای کسب منافع و استثمار سهامداران کوچک استفاده کنند و در نهایت حقوق سهامداران اقلیت نقض می شود (کیم<sup>۴</sup>، ۱۹۹۳). نتایج این پژوهش با استدلال گروه اول سازگار است.

جدول شماره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرهای توضیحی	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۴/۷۰۷	-۳/۰۹۶	۰/۰۰۸
استقلال اعضای هیئت مدیره	۰/۵۱۴	۲/۲۹۹	۰/۰۱۲
داشتن کمیته حسابرسی	۰/۸۲۵	۶/۹۶۲	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۰۱۳	-۱/۵۷۶	۰/۰۱۵
اهرم مالی	۰/۳۳۵	۸۰۱/۱	۰/۱۹۲
بازده سرمایه	-۰/۰۰۵	-۶/۶۲۵	۰/۰۸۳
بازده سهام	۰/۰۰۳	۷۵/۱۶	۰/۰۰۴
نوسان بازده سهام	۰/۰۱۴	۳/۵۲۵	۰/۰۰۰
تعداد سهام در جریان	۰/۸۵۵	۱۰/۱۹۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۲۵	ضریب تعیین تعدیل یافته	۰/۷۸۸
آماره F	۳۰/۲۱۶	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۱۵۲		

### آزمون فرضیه دوم

جدول شماره ۳ نتایج رابطه رگرسیونی شماره ۲ را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F برای رابطه نزدیک صفر است و حاکی از معناداری کل معادله رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده برای رابطه برابر ۷۹/۲۰ درصد است. ضریب مذکور بیانگر آن است که متغیرهای رابطه ۲ توانسته‌اند ۷۹/۲۰ درصد از تغییرات حجم معاملات سهام را توضیح دهند. بررسی ضرایب رابطه در جدول شماره ۳ بیانگر معناداری ضریب مدیریت سود است. مقدار ضریب متغیر مدیریت سود برابر ۰/۰۳۲- و آماره t برابر ۴/۵۷۱- (سطح معناداری ۰/۰۰۰) که در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه دوم مورد تأیید قرار می‌گیرد و بیانگر آن است که با افزایش مدیریت سود، حجم معاملات شرکت‌ها کاهش می‌یابد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های **مراد زاده فرد و همکاران (۱۳۸۹)** و **بار یوسف و پرنسیپ (۲۰۱۳)** سازگار است. به بیان دیگر، افزایش مدیریت سود ریسک عدم تقارن اطلاعاتی را در بین سرمایه‌گذاران افزایش داده و باعث می‌شود که میل سرمایه‌گذاران برای معامله سهام این شرکت‌ها کاهش یافته و در نتیجه شرکت‌های با مدیریت سود بالا از حجم معاملات پایینی برخوردار باشند.

### آزمون فرضیه سوم

جدول شماره ۴ نتایج رابطه رگرسیونی شماره ۳ را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F نزدیک صفر است و حاکی از معناداری کل معادله رگرسیونی است. بررسی ضرایب رابطه شماره ۳ در جدول شماره ۴ بیانگر عدم معناداری ضریب مدیریت سود و معناداری اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی است. نتایج این رابطه مطابق جهت فرضیه سوم بوده و آن را تأیید می‌کند. به عبارت دیگر، با معناداری ضرایب ساز و کارهای راهبری شرکتی در رابطه ۲ و دلایل مطرح شده در قسمت‌های قبل می‌توان انتظار داشت که با کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی، فضایی برای مدیریت سود برای توضیح‌دهندگی نقدشوندگی باقی نماند.



همان‌طور که در جدول شماره ۴ قابل مشاهده است، این اتفاق با کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی افتاده است و در نتیجه فرضیه سوم تأیید می‌شود.

جدول شماره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرهای توضیحی	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۷/۳۲۵	-۱/۳۲۲	۰/۱۵۲
مدیریت سود	-۰/۰۳۲	-۴/۵۷۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۲۳۴	۰/۳۵۹	۰/۶۵۲
بازده سرمایه	-۰/۰۰۶	-۱/۲۱۰	۰/۲۳۴
بازده سهام	۰/۰۴۳	۳/۵۸۳	۰/۰۰۲
نوسان بازده سهام	۰/۰۱۹	۲/۳۷۵	۰/۰۲۱
تعداد سهام در جریان	۱/۰۱۲	۴/۳۰۶	۰/۰۰۳
ضریب تعیین	۰/۸۳۲	ضریب تعیین تعدیل یافته	۰/۷۹۲
آماره F	۲۵/۲۳۴	سطح معناداری آماره F	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۱۳۵		

جدول شماره ۴. نتایج آزمون فرضیه سوم

متغیرهای توضیحی	ضریب متغیر	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	-۴/۴۳۵	-۲/۶۶۸	۰/۰۰۹
مدیریت سود	-۰/۰۲۵	-۱۶۱۱/	۰/۱۳۸
استقلال اعضای هیئت مدیره	۰/۵۳۲	۲/۵۴۵	۰/۰۲۱
داشتن کمیته حسابرسی	۰/۷۵۲	۷/۰۶۳	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۰/۰۱۳	-۲/۵۳۲	۰/۰۱۳
اهرم مالی	۰/۳۵۵	۱/۲۹۶	۰۳/۰۰
بازده سرمایه	-۰/۰۰۲	-۱/۸۵۴	۰/۰۶۳
بازده سهام	۰/۰۰۱	۲/۹۲۳	۰/۰۰۴
نوسان بازده سهام	۰/۰۱۶	۴/۱۳	۰/۰۰۰
تعداد سهام در جریان	۰/۸۹۰	۹/۸۲۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۲۹	ضریب تعیین تعدیل یافته	۰/۷۸۳
آماره F	۳۱/۳۲	احتمال آماره F	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۰۳		

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در این پژوهش ابتدا اثر جداگانه ساز و کارهای راهبری شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس نتایج، بین مدیریت سود و نقدشوندگی (حجم معاملات)، رابطه منفی معناداری وجود دارد (تأیید فرضیه اول). این نتایج همسو با نتایج پژوهش‌های گذشته در این حوزه است (ریکاردسون ۱۵، ۲۰۰۰؛ فتحی و همکاران، ۱۳۹۲).

در مورد اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر نقدشوندگی (فرضیه دوم) نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ساز و کارهای راهبری شرکتی (وجود کمیته حسابرسی و استقلال اعضای هیئت‌مدیره) و رابطه منفی تمرکز مالکیت با حجم معاملات است.

در نهایت نیز با کنترل اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی در الگوی توأمان (فرضیه سوم) به این نتیجه می‌رسیم که در جایی که ساز و کارهای راهبری شرکتی با نقدشوندگی، رابطه داشته باشند با کنترل اثر آن بر نقدشوندگی، فضایی برای مدیریت سود برای توضیح دهندگی نقدشوندگی باقی نخواهد ماند. این موضوع در مورد حجم معاملات و بعد عمق بازار نقدشوندگی مصداق دارد. به عبارت دیگر، تا زمانی که یک معیار اطلاعاتی چون ساز و کارهای راهبری شرکتی در اختیار سرمایه‌گذاران است که به کارگیری آن نسبت به معیار مدیریت سود بسیار ساده‌تر بوده و کارکرد یکسانی با مدیریت سود در کاهش ریسک عدم تقارن اطلاعاتی سهامداران دارد، لذا سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند که ابهام اطلاعاتی خود را به معیار ساز و کارهای راهبری شرکتی برطرف کنند. همچنین نتایج پژوهش بیانگر آن است که اگر پژوهش‌های گذشته (مانند نتیجه فرضیه ۲) این پژوهش) به رابطه معناداری بین مدیریت سود و نقدشوندگی دست یافته‌اند، صرفاً به دلیل عدم کنترل ساز و کارهای راهبری شرکتی است.

مهم‌ترین پیشنهادهای این پژوهش برای پژوهش‌های آتی را می‌توان به شرح زیر ارائه

نمود:

۱. با توجه به ابعاد مختلف کیفیت سود و معیارهای مختلف مدیریت سود، پیشنهاد می‌شود که اثر ابعاد دیگر کیفیت سود با نقدشوندگی سهام نیز مورد بررسی واقع شود.

۲. با توجه به اینکه در حاکمیت شرکتی عوامل گوناگونی مانند دوگانگی نقش مدیریت ارشد اجرایی، تعداد جلسات هیئت‌مدیره، وجود مدیران غیرموظف در کمیته حسابرسی، و حسابرس مستقل مطرح است، بنابراین برای پژوهش‌های آینده پیشنهاد می‌گردد روابط بین متغیرهای مورد مطالعه بررسی گردد تا نقش نشانگرهای مختلف حاکمیت شرکتی در الگوی مورد بررسی تأثیر داده شود.

در انجام این پژوهش محدودیت‌هایی وجود داشته که در تعمیم نتایج باید مد نظر قرار گیرند:

۱. از عواملی که قدرت نتایج پژوهش را افزایش می‌دهد، وجود نوسان و دامنه تغییرات کافی برای متغیرهای الگو است. در پژوهش حاضر، به علت وجود مالکیت عمدتاً متمرکز، درصد تمرکز مالکیت بین شرکت‌های متفاوت، نزدیک به هم بوده و نوسان کافی نداشته است.

۲. در این پژوهش، مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند به‌عنوان مدیر غیرموظف تعریف شدند و فرض شده است که مستقل از شرکت هستند، در حالی که ممکن است آنان واقعاً مستقل نباشند.

#### یادداشت‌ها

- |                            |                       |
|----------------------------|-----------------------|
| 1. Jensen                  | 2. Bacidore           |
| 3. Brockman                | 4. Chung              |
| 5. Kim and Verrecchia      | 6. Ajina              |
| 7. Chung                   | 8. Riahi              |
| 9. Bhattacharya            | 10. Ready             |
| 11. DeFond and Park        | 12. Lang and Lundholm |
| 13. Bar-Yosef and Prencipe | 14. Kim               |
| 15. Richardson             |                       |

---

## References

- Bacidore, J.M., Sofianos, G. (2002). Liquidity provision and specialist trading in NYSE-listed non-US stocks. *Journal of Financial Economics*, 63(1), 133-158.
- Bar-Yosef, S., Prencipe, A. (2013). The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292-316.
- Bhattacharya, N., Desai, H., Venkataraman, K. (2012). Does earnings quality affect information asymmetry? Evidence from trading costs. *Contemporary Accounting Research*. Advance online publication.
- Brockman, P., Chung, D. (2003). Investor protection and firm liquidity. *Journal of Finance*, 58(2), 921-937.
- Chung, K.H., Elder, J., Kim, J. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291.
- Dastgir, M., Parchini, M., Sheykhi, K. (2011). The role of the earnings quality on improving the stock liquidity of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 32(9), 1-22 [In Persian].
- Dechow, P.M., Dichev, D.L. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accruals in estimation errors. *The Accounting Review*, 77(2002), 35-59.
- DeFond, M.L., Park, C.W. (2001). The reversal of abnormal accruals and the market valuation of earnings surprises. *Accounting Review*, 76(3), 375-404.
- Fathi, S., Firoozkoobi, Z., Khastkhodae, Z., Ajam, A. (2013). The relationship between earning management via abnormal operational cash flows and liquidity within listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Strategy*, 1(2), 1-19 [In Persian].
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., Schipper, K. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Jensen, M.C., Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Karmani, M., Ajina, I. (2015). An investigation of the relation between corporate governance and liquidity: Empirical evidence from France. *The Journal of Applied Business Research*, 31(2), 631-646.

- Kashanipour, M., Mehrani, S., Pashanezhad, Y. (2010). Inspection of some corporate governance with liquidity. *Financial Accounting Researches*, 2(1), 61-76 [In Persian].
- Kim, O. (1993). Disagreements among shareholders over a firm's disclosure policy. *Journal of Finance*, 48(2), 747-760.
- Kim, O., Verrecchia, R.E. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting & Economics*, 17(1-2), 41-67.
- Klein, A. (2002). Audit committee, board of directors characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting & Economics*, 33(3), 375-400.
- Lang, M., Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 246-271.
- Moradzadefard, M., Rezapour, N., Farzani, H. (2010). The role of accrual management within listed companies in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Researches*, 2(3), 101-116 [In Persian].
- Noravesh, I., Karami, G., Vafi, J. (2009). Inspection of corporate governance mechanisms and agency costs in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Researches*, 1(1), 1-27 [In Persian].
- Ready, M.J. (1999). The specialist's discretion: Stopped orders and price improvements. *Review of Financial Studies*, 12(5), 1075-1112.
- Riahi, Y., Lamiri, I., Mounira, B.A. (2013). The impact of earnings management on liquidity: Case of the Tunisian stock market. *Journal of Finance and Economics*, 1(4), 10-29.
- Richardson, V. (2000). Information asymmetry and earnings management: Some evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15(4), 325-347.
- Robin, A. (2007). Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of Financial Market*, 10(3), 219-248.
- Yaghoobnezhad, A., Roodposhti, F., Zabihi, A. (2011). The effect of corporate governance mechanisms on stock liquidity in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Security Exchange*, 4(13), 157-173 [In Persian].