

## تأثیر نقدشوندگی سهام بر پاداش هیأت‌مدیره با تأکید بر کیفیت حسابرسی

حسن چناری<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۹۶/۸/۳

زهرا حاجیه‌ها<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۱۸

### چکیده:

نقدشوندگی سهام در کشف قیمت دارایی‌ها، پراکنش مخاطره مالی و کاهش هزینه معاملات نقش به‌سزایی دارد. در پژوهش فوق، ما به مطالعه نقش نقدشوندگی سهام در پاداش مدیران ارشد می‌پردازیم. برخی از پژوهش‌های خارجی صورت گرفته بیان‌گر آن است که پاداش مدیران به میزان نقدشوندگی سهام حساس است. به عبارت دیگر هر چقدر نقدشوندگی سهام افزایش یابد، نسبت پاداش نقدی پرداختی به مدیران کاهش می‌یابد. بنابراین هدف اصلی پژوهش مطالعه تأثیر نقدشوندگی سهام بر پاداش هیأت‌مدیره با تأکید بر کیفیت حسابرسی است. در راستای این هدف، اطلاعات ۱۲ ساله (۱۳۹۶-۱۳۸۵) هشتاد و یک شرکت مورد مطالعه قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بیان‌گر این است که بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت‌مدیره ارتباط معنی‌داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش بیان‌گر این است که بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت‌مدیره با تأکید بر کیفیت حسابرسی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: پاداش مدیران ارشد، درصد مالکیت سهام، نقدشوندگی سهام

۱ - گروه آموزشی حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده مسئول.  
پست الکترونیک: ha\_chenari@yahoo.com

۲ - دانشیار گروه آموزشی حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

## ۱. مقدمه

اهمیت نقدشوندگی سهام به این دلیل مورد توجه است که یکی از ویژگی‌های بازارهای کارا، نبود هزینه‌های معاملاتی و به تبع آن قابلیت نقدشوندگی بالاست. هزینه‌های معاملاتی طیف وسیعی از هزینه‌های آشکار شامل هزینه مالیات و کارگزاری و هزینه‌های غیرآشکار ناشی از ناکارایی اطلاعاتی را در بر می‌گیرد. بنابراین نقدشوندگی سهام می‌تواند به‌عنوان معیاری برای کارایی بازار مطرح شود. همچنین علاوه بر جنبه نظری، به لحاظ عملی و با توجه به واقعیت‌های موجود مانند صف‌های خرید و فروش و سایر مشکلات، توجه به نقدشوندگی و تلاش برای حل این مشکل ضروری به نظر می‌رسد. افزایش نقدشوندگی می‌تواند موجب توزیع هر چه بیشتر مخاطره مالی در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی شود. با افزایش نقدشوندگی، هزینه معاملات به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش خواهد یافت (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹). نقدشوندگی به معنی سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری‌ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد. اوراق بهاداری که در بازار سرمایه با استقبال معامله مواجه می‌شوند می‌توانند بیان‌گر سرعت نقدشوندگی آن‌ها باشد (یحیی‌زاده‌فر و خرم‌دین، ۱۳۸۷). هیأت‌مدیره شرکت‌ها، راهبران آن‌ها در تحقق اهداف هستند. ترکیب هیأت‌مدیره، تعیین‌کننده قدرت هیأت‌مدیره در انجام نقش کنترلی است. از دیدگاه نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره شرکت به کاهش تعارض‌های منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند زیرا آن‌ها از طریق ارایه رأی مستقل به هیأت‌مدیره، نقش نظارتی را ایفا می‌کنند (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹). در ادبیات حوزه حسابداری تأکید بر نقش و اهمیت ارزش سهام در مقابل ارقام حسابداری، برای تعیین قراردادهای جبران خدمات هیأت‌مدیره به‌طور قابل ملاحظه‌ای فزونی یافته است. این تغییرات را می‌توان در کل منافع دریافتی به‌صورت یکپارچه (حقوق و پاداش در مقابل امتیاز و منافع سهام) و حساسیت منافع و مزایای هیأت‌مدیره در برابر سودهای حسابداری و بازده‌های سهام مشاهده و تبیین کرد (جایارامان و میلبورن<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲). بوشمن و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) در مطالعات تجربی که در مورد سودهای حسابداری و بازده‌های سهام انجام داده‌اند، طبق یافته‌های خود بر این باورند که ضریب سودهای حسابداری در طول سال به‌طور نسبی یکنواخت و ثابت است ولی بازده‌های سهام به‌طور تدریجی و پیوسته در حال افزایش هستند. عامل اصلی این تغییرات به این صورت قابل بیان است: افزایش منافع، اختیارات سهام و سهام منحصر به فرد توسط شرکت‌ها. در عین حال با توجه به تغییرات ایجاد شده در رویه‌های جبران مزایای خدمات مدیران، افزایش ارزش سهام‌دار محتمل به نظر می‌رسد و در این رابطه بوشمن و اسمیت<sup>۵</sup> (۲۰۰۱) دلایل مطرح شده برای این تغییرات را تا به امروز، زیاد قابل درک ندانسته‌اند. در این مقاله، ما بر نظریه‌های ساختار بازار و نقدشوندگی سهام که ممکن است بر دو ویژگی قراردادهای جبران مزایای خدمات (۱) کاهش اهمیت جبران مزایای خدمات بر مبنای نقدی در پرداخت‌های سالیانه (۲) افزایش قابلیت اتکای قیمت‌های سهام بر روی سودها در پرداختی به هیأت‌مدیره بابت

3- Jayaraman and Milbourn

4- Bushman et al

5- Bushman and Smith

عملکرد، تاثیرگذار باشد تأکید می‌کنیم. بحث بر این منطبق استوار است که تفاوت‌های موجود در نقدشوندگی سهام میزان آگاهی از قیمت سهام را تعیین می‌کند. این ارتباط توسط گروسمن و استیجلایتز<sup>۶</sup> (۱۹۸۰)، کایلی<sup>۷</sup> (۱۹۸۵)، هولمستروم و تیرول<sup>۸</sup> (۱۹۹۳) و اسلی و اوهارا<sup>۹</sup> (۲۰۰۴) مطرح شده است تا از این طریق، مقدار اطلاعات محرمانه‌ای که در قیمت سهام حفظ و ذخیره شده است تعیین شود. عوامل مؤثر بر افزایش آگاهی راجع به قیمت سهام شامل افزایش نقدشوندگی سهام و افزایش میزان داد و ستد می‌باشند. با توجه به این که خاصیت نقدشوندگی سهام می‌تواند در تبیین کلی راهبردهای خرید و فروش در بازار سرمایه بسیار مؤثر باشد به نظر می‌رسد که لازم است در این زمینه مطالعه دقیقی در بورس اوراق بهادار تهران انجام شود. از طرفی با مراجعه به پژوهش‌های حوزه حسابداری و مالی می‌توان اهمیت این رویکرد را در مطالعه بازار سرمایه کشور از جمله موارد ضرورت انجام پژوهش برشمرد. هدف این پژوهش مطالعه تأثیر نقدشوندگی سهام بر پاداش هیأت‌مدیره با تأکید بر نقش کیفیت حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

طبق مدل‌های نظریه نمایندگی، نقدشوندگی سهام از دو شیوه بر ویژگی‌های پاداش پرداختی به مدیران تاثیرگذار خواهد بود. اولی مربوط به چگونگی اثرات نقدشوندگی سهام بر ترکیب جریان‌های پاداش سالیانه یا در اصطلاح مزایای نقدی در برابر سهام و دومی مربوط به چگونگی تأثیر نقدشوندگی سهام بر اتکای به قیمت‌های سهام در حساسیت پرداختی به مدیران بابت عملکرد می‌باشد. یکی از عوامل مؤثر بر مخاطره دارایی‌ها قابلیت نقدشوندگی آن‌ها است. هر چقدر قابلیت نقدشوندگی یک سهم کم‌تر باشد آن سهم برای سرمایه‌گذاران جذابیت کم‌تری خواهد داشت مگر این که بازده بیشتری عاید آن گردد. گاروی<sup>۱۰</sup> (۱۹۹۷) مدل‌هایی را در رابطه با نقدشوندگی سهام در پاداش پرداختی به مدیران ارائه کرد و یافته‌های پژوهش حاکی از کاهش هزینه فروش سهام با افزایش نقدشوندگی سهام می‌باشد. مدیران، عمدتاً نقدشوندگی بیشتر را به دلیل مخاطره متناقض ترجیح می‌دهند زیرا نقدشوندگی بیشتر سهام، اولویت مدیر را در پاداش مبتنی بر سهام نسبت به پاداش مبتنی بر وجه نقد افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر هر چه سهام شرکت قابلیت نقدشوندگی بالاتری داشته باشد، مدیران برای جبران خدمات خود، پاداش سهام (مالکیت سهام) را در مقایسه با پاداش نقدی ترجیح می‌دهند، چرا که هزینه نقد شدن وجه سهام به مراتب برای آن‌ها کمتر از انتظار برای پاداش نقدی است. در نظریه‌های کلاسیک، تعادل سنجیده و مؤثر در قراردادهای مطلوب بر پایه

6- Stiglitz

7- Kyle

8- Holmstrom &amp; Tirole

9- Easley &amp; O' Hara

10- Garvey

ستانده مدیریت است که به‌طور مستقیم به نسبت خبر به شایعه<sup>۱۱</sup> وابسته است (هولمستروم<sup>۱۲</sup>، ۱۹۷۹؛ بانکر و دیتار<sup>۱۳</sup>، ۱۹۸۹). تصور عمومی بر این است که افزایش شایعه، منجر به کاهش اثربخش بودن ستانده به‌عنوان یک مقیاس ارزیابی عملکرد می‌شود. یافته‌های مطالعات قبلی بر این است که نقدشوندگی سهام منتج به اطلاعات بیشتر درباره فعالیت مدیریت، حفظ قیمت سهام و به تبع آن، افزایش در قراردادهای آتی با مدیر می‌شود (جایارامان و میلبورن، ۲۰۱۲). از این‌رو انتظار می‌رود که ثروت مدیران (در قالب پاداش جبران خدمات و درصد مالکیت سهام) به میزان نقدشوندگی سهام حساس باشد. به عبارت بهتر قیمت سهام بیان‌گر اطلاعات شرکت است و اگر عملکرد مدیریت مطلوب باشد این مساله نه فقط در قیمت بالاتر سهام بلکه بر نقد شدن سریع‌تر سهام متبلور می‌شود. اما از سوی دیگر هولمستروم و تایرول (۱۹۹۳) بیان کردند که چگونه نقدشوندگی بیشتر سهام، ناشی از معامله‌گران غیرمطلع<sup>۱۴</sup>، بیان‌گر تصادفی بودن قیمت‌های سهام است که در پی معاملات صورت گرفته توسط معامله‌گران مطلع<sup>۱۵</sup>، از اطلاعات محرمانه مشخص می‌شود. در حالت کلی، در شرایط تعادل (نبود عدم تقارن اطلاعاتی)، وقتی نقدشوندگی سهام بیشتر است می‌توان برتری و فزونی مبادلات صورت‌پذیرفته توسط معامله‌گران مطلع را بر معامله‌گران غیرمطلع به وضوح مشاهده کرد. چوردیا و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۸) شواهدی را مبنی بر مرتبط بودن شرکت‌های با نقدشوندگی سهام بیشتر با قیمت‌های حاوی اطلاعات مفیدتر و آگاهانه‌تر فراهم کرده‌اند. هم‌چنین یافته‌های فانگ و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۹) بیان‌گر این است که افزایش نقدشوندگی سهام، منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. بنابراین انتظار بر این است که نقطه اتکای شرکت‌های با درجه نقدشوندگی سهام بیشتر، بایستی قیمت‌های سهام (بابت پاداش پرداختی) باشد. در مباحث مطرح شده، پیشنهاد این است که شرکت‌های با درجه نقدشوندگی بیشتر، بایستی کمترین اتکا را بر مبنای نقدی - پاداش پرداختی - (گاروی، ۱۹۹۷) و بیشترین تأکید را بر قیمت‌های سهام مرتبط با سودها و جریان‌های نقدی - فراهم کردن انگیزه عملکردی - (هولمستروم و تایرول، ۱۹۹۳) داشته باشند. از این‌رو با این نگرش باید رابطه‌ای منفی بین نقدشوندگی و پاداش مدیران باشد چرا که نقدشوندگی ناشی از عملکرد بهتر مدیریت نیست. هدف ما طرح دو مبحث است: الف) درجه نقدشوندگی بیشتر با محتوای اطلاعاتی کمتر، مرتبط می‌باشد که نتیجه آن پرداخت کمتر بابت پاداش در رابطه با عملکرد می‌باشد؛ ب) سعی در تمایز قائل شدن بین نقش‌های ارزیابی و قراردادی.

نقش حساب‌برسان در بازار سهام مورد توجه بسیاری از پژوهش‌گران قرار گرفته است. حساب‌برسان دو نقش با اهمیت اطلاعاتی و اطمینان‌بخشی در بازار سهام دارند، آن‌ها با گزارش خود به قابلیت اتکای

11- Signal-to-noise

12- Holmstrom

13- Banker and Datar

14- Uninformed traders

15- Informed traders

16- Chordia et al

17- Fang et al

اطلاعات می‌افزایند و هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهند. از سوی دیگر کیفیت حسابداری بر عدم تقارن اطلاعاتی بین معامله‌گران و در نتیجه بر نقدشوندگی سهام اثر می‌گذارد. نقد شوندگی مفهومی چند بعدی است و برای سنجش آن از متغیرهای مختلفی استفاده می‌شود. به‌علاوه اندازه‌گیری کیفیت واقعی حسابداری به سادگی میسر نیست، زیرا موضوعی غیر قابل مشاهده و قضاوتی است و فقط می‌توان آن را پس از اجرای حسابداری ارزیابی کرد. پژوهش‌های حسابداری بیان کرده‌اند که ساختار موسسه حسابداری نیز بر کیفیت حسابداری مؤثر است. طبق این پژوهش‌ها کیفیت حسابداری در موسسه‌هایی که ساختار قوی‌تری در استفاده از روش‌های حسابداری دارند با سایر موسسه‌ها تفاوت دارد. ادغام موسسه‌های حسابداری و یکسان شدن روش‌های مورد استفاده در موسسه‌های مختلف این فرضیه‌ها را کم‌اهمیت ساخته است. سایر پژوهش‌گران نیز این نظریه را مطرح کرده‌اند که به‌طور کلی ارتباط مستقیمی بین کیفیت حسابداری و حق‌الزحمه حسابداری وجود دارد و اگر موسسه‌های بزرگ‌تر حق‌الزحمه‌های بیشتری به صاحب‌کار تحمیل می‌کنند بدین معنی است که کیفیت خدمات حسابداری آن‌ها مطلوب‌تر است. مطالعات این فرضیه را نیز مطرح کرده‌اند که موسسه‌های بزرگ‌تر به‌دلیل تجربه بیشتر و ساختار مناسب‌تر می‌توانند بخشی از صرفه اقتصادی خود را به مشتری تحمیل کنند و حق‌الزحمه کم‌تری از صاحب‌کار دریافت کنند.

در راستای مبانی نظری ارائه شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین گردیده است:

بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی پرداختی به هیأت‌مدیره ارتباط وجود دارد.

بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی پرداختی به هیأت‌مدیره با تأکید بر کیفیت حسابداری ارتباط وجود دارد.

پژوهش‌های مرتبط متفاوتی در این زمینه صورت پذیرفته است که اهم پژوهش‌های انجام شده به‌وسیله پژوهش‌گران خارجی و ایرانی به شرح ذیل است:

جایارامان و میلیبورن (۲۰۱۲) در پژوهشی به مطالعه نقش نقدشوندگی سهام در پاداش پرداختی به مدیران اجرایی شرکت‌ها پرداختند و یافته‌های آن‌ها بیان‌گر این است که هر چقدر نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد، نسبت پاداش پرداختی به مدیران بر مبنای سهام نسبت به کل پاداش پرداختی افزایش می‌یابد در حالی که میزان پاداش پرداختی بر مبنای وجه نقد کاهش می‌یابد. جاکوبی و ژنگ<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه پراکندگی مالکیت (درصد سهام بلوکی در دست سهامداران) و نقدشوندگی سهام پرداختند. نتایج پژوهش بیان‌گر آن است که پراکندگی بیشتر مالکیت منجر به بهبود نقدشوندگی سهام می‌شود. کوئو<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۹) به مطالعه رابطه بین ساختار مالکیتی و نقدشوندگی بازار در کشورهای برزیل و شیلی پرداخته است. یافته‌های پژوهش بیان‌گر این است که دارندگان بلوک‌های بزرگ سهام موجب کاهش قابلیت دسترسی به سهام شناور در بازار و در نتیجه کاهش نقدشوندگی بازار می‌شوند. آگاروال<sup>۲۰</sup> (۲۰۰۸) به بررسی رابطه بین نقدشوندگی و مالکیت

18- Jacoby and Zheng

19- Cueto

20- Agarwal

نهادی از دو منظر کژگزینی و کارایی اطلاعاتی پرداخت. او به رابطه‌ای غیرخطی بین مالکیت نهادی و نقدشوندگی دست یافت. در سطوح مالکیت پایین‌تر، فرضیه کژگزینی حاکم است در حالی که با افزایش سطح مالکیت نهادها نقدشوندگی افزایش می‌یابد. به این معنی که هر دو کارکرد ایجاد کژگزینی و کارایی اطلاعاتی نهادها وجود دارد و در تعامل با یکدیگر هستند. فریرا و همکاران<sup>۲۱</sup> (۲۰۰۸) در پژوهشی با عنوان تجارت رسمی، اطلاعات و پاداش مدیران مزایای محرمانه را به‌عنوان ارتباط منفی با محتوای اطلاعاتی قیمت سهام مدل‌سازی کردند و نتیجه‌گیری کردند که محتوای اطلاعاتی بیشتر قیمت سهام منتهی به کاهش انگیزه برای پرداختی بابت عملکرد می‌شود. بنابراین پیشنهاد مدل‌ها این است که شرکت‌های با نقدشوندگی سهام بیشتر بایستی اتکای کمتری به قیمت‌های سهام در پرداختی بابت عملکرد داشته باشند که از نظر تئوری با این فرضیه سازگار است که هر چه سهام نقدشوندتر باشد میزان معامله‌گران غیرمطلع در مقایسه با مطلع بیشتر است. کالکانگو و هیدر<sup>۲۲</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان پاداش بر مبنای بازار، آگاهی از قیمت و تجارت کوتاه‌مدت به این نتیجه رسیدند، زمانی که نقدشوندگی بیشتر سهام منجر به کاهش محتوای اطلاعاتی قیمت سهام شود معاملات معامله‌گران مطلع و غیرمطلع (نسبتاً مطلع) می‌توانند منتج به تعادل شوند (کاهش عدم تقارن اطلاعاتی). هم‌چنین در این موقیعت‌ها به دلیل افزایش در میزان مبادلات ناآگاهانه به آگاهانه، محتوای اطلاعاتی قیمت‌های سهام در پرداختی بابت عملکرد کاهش می‌یابد. استمرجوهان<sup>۲۳</sup> (۱۹۹۶) در پژوهشی تحت عنوان اثرات پاداش مدیرعامل بر عملکرد موسسه به بررسی ۳ عامل مؤثر اندازه پاداش، جمع پاداش سال و شکل پاداش می‌پردازد. یافته‌های پژوهش بیان‌گر موارد زیر است:

الف) هزینه مستقیم پاداش مدیرعامل، اساسی‌ترین عامل است؛ ب) پاداش نقدی قابل توجه در یک سال ارتباط منفی معنی‌دار با بازده غیرعادی سهام در سال بعد دارد؛ پ) چنانچه بخش عمده‌ای از پاداش مبتنی بر عملکرد آتی شرکت باشد، ارتباط مثبت با بازده غیرعادی سهام در بلندمدت دارد؛ ت) مالکیت بیشتر سهام توسط مدیرعامل ارتباط منفی معنی‌داری با بازده غیرعادی سهام دارد؛ ث) اجزای مختلف پاداش و سهام شخصی مدیرعامل ممکن است اثرات متفاوت انگیزشی داشته باشد. در ایران نیز برخی پژوهش‌های مرتبط با حوزه این پژوهش به شرح زیر صورت گرفته است:

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به تعیین توان سود عملیاتی و تغییرات آن در تبیین و پیش‌بینی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازده زمانی ۱۳۷۵-۱۳۸۹ پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که سود عملیاتی سال جاری همراه با متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، پیش‌بینی کننده مثبتی از بازده سال آینده است و تغییر در سود عملیاتی، توان مناسبی را در توضیح بازده حول زمان اعلام تغییرات در سود دارد. ایزدی‌نیا و کربلایی کریم (۱۳۹۱) به شناسایی تأثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بازه

21- Ferreira et al

22- Calcagno and Heider

23- Stammer johan

زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شاخص‌های جدید ارزیابی عملکرد ارتباط معنی‌داری با بازده سهام ندارند. هم‌چنین یافته‌ها بیان‌گر اعتبار سود هر سهم به‌عنوان یک معیار سنتی ارزیابی عملکرد هنوز به قوت خود باقی است. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) تأثیر کیفیت افشا را بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند و در این راستا اندازه شرکت را نیز کنترل کردند و به این نتیجه رسیدند که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد ولی رابطه بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی بی‌معنی است. سجادی و زارع زاده مهریزی (۱۳۹۰) رابطه بین طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۳ مورد مطالعه قرار دادند که در این راستا تأثیر دو متغیر پاداش پرداختی به مدیران و درصد مالکیت سهام آنان را بر عملکرد شرکت‌ها بررسی کردند. یافته‌های پژوهش حاکی از رابطه معنی‌دار بین پاداش پرداختی به مدیران با معیارهای اقتصادی (ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده) ارزیابی عملکرد است. هم‌چنین یافته‌ها بیان‌گر رابطه معنی‌داری بین درصد مالکیت سهام مدیران با ارزش افزوده بازار و عدم وجود رابطه معنی‌داری با سایر معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد مورد مطالعه است. سیرانی و همکاران (۱۳۹۰) به مطالعه تأثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۳ پرداختند. در این پژوهش با توجه به اهمیت ریسک و بازده، تأثیر ریسک نقدشوندگی و عوامل مؤثر بر ریسک را بر بازده‌های مقطعی با توجه به مدل FARM بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که ریسک بازار، اندازه شرکت و سهام‌شمار رابطه معنی‌داری با بازده دارند اما رابطه ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ریسک نقدشوندگی با بازده معنی‌دار نیست و هم‌چنین رابطه ریسک سیستماتیک و ریسک نقدشوندگی معنی‌دار است. قایمی و رحیم‌پور (۱۳۸۹) به مطالعه اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۴ پرداختند. در این پژوهش از نسبت مؤثر شکاف بین قیمت عرضه و قیمت تقاضا به‌عنوان معیار نقدشوندگی بازار استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که در طول دوره مورد مطالعه، پس از اعلان سودهای فصلی نقدشوندگی سهام افزایش قابل ملاحظه‌ای نداشته است. مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ با استفاده از مدل تعدیل شده جونز پرداختند. یافته‌های پژوهش بیان‌گر این است که مدیریت اقلام تعهدی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها تأثیر منفی و معنی‌دار دارد به‌طوری‌که مدیریت سود بیشتر موجب بروز عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های معاملاتی بالاتر می‌شود. در این حالت تمایل معامله‌گران بدون اطلاع به مبادله سهام شرکت به شدت کاهش یافته و نقدشوندگی سهام شرکت پایین می‌آید. ایزدی‌نیا و رساییان (۱۳۸۹) به مطالعه پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۱ پرداختند و در این مطالعه از تفاوت

قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان مهم‌ترین معیار نقدشوندگی سهام استفاده کردند. نتایج حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد. رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۴ مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و تمرکز مالکیت نهادی موجب کاهش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها می‌شود. لاری سمنانی و جعفری‌زاد (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار و پاداش پرداختی به مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۲ پرداختند و نتیجه حاصله بیان‌گر وجود ارتباط معنی‌دار و مثبت بسیار ضعیف بین ارزش افزوده بازار و پاداش پرداختی به مدیران می‌باشد.

### □ ۳. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و از نظر هدف کاربردی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی - استقرایی صورت می‌پذیرد، بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی، و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد. به دلیل نوع داده‌های مورد مطالعه، مقایسه هم‌زمان داده‌های مقطعی و طولی از روش الگوهای داده‌های ترکیبی (پانل دیتا) برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. ابتدا برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاواستفاده شده است. فرضیه‌های آماری این آزمون به شرح زیر است:

$H_0 = \text{Pooled Data}$

$H_1 = \text{Panel Data}$

در این آزمون فرض صفر مبنی بر همگن بودن داده‌هاست و در صورت تأیید، می‌بایست کلیه داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به‌وسیله یک رگرسیون کلاسیک تخمین پارامترها را انجام داد، در غیراین صورت داده‌ها را به صورت داده‌های پانلی در نظر گرفت. در صورتی که نتایج این آزمون مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی شود، می‌بایست برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود. برای انتخاب یکی از دو مدل باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی است.

با توجه به هدف پژوهش و با در نظر گرفتن امکان گردآوری اطلاعات همگن از همه اعضای جامعه و فقدان هرگونه منبع اطلاعاتی اطمینان‌پذیر در زمینه دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌های خارج از بورس اوراق بهادار، جامعه آماری این پژوهش در برگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در



بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است. همچنین در این پژوهش نمونه‌ای به حجم ۸۱ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

الف) با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۹۶-۱۳۸۵)، شرکت قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد و نام آن تا پایان سال ۱۳۹۶ از فهرست شرکت‌های یاد شده حذف نشده باشد؛ ب) به‌منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفند ماه هر سال منتهی شود؛ پ) به‌دلیل شفاف نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛ ت) شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند از نمونه حذف شده‌اند؛ ث) شرکت‌ها نباید توقف فعالیت و زیان عملیاتی داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند.

#### ۴. متغیرها و مدل پژوهش

در این پژوهش متغیر مستقل نقدشوندگی سهام است که بیان‌گر توانایی مبادله سریع حجم بالایی از سهام با هزینه اندک و بدون تأثیرپذیری با اهمیت قیمت آن است (لی‌یو، ۲۰۰۶؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). برای محاسبه نقدشوندگی، معیارهای متعددی در پژوهش‌های کوئتو (۲۰۰۹)، اگارول (۲۰۰۸)، روبین (۲۰۰۷)، ایزدی‌نیا و رساییان (۱۳۸۹)، رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) مطرح شده‌اند که از آن جمله می‌توان به ارزش سهام معامله شده، تعداد سهام معامله شده، حجم سهام معامله شده، نسبت گردش سهام و تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. یکی از مهم‌ترین معیارهای سنجش نقدشوندگی یک سهم، نرخ گردش سهام است که از طریق لگاریتم نسبت جمع سهام مبادله شده سالانه تقسیم بر کل سهام منتشره، محاسبه می‌گردد (لو و وانگ، ۲۰۰۰؛ جایارایان و میلیبورن، ۲۰۱۲). مزایای استفاده از نرخ گردش سهام به‌عنوان معیار نقدشوندگی عبارت‌اند از: الف) این معیار، پشتوانه نظری قوی و محکمی دارد؛ ب) یافتن داده‌های مربوط به نرخ گردش حجم معامله نسبتاً آسان است و امکان محاسبه تغییر ماه به ماه در نقدشوندگی دارایی‌ها را فراهم می‌کند (لی‌یو، ۲۰۰۶؛ اسلامی بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷؛ ستایش و همکاران، ۱۳۹۰). از این‌رو سازگار با برخی پژوهش‌ها، در این پژوهش نیز از این معیار استفاده شده است.

متغیر وابسته پژوهش پاداش نقدی هیات مدیره است که سازگار با پژوهش جایارامان و میلیبورن (۲۰۱۲) از مبلغ پرداختی و افشا شده در صورت‌های مالی برای این متغیر استفاده شده است. در این پژوهش کیفیت حسابرسی به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر در نظر گرفته شده است که برای این منظور از اندازه مؤسسات حسابرسی بهره گرفته‌ایم به این صورت که اگر رسیدگی واحد انتفاعی توسط سازمان حسابرسی انجام شود عدد ۱ و در غیر این صورت از عدد صفر استفاده می‌کنیم. برای کنترل تأثیر برخی متغیرهایی که ممکن است بر نتایج پژوهش تأثیر گذارد، متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده‌اند:

اندازه شرکت: سازگار با پژوهش جایارامان و میلیبورن (۲۰۱۲) و گونگ (۲۰۱۱) از طریق لگاریتم میزان فروش سالیانه اندازه گیری می‌شود.

جریان نقدی عملیاتی: یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد که می‌تواند مورد استفاده واقع شود خالص وجه نقد دریافتی است. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است و استفاده از جریان‌های نقدی عملیاتی در تحلیل‌های جدید مالی نیز رو به افزایش است. وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی عاری از خطاهای زمان‌بندی و تطابق مربوط به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی می‌باشد. در این پژوهش سازگار با پژوهش جایارامان و میلیبورن (۲۰۱۲) از نسبت جریان نقدی عملیاتی به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

نوسان جریان‌های نقدی عملیاتی: برای کمی کردن ریسک جریان‌های نقدی عملیاتی، طبق پژوهش نکراسوف (۲۰۰۸) و کرباسی یزدی و همکاران (۱۳۸۹) انحراف استاندارد جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی طی ۵ دوره قبل از سال مورد نظر را محاسبه می‌کنیم. نرخ بازده سهام عادی: یکی از متغیرهای مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های ارائه شده، نرخ بازده سهام است. این متغیر معادل میزان ارزش یک دارایی در طول یک مقطع زمانی است (فاما، ۱۹۷۶؛ نمازی و رستمی، ۱۳۸۵) و از رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

(۱) 
$$\text{قیمت ابتدار دوره} / (\text{قیمت ابتداری دوره} - \text{قیمت انتهای دوره}) = \text{نرخ بازده سهام نوسان نرخ بازده سهام عادی: برای کمی کردن ریسک بازده، طبق پژوهش نکراسوف (۲۰۰۸) و کرباسی یزدی و همکاران (۱۳۸۹) انحراف استاندارد بازده‌های ۵ دوره قبل از سال مورد نظر را محاسبه می‌کنیم. یعنی برای محاسبه ریسک بازده در سال } t \text{ بازده‌های ۵ دوره قبل } t-6 \text{ تا } t-1 \text{ را در نظر گرفته و انحراف استاندارد بازده را در این دوره محاسبه می‌کنیم.}$$

نسبت ارزش دفتری به آرش بازار: در این مطالعه سازگار با پژوهش‌های پیشین از رابطه نسبت ارزش دفتری به بازار شرکت در انتهای دوره محاسبه می‌شود (لی‌وایلن و بادرنت، ۱۹۹۷؛ جایارامان و میلیبورن، ۲۰۱۲، مهدوی و می‌دری، ۱۳۸۴؛ کاشانی‌پور و رساییان، ۱۳۸۸؛ نمازی و زراعت‌گری، ۱۳۸۸).

نرخ بازده دارایی: این نرخ میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه‌گذاری شده در شرکت را محاسبه می‌کند؛ به این ترتیب که سود پس از کسر مالیات را بر کل دارایی‌ها تقسیم می‌کند. اگر یک شرکت بر سرمایه‌گذاری‌های خود بیفزاید ولی نتواند به تناسب، مقدار سود پس از کسر مالیات را افزایش دهد نرخ بازده سرمایه‌گذاری کاهش می‌یابد. بنابراین افزایش حجم سرمایه‌گذاری شرکت به خودی خود باعث بهبود ثروت سهامداران نمی‌شود و از قرمول زیر محاسبه می‌شود (جهانخانی و پارساییان، ۱۳۸۵):

(۲) 
$$\text{کل دارایی‌ها} / \text{سود پس از کسر مالیات} = \text{نرخ بازده دارایی نوسان نرخ بازده دارایی: برای کمی کردن نوسان نرخ بازده دارایی، انحراف استاندارد نرخ بازده دارایی ۵ دوره قبل از سال مورد نظر را محاسبه می‌کنیم. یعنی برای محاسبه ریسک نرخ بازده دارایی در سال } t \text{ سودهای ۵ دوره قبل } t-6 \text{ تا } t-1 \text{ را در نظر گرفته و انحراف استاندارد این نرخ را در این}$$

دوره محاسبه می‌کنیم.

با توجه به متغیرهای پژوهش، مدل این پژوهش به صورت زیر است:

$$\text{CEO Compensation it} = b_0 + b_1 \text{ Liquidity it} + b_2 \text{ Audit Quality it} + b_3 \text{ Liquidity it} \times \text{Audit Quality it} + b_4 \text{ Tobin's Q it} + b_5 \text{ ROA it} + b_6 \text{ CFO Ratio it} + b_7 \text{ Stock return it} + b_8 \text{ ROA volatility it} + b_9 \text{ CFO volatility it} + b_{10} \text{ Stock return volatility it} + b_{11} \text{ Log Sales it} + \varepsilon \text{ it}$$

Liq: نقدشوندگی سهام، Tobin's Q: معیار کی‌یو توبین، Audit Quality: کیفیت حسابرسی، ROA: نرخ بازده دارایی، CFO: جریان نقدی عملیاتی، Stock return: بازده سهام، ROA volatility: نوسان نرخ بازده دارایی، CFO volatility: نوسان جریان نقدی عملیاتی، Stock return volatility: نوسان بازده سهام، Log sales: لگاریتم فروش، CEO Compensation: پاداش نقدی هیأت مدیره.

#### ۵. توصیف داده‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

#### نگاره ۱. توصیف داده‌های پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی
نقدشوندگی	-۱/۲۷۷۶۵۳	-۱/۱۲۸	۰/۷۴۲۴۰۹	-۱/۴۹۸۹۷۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۴۶۰۸۸۰	۰/۳۰۳	۰/۴۱۹۴۲	۲/۴۶۴۹۵۹
نرخ بازده دارایی	۱/۴۳۹۹۸۹	۰/۹۹۸	۱/۳۳۶۹۳۵	۲/۱۳۵۷۰۱
نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۱۶۷۸۱۹	۰/۱۴	۰/۱۴۹۰۹۹	۲/۰۳۱۶۰۲
بازده سهام	۱/۷۳۰۸۹۳	۱/۵۷	۳/۹۰۹۰۱۲	۰/۰۱۲۷۰۱
ریسک نرخ بازده دارایی	۷/۸۲۵۶۶۹	۶/۳۹۵۵	۵/۱۲۳۷۴۷	۱/۲۵۷۰۴۲
ریسک نسبت جریان نقدی عملیاتی	۱/۰۰۶۰۳۲	۰/۴۶۰۵	۱/۴۳۵۶۶۳	۲/۷۰۲۹۳۹
ریسک بازده سهام	۳/۸۱۳۱۳۸	۳/۵۱۵	۱/۹۶۱۸۱۹	۱/۱۰۷۰۹۱
اندازه شرکت	۵/۵۵۶۵۲۳	۵/۵۱	۰/۵۶۹۹۳۰	۰/۴۸۰۰۸۷

۶. یافته‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح زیر است:

نگاره ۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول و دوم

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	آماره هم خطی
مقدار ثابت	۰/۱۵۰۶۱۹	۰/۰۵۷۳۵۳	۲/۶۲۶۱۸۵	۰/۰۰۸۸	-
نقدشوندگی	۰/۰۱۶۵۶۷	۰/۰۰۷۲۴۱	۲/۲۸۷۹۵۸	۰/۰۲۲۴	۱/۴۱۹۵۰۶
کیفیت حسابداری	-۰/۰۵۰۵۶۵	۰/۰۲۲۸۹۲	-۲/۲۰۸۸۹۸	۰/۰۲۷۴	۱/۷۳۳۵۹۰
نقدشوندگی × کیفیت حسابداری	-۰/۰۳۱۱۷	۰/۰۱۷۴۷۸	-۱/۷۸۳۴۱۹	۰/۰۷۴۹	۱/۷۵۵۸۲۶
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۰/۰۰۸۴۸۶	۰/۰۱۱۹۹۳	-۰/۷۰۷۵۹۰	۰/۴۷۹۴	۱/۰۴۶۷۰۹
نرخ بازده دارایی	-۰/۰۰۰۵۷۱	۰/۰۰۴۳۱۷	-۰/۱۳۲۲۲۸	۰/۸۹۴۸	۱/۰۲۳۵۹۸
نسبت جریان نقدی عملیاتی	۰/۰۶۹۳۱۵	۰/۰۳۲۱۶۱	۲/۱۵۵۲۸۱	۰/۰۳۱۴	۱/۱۱۳۴۰۴
بازده سهام	-۰/۰۰۲۵۵۸	۰/۰۰۱۳۵۰	-۱/۸۹۴۲۳۳	۰/۰۵۸۵	۱/۱۴۳۷۶۹
ریسک نرخ بازده دارایی	-۰/۰۰۱۲۸۶	۰/۰۰۰۹۶۵	-۱/۳۳۲۰۰۹	۰/۱۸۳۲	۱/۰۹۲۸۰۹
ریسک نسبت جریان نقدی عملیاتی	-۰/۰۰۰۸۵۵	۰/۰۰۴۱۱۱	-۰/۲۰۷۸۸۵	۰/۸۳۵۴	۱/۶۴۱۷۷۹
ریسک بازده سهام	۰/۰۰۰۳۵	۰/۰۰۲۵۷۸	۰/۱۳۸۹۷۲	۰/۸۸۹۵	۱/۲۰۸۴۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۱۷۱۲۷	۰/۰۱۰۰۲۲	-۱/۷۰۸۹۲۵	۰/۰۸۷۸	۱/۵۵۵۱۴۴
ضریب تعیین: ۰/۱۰۱۵۵۰	آماره آزمون: ۴/۰۹۳۰۱۶ سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۰۷۲۲	آماره دوربین واتسون: ۲/۳۹۳۰۱۱	آماره آزمون اف لیمر: ۳/۰۳۰۹۵۳ سطح معنی‌داری: ۰/۰۰۸۶	آماره آزمون هاسمن: ۱۹/۷۸۶۲۸۵ سطح معنی‌داری: ۰/۰۴۸۴	آماره ناهمسانی: ۱/۲۶۹۲۰۶ سطح معنی‌داری: ۰/۲۳۷۱

سطح معنی‌داری برای تک تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تبیین مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد که حدود ۱۰/۱۵ درصد از تغییرات پاداش نقدی هیأت‌مدیره توسط متغیرهای مستقل و کنترل توضیح داده می‌شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. با توجه به آماره دوربین-واتسون محاسبه شده (۲/۳۹۳) که بین ۲/۵-۱/۵ می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره ۲

مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر نقدشوندگی سهام از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است، فلذا وجود رابطه معنی‌داری بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید است؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. هم‌چنین سطح معنی‌داری آماره  $t$  برای متغیر نقدشوندگی  $\times$  کیفیت حسابرسی از سطح خطای ۵ درصد بیشتر است و وجود ارتباط معنی‌داری بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت مدیره با نقش تعدیل‌گری کیفیت حسابرسی تأیید نمی‌شود و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. از بین متغیرهای کنترلی نسبت نسبت جریان نقدی عملیاتی ارتباط معنی‌داری با پاداش هیأت مدیره دارد و سایر متغیرهای کنترلی فاقد ارتباط معنی‌داری هستند. با توجه به آماره آزمون و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آزمون اف - لیمر می‌توان نتیجه گرفت که استفاده از داده‌های تابلویی مناسب است و هم‌چنین آماره آزمون و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آزمون هاسمن بیان‌گر استفاده از اثرات ثابت برای تخمین مدل رگرسیون مناسب است.

## ۷. بحث و نتیجه‌گیری

طبق مدل‌های نظریه نمایندگی، نقدشوندگی سهام از دو شیوه بر ویژگی‌های پاداش پرداختی به مدیران تأثیرگذار خواهد بود. اولی مربوط به چگونگی اثرات نقدشوندگی سهام بر ترکیب جریان‌های پاداش سالیانه یا در اصطلاح مزایای نقدی بابت عملکرد می‌باشد. در این پژوهش، تجزیه و تحلیل جامعی روی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و پاداش مدیران ارشد با تأکید بر کیفیت حسابرسی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ صورت پذیرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بیان‌گر این است که بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت مدیره با تأکید بر کیفیت حسابرسی ارتباط معنی‌داری وجود دارد که با نتایج پژوهش اندرسون و همکاران (۱۹۹۹)، فریرا و همکاران (۲۰۰۸)، فانگ و همکاران (۲۰۰۹) و جایارامان و میلیبورن (۲۰۱۲) مطابقت دارد ولی نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش بیان‌گر این است که بین نقدشوندگی سهام و پاداش نقدی هیأت مدیره با تأکید بر کیفیت حسابرسی ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. برخی پژوهش‌ها نشان داده‌اند که سود شرکت به اندازه جریان‌های نقدی بر قیمت سهام مؤثر نیست، از این‌رو معیارهای متکی بر سود نیز از معیار نقدشوندگی سهام تأثیر نمی‌پذیرند (سیرانی و همکاران، ۱۳۹۰). از سوی دیگر مالکیت سهام نیز در شرکت‌های ایرانی به انگیزه‌های مختلفی تحقق می‌یابد که اغلب این انگیزه‌ها برای جبران خدمات نیست (ایزدی‌نیا و رساییان، ۱۳۸۹). در راستای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که الف) مطالعه رابطه نقدشوندگی سهام و پاداش مدیران ارشد در بازه زمانی طولانی و در گروه‌های صنایع جداگانه در بورس اوراق بهادار تهران؛ ب) در پژوهش‌های آتی سایر معیارهای نقدشوندگی سهام مانند ارزش سهام معامله شده، تعداد سهام معامله شده، حجم سهام معامله شده، معیار آمیهد و تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با استفاده از سایر آزمون‌های آماری لحاظ شود؛ پ) در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گرفتند؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی این موضوع در

شرکت‌های فرابورس نیز مورد مطالعه قرار گیرد.

## منابع

۱. اسلامی بيدگلي، غلامرضا و عليرضا سارنج (۱۳۸۷). انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معيار ميانگين بازدهی، انحراف معيار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۶-۳.
۲. ایزدی‌نیا، ناصر؛ طيبي، سيد کمال و علي اکبر کاشف (۱۳۹۱). تعيين توان سود عملیاتی و تغييرات آن در تبیین و پیش‌بینی بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره ۹، صص ۳۲-۷.
۳. ایزدی‌نیا، ناصر و امیرحسین کريلایي کریم (۱۳۹۱). شناسایی تأثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ۴، شماره ۱، صص ۳۰-۱۷.
۴. ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسايان (۱۳۸۹). پراکنده‌گی مالکیت و نقدشوندگی سهام، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۰، صص ۲۲-۳.
۵. رحمانی، علی؛ حسینی، سيد علی و نرگس رضاپور (۱۳۸۹). رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صص ۵۴-۳۹.
۶. رهنمای رودپشتی، فریدون و اله‌کرم صالحی (۱۳۸۹). مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری مشتمل بر نظریات، فرضیات، مدل‌ها، تکنیک‌ها و ابزارها، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
۷. ریموند پی. نوو (۱۳۸۵). مدیریت مالی (جلد دوم)، ترجمه و اقتباس: علی جهانخانی و علی پارسايان. چاپ دهم، انتشارات سمت.
۸. ستایش، محمدحسین؛ کاظم‌نژاد، مصطفی و مهدی ذوالفقاری (۱۳۹۰). بررسی تأثیر کیفیت افشا را بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره سوم، صص ۷۴-۵۵.
۹. سجادی، سيد حسین؛ محمدصادق زارع زاده مهرجویی (۱۳۹۰). بررسی رابطه بين طرح‌های پاداش مدیران و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره چهارم، صص ۵۴-۴۱.
۱۰. سیرانی، محمد، حجازی، رضوان و ملیحه کشاورز (۱۳۹۰). مطالعه تأثیر ريسک نقدشوندگی و سایر عوامل مؤثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول، صص ۱۲۴-۱۱۳.
۱۱. قایمی، محمد حسین و محمد رحيم‌پور (۱۳۸۹). اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۵۸-۱۴۵.
۱۲. کاشانی‌پور، محمد و امیر رسايان (۱۳۸۸). رابطه Q توبیین و معیارهای ارزیابی عملکرد

- شرکت‌ها در ایران، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳، صص ۱۴۶-۱۳۱.
۱۳. کرباسی یزدی، حسین؛ نعیمی، عبدالله و مهتاب سادات میرآقایی جعفری (۱۳۸۹). ارتباط بین هزینه سرمایه با ریسک اجزای سود (نقدی و تعهدی) در در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دوفصلنامه اقتصاد و کسب و کار، سال اول، شماره ۱، ۹۷-۸۹.
۱۴. لاری سممانی، بهروز و سپیده جعفری‌زاد (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ارزش افزوده بازار و پاداش پرداختی به مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، دوره ۱، شماره ۴، صص ۱۹۶-۱۶۵.
۱۵. مرادزاده فرد، مهدی، رضاپور، نرگس و حجت‌اله فرزانی (۱۳۸۹). بررسی نقش مدیریت اقلام تعهدی در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص ۱۱۶-۱۰۱.
۱۶. مهدوی، ابوالقاسم و احمد می‌دری (۱۳۸۴). ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بازار اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های اقتصادی، شماره ۷۱، صص ۱۳۲-۱۰۳.
۱۷. نمازی، محمد و نورالدین رستمی (۱۳۸۵). بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۴، صص ۱۲۷-۱۰۵.
۱۸. نمازی، محمد و رامین زراعت‌گری (۱۳۸۸). بررسی کاربرد نسبت Q توپین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره اول، شماره اول، ۲۶۲-۲۳۱.
۱۹. یحیی‌زاده‌فر، محمود و جواد خرم‌مدین (۱۳۸۷). نقش عوامل نقدشوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۱۸-۱۰۱.

20. Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity (2008); Working paper. <http://ssrn.com>
21. Anderson. M. C, Banker. R. and S. Ravindran. (1999). "Interrelations Between Components of Executives Compensation and Market and Accounting Based Performance Measures", Working Paper AIM-982-, The University of Texas dallas.
22. Banker, R. D., and S. M. Datar. (1989). Sensitivity, precision, and linear aggregation of signals for performance evaluation. *Journal of Accounting Research* 27 (1): 21-39.
23. Bushman, R. M., and A. J. Smith. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics* 32 (1333-237): (3-).
24. Bushman, R. M., E. Engel, J. C. Milliron, and A. J. Smith. (1998). An Empirical Investigation of Trends in the Absolute and Relative Use of Earnings in Determining Cash Compensation of CEOs. Working paper, University of North Carolina.
25. Calcagno, R., and F. Heider. (2007). Market-Based Compensation, Price Informativeness and Short-Term Trading. ECB Working Paper No. 735. Available at:

- <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp735.Pdf>.
26. Chordia, T., R. Roll, and A. Subrahmanyam, (2008). Liquidity and market efficiency. *Journal of Financial Economics* 87 (2): 249268-.
  27. Cueto Diego C. Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile (2009); Working paper. <http://ssrn.com>
  28. Easley, D., and M. O'Hara. (2004). Information and the cost of capital. *Journal of Finance* 59 (4): 1553– 1583.
  29. Fama, Eugene F. (1976). *Foundation of Finance*. Manchester Basic Books Inc.
  30. Fang, V., T. Noe, and S. Tice. (2009). Stock market liquidity and firm value. *Journal of Financial Economics* 94 (1): 150169-.
  31. Ferreira, M., P. Laux, and G. Markarian. (2008). Institutional Trading, Information and Executive Compensation. Working paper, Universidade Nova De Lisboa.
  32. Garvey, G. T. (1997). Marketable incentive contracts and capital structure relevance. *Journal of Finance* 52 (1): 353378-.
  33. Gong, J. J. (2011). Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation. *Journal of Management Accounting Research* 23(2): 128-.
  34. Grossman, S., and J. Stiglitz. (1980). On the impossibility of informationally efficient markets. *American Economic Review* 70 (3): 393–408.
  35. Holmstrom, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics* 10 (1): 74–91.
  36. Holmstrom, B., and J. Tirole. (1993). Market liquidity and performance measurement. *Journal of Political Economy* 101 (4): 678709-.
  37. Jacoby, G and Steven X. Zheng (2010). "Ownership Dispersion and Market Liquidity", Article in Press, *International Review of Financial Analysis*.
  38. Jayaraman, S., and T. T. Milbourn. (2012). The Role of Stock Liquidity in Executive Compensation. *The Accounting Review*. Vol. 87, No.2, PP. 537563-.
  39. Kyle, A. (1985). Continuous auctions and insider trading. *Econometrica* 53 (6): 1315–1336.
  40. Leewillen, W.G. and Badernet, S. G. (1997). On the Measurement of Tobin's Q, *Journal of Financial Economics*, 44 (1): 77122-.
  41. Liu, W. (2006). A Liquidity- augmented Capital Asset Pricing Model. *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 631671-.
  42. Lo, A. W., and J. Wang. (2000). Trading volume: Definitions, data analysis, and implications of portfolio theory. *Review of Financial Studies* 13 (2): 257–300.
  43. Nekrassov, Alexandre and Pervin Shroff. (2008). Cost of equity and risk in earnings components. Working paper, the university of Minnesots.
  44. Rubin A, Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of Financial Markets* (2007); 10(3): 219–248.
  45. Stammer johan, Wiliam W. (1996)," Executive Compensation and Firm Performance: a Shareholder Perspective ", Washington State University.