



مقاله پژوهشی

تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین نقدشوندگی و ارزش شرکت<sup>۱</sup>

حمیدرضا گنجی<sup>۲</sup>، مهران جهان دوست مرغوب<sup>۳</sup>، ثریا ویسی حصار<sup>۴</sup>، هاشم نصیری فر<sup>۵</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۹/۰۶

چکیده

نقدشوندگی سهام یکی از عواملی است که بر ارزش شرکت تأثیر دارد که خود می تواند ناشی از رفتار سهام داران عمده و ترکیبی که ساختار مالکیتی شرکت، دارد، باشد و این خود انگیزه اصلی انجام این مطالعه بوده است. فرضیه های پژوهش بر مبنای نمونه آماری متشکل از ۱۲۵ شرکت طی دوره ۷ ساله از سال ۱۳۹۳ لغایت ۱۳۹۹ و با استفاده از الگوهای رگرسیونی چندگانه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی دار وجود دارد. به عبارت دیگر، در سطوح پایه نقدشوندگی (قبل از نقطه آستانه ۲/۱۹۴)، بین نقدشوندگی و ارزش شرکت ها رابطه منفی و معنی دار وجود دارد. اما، در سطوح بالاتر از سطح پایه نقدشوندگی، بین نقدشوندگی و ارزش شرکت ها رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد. همچنین، سهام های با مالکان نهادی بالاتر، مالکان حقیقی بالاتر و سهام های بزرگترین سهام دار، باید در سطح نسبتاً پایین تری از نقدشوندگی (قبل از نقطه آستانه ۳/۱۷۶ برای مالکان نهادی، ۳/۶۶۲ برای مالکان حقیقی و ۲/۹۸۸ برای بزرگترین سهام دار) معامله شوند تا ارزش شرکت افزایش یابد.

واژگان کلیدی: ساختار مالکیت، سهام دار حقیقی، بزرگترین سهام دار، نقدشوندگی سهام، ارزش شرکت.

طبقه بندی موضوعی: G38، G32، G10

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/JFM.2022.38650.2618

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی، دانشگاه الزهراء تهران، ایران. (نویسنده مسئول)، Email: h.ganji@alzahra.ac.ir

۳. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد مدیریت و علوم اجتماعی، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. Email: mjahandostm@yahoo.com

۴. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی کار، قزوین، ایران. Email: soraiaweysihsar@yahoo.com

۵. کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران. Email: hashem.nasirifar@ut.ac.ir

در سری پژوهش‌های آمیهود و مندلسون<sup>۱</sup> (۱۹۸۸؛ ۱۹۹۱؛ ۲۰۰۰؛ ۲۰۰۸) باور بر این است که شرکت‌ها می‌توانند و می‌بایست به‌طور فعال سیاست‌های شرکتی را که اهداف آنها معطوف به افزایش نقدشوندگی سهام‌های معامله شده عمومی است، دنبال کنند. به این دلیل که افزایش نقدشوندگی منجر به هزینه کمتر سرمایه‌سازان سهام و قیمت بالاتر سهام و از این‌رو، افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود. در مطالعات انجام شده، حاکمیت شرکتی بهتر (ادمانز و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ نورلی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۵)، قیمت‌های حاوی اطلاعات مفیدتر سهام (کوردیا و همکاران<sup>۴</sup>؛ ۲۰۰۸؛ چانگ و هرزدیل<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰)، حساسیت عملکرد مدیریتی بالاتر نسبت به قیمت‌های سهام (جایارامان و میلبورن<sup>۶</sup>، ۲۰۱۲) و ریسک کمتر ورشکستگی شرکت (بروگارد و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷) از منافع مازاد افزایش نقدشوندگی شرکت‌ها گزارش شده‌اند. پژوهش‌ها حاکی است شرکت‌های نوین قدم‌های به‌خصوصی را در جهت بیشتر نقد کردن سهام‌های خود بر می‌دارند، برای نمونه، مهیا کردن راهنماهای مدیریتی رایج بیشتر برای سودهای آتی، هدایت تجزیه سهام و پیشنهادها فصلی حقوق‌سازان سهام (داس و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳). بالاکریشنان و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۴) نشان داده‌اند مدیران شرکت‌ها به‌طور عامدانه به دنبال بالا بردن نقدشوندگی از طریق روش‌های جایگزین افشای داوطلبانه اطلاعات بیشتر نسبت به قانون‌های اجباری هستند. همچنین، شواهدی وجود دارد که میزان قابل‌توجهی از زمان مدیریت به مدیریت روابط سرمایه‌گذاران با هدف بیشتر دیده شدن شرکت و نقدشوندگی آن اختصاص یافته است (برینان و تاماروسکی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۰؛ بوشی و میلر<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۲؛ کارولی و لیانو<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۷).

شواهد فنگ و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۹) نشان داده است شرکت‌ها از طریق استراتژی‌های افزایش نقدشوندگی، شامل کانال‌های اطلاعاتی قیمت‌های سهام و پاداش مدیریتی مبنی بر سهام بر ارزش شرکت تأثیر مثبت می‌گذارند. ارزش‌های به‌دست آمده از ارتقاء نقدشوندگی در کشورهایی که به دلیل کارایی بالاتر قیمت سهام، دارای حمایت قوی‌تر سرمایه‌گذار هستند، بالاتر است، اما اثر تعدیل‌کننده با ادغام بازار سرمایه تضعیف می‌شود. شرایط دیگری که روابط نقدشوندگی - ارزش شرکت را تقویت می‌کنند، برای شرکت‌های

- 
1. Amihud & Mendelson
  2. Edmans, Fang & Zur
  3. Norli, Ostergaard & Schindele
  4. Chordia, Roll & Subrahmanyam
  5. Chung & Hrazdil
  6. Jayaraman & Milbourn
  7. Brogaard, Li & Xia
  8. Dass, Nanda & Xiao
  9. Balakrishnan, Billings, Kelly & Ljungqvist
  10. Brennan & Tamarowski
  11. Bushee & Miller
  12. Karolyi & Liao
  13. Fang, Noe & Tice



موجود در صنعت سرمایه‌گذاری امانی<sup>۱</sup> (چیونگ و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵)، شرکت‌های دارای سهام‌داران عمده (باراث و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳) و شرکت‌های نوین دارای قراردادهای انگیزشی مدیریتی قوی مبنی بر حقوق صاحبان سهام (داس و همکاران، ۲۰۱۳) مستند شده‌اند. طبق مطالعاتی که لی و همکاران<sup>۴</sup> در سال ۲۰۱۲ انجام دادند، از حاکمیت شرکتی به‌عنوان کانالی که در آن نقدشوندگی سبب افزایش ارزش شرکت‌ها شده، پشتیبانی شده است. نایتن و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) نیز به این نتیجه رسیده‌اند که ارزش‌های بالاتر سهام‌های نقد اساساً توسط قیمت‌های سهام تقویت شده هدایت می‌شوند. در این میان تنها یک استثناء وجود دارد و آن باتن و وئو<sup>۶</sup> (۲۰۱۹) هستند که معتقدند رابطه‌ای منفی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت برای بازارهای در حال توسعه وجود دارد.

با ارائه شواهد تجربی گسترده در مورد ارزش به‌دست آمده از نقدشوندگی بالای سهام، ممکن است این سؤال پیش می‌آید که «چرا تمامی شرکت‌ها سیاست‌های افزایش نقدشوندگی را دنبال نمی‌کنند؟». رابطه یکنواخت مثبت میان ارزش شرکت و نقدشوندگی گزارش شده در اغلب مطالعات مطرح شده فوق، عدم حضور کران بالاتر سود را نشان می‌دهد که شرکت‌ها می‌توانند آن را از استراتژی‌های عامدانه خود به‌دست آورند. در عمل، حفظ نقدشوندگی تلاش بی‌هزینه‌ای نیست، همچنین مدیران شرکت‌ها اغلب بایستی توازن میان هزینه‌های بالقوه و پاداش ارزش‌های خوب گزارش شده را بسنجند. برای مثال، آمیهود و مندلسون (۲۰۰۰؛ ۲۰۰۸) بر هزینه‌های مستقیمی تأکید می‌کنند که به‌ترتیب در زمان تهیه اطلاعات زیاد برای سرمایه‌گذاران و گسترش دادن پایه‌های سرمایه‌داری و اثرات غیرمستقیم آنها بر مزایای رقابتی شرکت و هزینه‌های نمایندگی متحمل شدند. از طرفی، فنگ و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) دریافتند که نقدشوندگی بالا، شرکت‌ها را در برابر ریسک بالای تصاحب شدید قرار می‌دهد و مانع دستاوردهای نوآورانه آنها می‌شود، در حالی که چانگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۱۷) نشان می‌دهند شرکت‌های نقدشونده بیشتر در معرض ریسک بالای سقوط قیمت سهام هستند و این به‌دلیل انباشته شدن اخبار بد مدیریتی است. شاهد دیگری نیز وجود دارد که نشان می‌دهد نقدشوندگی بالاتر برای حاکمیت شرکتی مضر است (بک و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۵؛ روزنبوم و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۴). بنابراین، منطقی است انتظار سطح بهینه‌ای از نقدشوندگی را داشته باشیم که در آن هزینه ناخالص برابر با سود ناخالص باشد.

در مطالعات تجربی پیشین و حتی در کار مطالعاتی فنگ و همکاران (۲۰۰۹) از احتمال سطح آستانه‌ای به‌طور کلی چشم پوشیده شده است. گرچه این پژوهشگران پنج کانال مثبت نظری را مطرح

1. Real Estate Investment Trust Industry
2. Cheung, Chung & Fung
3. Bharath, Jayaraman & Nagar
4. Li, Chen & French
5. Nguyen, Duong & Singh
6. Batten & Vo
7. Fang, Tian & Tice
8. Chang, Chen & Zolotoy
9. Back, Li & Ljungqvist
10. Roosenboom, Schlingemann & Vasconcelos

می‌کنند (اعم از پاداش نقدشوندگی، تمایلات، بازخورد مثبت، حساسیت‌های پرداخت نسبت به عملکرد و مداخلات سهام‌داران عمده)، به دو مکانیسم منفی نیز (شامل، خروج فعالان و بازخوردهای منفی) تأکید می‌کنند که از طریق آن نقدشوندگی ممکن است ارزش شرکت را کاهش دهد. در حالی که کانال‌های منفی در بازارهای پیشرفته (توسعه یافته) غالب نیستند، نمی‌توانیم همین نتیجه را برای بورس‌های سهام در حال توسعه انتظار داشته باشیم چرا که در زمینه مؤسساتی (نهادی)، چهارچوب تنظیماتی، سطح کارایی اطلاعات، فعال بودن سهام‌دار و پیچیدگی‌های سرمایه‌گذار تفاوت وجود دارد. برای نمونه، باتن و وئو (۲۰۱۹) رابطه منفی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت را به خروج فعالان و افق دید بلندمدت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی نسبت می‌دهند.

لازم به ذکر است که پژوهش‌های صورت گرفته در زمینه نقدشوندگی سهام، اتفاق نظر یکسانی در مورد تأثیر نقدشوندگی بر ارزش شرکت ندارند و تفاوت‌های محیطی بین بازارها، فرهنگ و ویژگی‌های سازمانی متفاوت، ممکن است منجر به تفاوت‌های معنی‌دار شود. نظریه‌های متفاوت و نتایج مختلف و گاه متناقضی که پژوهش‌های پیشین ارائه داده‌اند، می‌توانند دلیلی بر این ادعا باشند که موضوع نقدشوندگی و جوانب آن از جمله تصمیمات پویا و متغیری است که زمان، مکان و عوامل بالقوه‌ای می‌توانند بر نتایج حاصله تأثیرگذار باشند. لذا ضرورت پرداختن بیشتر به این موضوع با رویکردها، واحدهای مورد بررسی و زمان متفاوت بیش از پیش آشکار می‌گردد. همچنین، علی‌رغم پژوهش‌های انجام شده در خصوص نقدشوندگی و تأثیر آن بر ارزش شرکت و نیز، حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر ارزش شرکت، این دو موضوع اغلب به صورت جداگانه و بدون ارتباط با هم مورد بررسی قرار گرفته است. در صورتی که، پژوهش‌ها نشان داده است تصمیم‌گیری درباره ارزش شرکت نه تنها به نقدشوندگی، بلکه به ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر نقدشوندگی شرکت نیز وابسته است. بنابراین، با توجه به اینکه تاکنون پژوهشی در ایران در این زمینه صورت نگرفته است، در این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین نقدشوندگی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. یافته‌های پژوهش حاضر ضمن پر کردن شکاف موجود در ادبیات پژوهش کشور، ابزار مناسبی را در اختیار تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه قرار خواهد داد.

با توجه به مباحث فوق، این پژوهش در جستجوی پاسخی برای این سؤال است که آیا بین نقدشوندگی و ارزش شرکت رابطه‌ای وجود دارد؟ همچنین، آیا حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین نقدشوندگی و ارزش شرکت تأثیر معنی‌دار دارد؟ 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. کارایی بازار سرمایه با خود توسعه بیشتر بازارهای مالی و زمینه توسعه زیرساخت‌های مالی کشور را به همراه داشته و می‌تواند منجر به افزایش رشد و توسعه اقتصادی و در نهایت افزایش رفاه و توزیع عادلانه ثروت در جامعه گردد. لذا، با توجه به ویژگی‌های بازار سرمایه ایران و اهمیت نقدشوندگی به عنوان یکی از شاخص‌های اصلی کارایی بازار، و 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.



در ادامه، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های مورد آزمون و روش‌های به کار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها ارائه می‌گردد. در پایان نیز پس از ارائه یافته‌های پژوهش، به بحث و نتیجه‌گیری پیرامون موضوع پژوهش پرداخته می‌شود.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت

نقدشوندگی سهام یکی از مهمترین عواملی است که بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. این تأثیر را می‌توان با تئوری‌های مبتنی بر عملکرد عملیاتی یا تئوری‌های مبتنی بر قیمت توضیح داد (پام و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۲۰). نظریه‌های مبتنی بر عملکرد عملیاتی که می‌توانند به نظریه‌های مبتنی بر نمایندگی و نظریه‌های بازخورد تقسیم شوند، استدلال می‌کنند که افزایش نقدشوندگی سهام می‌تواند تأثیر مثبتی بر عملکرد و سودآوری شرکت بگذارد و بنابراین می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیر مثبت بگذارد. نظریه‌های مبتنی بر نمایندگی نشان می‌دهد که رابطه بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت به میزان هزینه‌های نمایندگی در شرکت ارتباط دارد. در واقع، نقدشوندگی سهام می‌تواند مدیران را منضبط کند تا مجبور به افزایش عملکرد شرکت شوند. موگ<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) انگیزه‌های سهام‌داران بزرگ برای نظارت بر شرکت‌های بورسی را بررسی کرد. وی استدلال می‌کند که بازار سهام با نقدشوندگی کمتر می‌تواند سهام‌داران بزرگ را به فعالیت‌های نظارتی کمتری سوق دهد. در مقابل، اگر بازارهای سهام نقدشوندگی بیشتری داشته باشند، سهام‌داران بزرگ فعالیت‌های نظارتی بیشتری انجام می‌دهند، زیرا این سهام‌داران می‌توانند هزینه‌های نظارت را از طریق معاملات آگاهانه تأمین کنند. سپس، موگ (۱۹۹۸) نتیجه گرفت که بازارهای سهام نقد می‌تواند به حاکمیت شرکتی مؤثر منجر شود که می‌تواند عملکرد شرکت را افزایش دهد. همچنین پالمیتر<sup>۳</sup> (۲۰۰۱)، ادمانز<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، و ادمتی و فلیدرر<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) استدلال می‌کنند سهام‌داران بزرگ می‌توانند نظام مدیریتی را برقرار کنند و از این طریق، سازوکارهای حاکمیت شرکتی را ارتقا بخشند. اگر پاداش مدیران به قیمت سهام فعلی مرتبط باشد، خروج سهام‌داران بزرگ که می‌توانند از طریق اطلاعات خصوصی تجارت کنند، ممکن است بر قیمت سهام تأثیر منفی بگذارد. از آنجا که اگر نقدشوندگی سهام بیشتر شود خروج سهام‌داران بزرگ راحت‌تر خواهد بود، مدیران در شرکت‌های دارای نقدشوندگی سهام بالا سعی می‌کنند سهام‌داران بزرگ را با تلاش برای افزایش ارزش شرکت جلب کنند. این رابطه مثبت بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت را نشان می‌دهد (پام و همکاران، ۲۰۲۰).

- 
1. Pham, Le, Dang, Ta, Nguyen & Tu
  2. Maug
  3. Palmiter
  4. Edmans
  5. Admati & Pfleiderer

م تفاوت از نظریه‌های مبتنی بر نمایندگی که بر تعارضات بین مدیران و سرمایه‌گذاران تمرکز دارند، نظریه‌های بازخورد، پیش‌بینی می‌کنند که حتی اگر هزینه نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران وجود نداشته باشد، نقدشوندگی سهام می‌تواند تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت گذارد. در این حالت، آثار بازخورد ممکن است پدید آید. زیرا ذی‌نفعان غیرمالی شرکت‌ها (مانند تأمین‌کنندگان، مشتریان و کارمندان آنها) تصمیماتی می‌گیرند که به اطلاعات نشان داده شده توسط قیمت سهام بستگی دارد (سوبرامانیام و تیتمن<sup>۱</sup>، ۲۰۰۱؛ خانا و سنتی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴؛ هیرشلیفر و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). افزایش نقدشوندگی سهام باعث تحریک ورود سرمایه‌گذاران آگاه می‌شود که این امر باعث می‌شود قیمت سهام برای ذی‌نفعان محتوای اطلاعاتی بیشتری داشته باشد. در مواردی که سرمایه‌گذاران آگاه، از معامله‌گران عمده باشند، ورود آنها به سهم ممکن است قیمت سهام را افزایش دهد. این امر می‌تواند محدودیت‌های مالی شرکت را کاهش و در نتیجه، عملکرد شرکت را افزایش دهد (خانا و سنتی، ۲۰۰۴).

در حالی که نظریه‌های مبتنی بر عملکرد عملیاتی کانال‌هایی ایجاد می‌کنند که در آن نقدشوندگی سهام با افزایش عملکرد شرکت ارزش شرکت را افزایش می‌دهد، نظریه‌های مبتنی بر قیمت، کانال دیگری را پیشنهاد می‌دهد تا توضیح دهد که چگونه نقدشوندگی سهام می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. اساساً، نظریه‌های مبتنی بر قیمت پیش‌بینی می‌کنند که نقدشوندگی سهام می‌تواند با تأثیر بر نرخ تنزیل، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. برنان و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۸) و برنان و سوبرامانیام<sup>۵</sup> (۱۹۹۶) نشان می‌دهند وقتی سرمایه‌گذاران در سهام غیرنقدشونده سرمایه‌گذاری می‌کنند، برای جبران ریسک بالاتر، به نرخ بازده بالاتری نیاز دارند. آچاریا و پدرس<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) و پاستور و استنباق<sup>۷</sup> (۲۰۰۳) همچنین نشان می‌دهند که سهام‌های غیرنقدشونده از صرف ریسک نقدشوندگی بالاتری برخوردار هستند، بدین معنی که نرخ تخفیف (تنزیل) آنها باید از سهام‌های نقد بالاتر باشد. در همین راستا، مدل هولمستروم و تیرو<sup>۸</sup> (۲۰۰۱) پیشنهاد می‌کند که سهام‌های غیرنقد باید با تخفیف معامله شوند، این بدان معنی است که نقدشوندگی سهام با ارزش شرکت ارتباط مثبت دارد (پام و همکاران، ۲۰۲۰).

کار مهم و پیشروی فنگ و همکاران در سال ۲۰۰۹ پنج کانال نظری احتمالی را معرفی می‌کند که از طریق آنها نقدشوندگی می‌تواند ارزش شرکت را بهبود بخشد؛ مانند پاداش نقدشوندگی، تمایل<sup>۹</sup>، بازخورد مثبت، حساسیت‌های پرداخت نسبت به عملکرد و مداخله سهام‌داران. بر اساس تئوری پاداش نقدشوندگی،

1. Subrahmanyam & Titman
2. Khanna & Sonti
3. Hirshleifer, Subrahmanyam & Titman
4. Brennan, Chordia & Subrahmanyam
5. Brennan & Subrahmanyam
6. Acharya & Pedersen
7. Pastor & Stambaugh
8. Holmstrom & Tirole
9. Sentiment



اگر سرمایه‌گذار حاشیه‌ای، نقدشوندگی را ارزیابی کند، سهام‌های نقد باید با قیمت بالاتری معامله شود (هولمستروم و تیروول، ۲۰۰۱). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا به دلیل نرخ بازده مورد نیاز پایین‌تر، از ارزش شرکت بالاتری برخوردارند. بر اساس تئوری تمایلات (احساسات)، سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بالا به اطلاعات مربوط به جریان سفارشات که تأثیر قیمت معاملات را کاهش و نقدینگی را افزایش می‌دهند، واکنش نشان نمی‌دهند. با محدودیت‌های فروش استقرایی، حضور سرمایه‌گذاران غیرمنطقی نشان می‌دهد سهام‌های نقد با ارزش بالایی معامله می‌شود (بیکر و استین<sup>۱</sup>، ۲۰۰۴). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، به دلیل ارزش گذاری بیش از حد، از ارزش شرکت بالاتری برخوردارند. بر اساس تئوری بازخورد مثبت، نقدشوندگی ورود سرمایه‌گذاران آگاه را تحریک می‌کند تا قیمت‌ها محتوای اطلاعاتی بیشتری برای سهام‌داران داشته باشند، لذا عملکرد عملیاتی را بهبود می‌بخشد و محدودیت‌های مالی را کاهش می‌دهد (خانا و سونتی، ۲۰۰۴؛ سوپرامانیام و تیمن، ۲۰۰۱). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، از ارزش شرکت بالاتری برخوردارند. بر اساس تئوری حساسیت پرداخت نسبت به عملکرد، نقدشوندگی سرمایه‌گذاران آگاه را قادر می‌سازد تا بر اساس اطلاعات خود تجارت بیشتری انجام دهند. افزایش جریان اطلاعات، محتوای اطلاعات را در قیمت سهام افزایش می‌دهد. لذا شرکت‌ها را قادر می‌سازد تا قراردادهای پاداش مدیریتی کارتری را طراحی کنند (هولمستروم و تیروول، ۱۹۹۳). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، از ارزش شرکت بالاتری برخوردارند. بر اساس تئوری مداخله سهام‌داران، نقدشوندگی سود حاصل از خرید سهام و مداخله را برای فعالان بازار (سهام‌داران عمده) افزایش می‌دهد (موگ، ۱۹۹۸). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، از ارزش شرکت بالاتری برخوردارند.

با این حال، این پژوهشگران بر محتمل بودن رابطه منفی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت به دلیل خروج فعالان و اثرات منفی بازخورد قیمت سهام نیز تأکید دارند. بر اساس تئوری خروج فعالان، نقدشوندگی هزینه خروج برای سهام‌داران عمده‌ای که فعالان بالقوه هستند را کاهش می‌دهد (کافی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۱؛ هاید<sup>۳</sup>، ۱۹۹۳). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، از ارزش شرکت پایین‌تری برخوردارند. بر اساس تئوری بازخورد منفی، سفته‌بازان<sup>۴</sup> از نقدشوندگی با استراتژی‌های فروش استقرایی که باعث سرمایه‌گذاری ناکارآمد مدیران می‌شود، بهره‌برداری می‌کنند (گلدشتاین و گومبل<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). بنابراین، شرکت‌های با نقدشوندگی بالا، از ارزش شرکت پایین‌تری برخوردارند.

با وجود شواهد تکمیلی از دستاوردهای ارزشی نقدشوندگی بالای سهام در بازارهای کاملاً توسعه‌یافته، چیا و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) معتقدند این یافته‌ها ممکن است به دو دلیل در بازارهای در حال توسعه پاسخگو نباشد. اول، دو کانالی که ارتباط مثبت نقدشوندگی - ارزش شرکت را در مطالعات فنگ و همکاران (۲۰۰۹)

1. Baker & Stein
2. Coffee
3. Bhida
4. Speculators
5. Goldstein & Guembel
6. Chia, Lim & Goh

هدایت می‌کند، قیمت‌های اطلاعاتی سهام و انگیزه‌های مدیریتی مبنی بر سهام، ممکن است در بازارهای در حال توسعه غالب نباشد. شواهد تجربی موجود حاکی از آن است شرکت‌های تجاری بازارهای در حال توسعه عموماً دارای سطوح پایین‌تر کارایی اطلاعاتی نسبت به هم‌تاهای توسعه‌یافته آنان هستند (مورک و همکاران، ۲۰۰۰؛ گریفین و همکاران، ۲۰۱۰؛ لیم و بروکز، ۲۰۱۰). دوم، کانال منفی خروج فعالان در ارتباط نقدشوندگی - ارزش شرکت در بازارهای در حال توسعه قوی‌تر است. کافی (۱۹۹۱) و هاید (۱۹۹۳) نشان داده‌اند نقدشوندگی بالاتر باعث کاهش هزینه‌های خروج و در نتیجه جلوگیری از انگیزه‌های نظارت می‌شود، که این کار سهام‌داران بزرگ را تشویق می‌کند تا در مواقع عدم رضایت از عملکرد شرکت، آن را ترک کنند. با ارائه اثرات جبران‌کننده مثبت و منفی به طوری که توسط مدل‌های تئوریک رقابتی پیش‌بینی شده بود، انتظار می‌رود بین نقدشوندگی و ارزش شرکت رابطه‌ای غیرخطی وجود داشته باشد.

### ساختار مالکیت، نقدشوندگی و ارزش شرکت

پژوهش‌ها نشان داده است که مالکان شرکت از طریق کانال اطلاع‌رسانی قیمت سهام بر رابطه بین نقدشوندگی و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند و این سبب محتمل بودن اثرات بازخورد از قیمت‌های سهام به تصمیمات واقعی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها خواهد شد (چیا و همکاران، ۲۰۲۰). اولاً، پژوهش‌های تجربی و نظری موجود رابطه معنی‌دار را میان بازار سهام و فعالیت بخش واقعی نشان داده‌اند و بیان می‌کنند که مدیران اطلاعات انباشته شده در قیمت‌های سهام را جمع‌آوری و فرا می‌گیرند. اطلاعاتی که ممکن است در زمانی که تصمیمات سرمایه‌گذاری افزایش‌دهنده ارزش شرکت را می‌گیرند، دیگر آن را به‌دست نیاورند (بوند و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، قیمت‌های اطلاعاتی به شرکت‌ها کمک می‌کنند تا به‌طور کارآمد منابع سرمایه خود را تخصیص دهند. دوماً، دیگر مدل‌های نظری پیش‌بینی می‌کنند که نقدشوندگی بالاتر، معاملات آگاهانه‌تری را به همراه دارد، زیرا هزینه‌های معاملاتی کاهش یافته، معامله‌گران را تشویق می‌کند تا اطلاعات خصوصی بیشتری را به‌دست آورند، در نتیجه، سبب می‌شود تا قیمت‌های سهام حاوی اطلاعات سودمندتری باشد (کایلی، ۱۹۸۵؛ ایسلی و اوهارا، ۲۰۰۴). سوماً، این نکته حائز اهمیت است که اثرات سودمند نقدشوندگی فراتر از اطلاع‌رسانی قیمت سهام به ارزش شرکت گسترده می‌شود. برای نمونه، مدل نظری ادمانز (۲۰۰۹) چنین پیش‌بینی می‌کند که نقدشوندگی بالا اعتبار تهدیدات خروج توسط سهام‌دارانی را که تجارت آگاهانه‌شان اطلاع‌رسانی قیمت سهام را بهتر می‌کند، بالا می‌برد. مورد دوم حاکی از آن است که قیمت سهام به‌طور کارآمدی منعکس‌کننده اصول بنیادی شرکت‌ها است و بنابراین مدیران را با پاداش‌های مبتنی بر سهام نظم می‌دهد تا سرمایه‌گذاری‌های افزایش‌دهنده ارزش را انجام دهند و مانع از خروج سهام‌داران با پای خود شوند.

1. Morck, Yeung & Yu
2. Griffin, Kelly & Nardari
3. Lim & Brooks
4. Bond, Edmans & Goldstein
5. Kyle
6. Easley & O'Hara





یکی از راه‌های دیگری که مالکان می‌توانند بر رابطه بین نقدشوندگی و ارزش شرکت تأثیر بگذارند، کانال حاکمیت شرکتی است (چیا و همکاران، ۲۰۲۰). موگ (۱۹۹۸) به‌طور نظری نشان داد که نقدشوندگی شکل‌گیری سهام‌داران بزرگ را با هزینه معاملاتی پایین‌تر تسهیل می‌بخشد. در نتیجه، انگیزه سهام‌داران برای مداخله بالاتر می‌رود. مدل‌های نظری اخیر از طریق تهدید خروج بر مکانیسم جایگزین حاکمیت شرکتی تأکید دارند، که در آن نقدشوندگی بالا به سهام‌داران اجازه می‌دهد تا زمانی که از عملکرد شرکت راضی نبودند، سهام خود را واگذار کنند و بنابراین، فشار رو به پایین بر قیمت‌های سهام اعمال می‌کنند (ادمانز، ۲۰۱۴؛ ادمانز و هولدرنیز، ۲۰۱۷). چنین معاملات انضباطی در همسویی انگیزه‌های مدیران با سهام‌داران خارجی، بسیار مؤثر است، خصوصاً زمانی که حقوق مدیران رابطه تنگاتنگی با قیمت سهام دارد. با انگیزه گرفتن از این احتمال که مالکان بر کانال کلیدی اطلاع‌رسانی قیمت سهام (کورویا و همکاران، ۲۰۰۸؛ چانگ و هرازدیل، ۲۰۱۰) و کانال کلیدی حاکمیت شرکتی اثر می‌گذارند (چیا و همکاران، ۲۰۲۰) و نقدشوندگی را به ارزش شرکت متصل می‌کنند، انتظار می‌رود ساختار مالکیت بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده داشته باشد.

### پیشینه تجربی

حسینی و احمدی (۱۴۰۰) نشان دادند پیچیدگی صورت‌های مالی بر میزان و سرعت افشای اطلاعات داوطلبانه اثر مثبت و معنی‌دار دارد. علاوه بر این، زمانی که نقدشوندگی سهام حوالی تاریخ انتشار صورت‌های مالی کاهش و زمانی که تعداد مالکان نهادی شرکت افزایش می‌یابد، رابطه میان پیچیدگی صورت‌های مالی و افشای داوطلبانه قوی‌تر می‌گردد و اگر شرکت عملکرد ضعیفی داشته باشد، این رابطه ضعیف‌تر خواهد بود. یحیی‌زاده‌فر و همکاران (۱۳۹۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی شرکت‌ها پرداختند. نتایج آنها حاکی از آن است که نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی و معنی‌داری با سرمایه‌گذاری شرکت دارد. به‌علاوه، نقدشوندگی می‌تواند از طریق کاهش هزینه‌ها و تسهیلات مالی بهتر از فرصت سرمایه‌گذاری استفاده کند و منجر به کارایی سرمایه‌گذاری شود. همچنین، نقدشوندگی می‌تواند موجب کاهش حساسیت بین کارایی سرمایه‌گذاری و کاهش فرصت سرمایه‌گذاری شود، به‌عبارتی هرچه نقدشوندگی بالاتر باشد، کارایی سرمایه‌گذاری حتی در شرایط کم بودن فرصت سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. علاوه بر این، در شرکت‌هایی با محدودیت مالی و ریسک عملیاتی نقدشوندگی تأثیر بیشتری بر سرمایه‌گذاری دارد. نتایج پژوهش دریائی و فتاحی (۱۳۹۹) نشان می‌دهد در رژیم اول (سطح آستانه ۳۶/۱ درصد)، رابطه مثبت و معنی‌دار بین مالکیت عمده و نقدشوندگی سهام و در رژیم دوم، رابطه منفی و معنی‌دار بین مالکیت عمده و نقدشوندگی سهام وجود دارد. نتایج پژوهش نیکبخت و کلهرنیا (۱۳۹۶) نشان داد بین معیارهای شفافیت اطلاعاتی و سطح نقدشوندگی سهام رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد. همچنین، بین شفافیت اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه معنی‌دار مشاهده نشد. نتایج پژوهش بادآورنده‌دی و ملکی (۱۳۹۳) نشان می‌دهد که شکاف قیمتی نسبی و تعداد دفعات گردش سهام به‌عنوان معیارهای نقدشوندگی با ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت دارد. نتایج پژوهش صدر، انواری رستمی و ودیعی (۱۳۹۳) نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام شرکت‌ها در دوره بلوغ بیشتر از دوره افول است و در دوره‌های رشد و بلوغ برابر هستند. یافته‌های پژوهش کاظمی و حیدری (۱۳۹۱) نشان می‌دهد بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های

سرمایه‌گذاری شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این، بین نقدشوندگی سهام و بازده مورد انتظار سهام‌داران رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. به عبارت دیگر، نقدشوندگی سهام یکی از عواملی است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت را افزایش و هزینه سرمایه سهام عادی را کاهش می‌دهد. رضایی و پیری (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها پرداختند. نتایج آنها نشان داد که درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش بازار شرکت تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. ولی تمرکز سهام بر ارزش بازار تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. به علاوه، وجود رابطه معنی‌دار بین ساختار سرمایه و ارزش بازار شرکت تأیید نشد. نقدینگی نیز بر ارزش بازار شرکت تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد. یافته‌های حسینی و همکاران (۱۳۸۹) نشان داد که میان معیارهای نقدشوندگی و عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معنی‌دار قوی وجود دارد.

وانگ و وی<sup>۱</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی نقش افق سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج آنها نشان داد افزایش مالکیت نهادی بلندمدت با نقدشوندگی سهام شرکت ارتباط منفی دارد، در حالی که افزایش مالکیت نهادی کوتاه‌مدت با نقدشوندگی سهام شرکت ارتباط مثبت دارد. سرمایه‌گذاران بلندمدت، نقدشوندگی سهام را از طریق تجارت با فرکانس پایین و دسترسی به اطلاعات خصوصی و افزایش ارزش، که باعث سوگیری انتخاب نامطلوب می‌شود، کاهش می‌دهند. در مقابل، سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت، نقدشوندگی را از طریق فعالیت تجاری و رقابت با سایر سرمایه‌گذاران بهبود می‌بخشند که باعث کاهش هزینه‌های معامله می‌شود. همچنین، یافته‌های آنها نشان داد اثرات افزایش سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت (کوتاه‌مدت) بر نقدشوندگی، هنگامی که شرکت اطلاعات بیشتری در دسترس عموم دارد، تضعیف (تقویت) می‌شود. پام و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی نشان دادند که چگونه حمایت سرمایه‌گذار بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد. نتایج آنها نشان می‌دهد که نقدشوندگی سهام تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این، این تأثیر مثبت در کشورهایی با حمایت شدید سرمایه‌گذار تقویت می‌شود. به اعتقاد آنها سیاست‌گذاران باید محیط محافظت از سرمایه‌گذاران را در کشورهای خود تقویت کنند و به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌کنند حاکمیت شرکتی شرکت‌ها را افزایش دهند. نتایج پژوهش چیا و همکاران (۲۰۱۹) بر روی بازار سهام در حال توسعه مالزی بیانگر ارتباط غیرخطی بین تعداد سهام‌داران و نقدشوندگی است. به بیان دیگر، قبل از نقطه آستانه، هرچه تعداد سهام‌داران بیشتر شود اختلاف قیمت خرید و فروش سهام کمتر شده و بنابراین، نقدشوندگی بالاتر را به همراه دارد. با این حال، وقتی تعداد سهام‌داران بالاتر از سطح آستانه می‌رود، نقدشوندگی کاهش یافته که اغلب ناشی از نادیده گرفتن کانال نوسان است که به واسطه معاملات اخلاص‌گرا ایجاد شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبل که بسترساز معادله‌های رگرسیونی پیشنهادی نیز می‌باشد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر برای آزمون تدوین شده‌اند.

**فرضیه اول:** بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود دارد.

**فرضیه دوم:** سهام‌داران نهادی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارد.

**فرضیه سوم:** سهام‌داران حقیقی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارد.  
**فرضیه چهارم:** بزرگترین سهام‌دار بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارد.

### روش شناسایی پژوهش

پژوهش حاضر، توصیفی از نوع همبستگی و بر مبنای هدف از نوع پژوهش کاربردی است و به روش پس‌روبودی انجام شده است. جامعه آماری پژوهش، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۳ تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال بوده‌اند. از آنجا که برای اندازه‌گیری بعضی از متغیرهای پژوهش از اطلاعات چند سال قبل از سال مورد بررسی استفاده می‌شود، به این اطلاعات از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۹ نیاز است. در انتخاب شرکت‌ها شرایط زیر در نظر گرفته شده است: با هدف کنترل اثر زمانی و به منظور افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه منتهی به پایان اسفندماه در هر سال باشد؛ به منظور همگن‌سازی جامعه آماری، شرکت‌ها در طول دوره پژوهش تغییر سال مالی ندهاده باشند؛ برخی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس شامل بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانک‌ها و لیزینگ‌ها) که افشای مالی و ساختارهای اصول راهبری شرکت در آنها متفاوت هستند، حذف می‌شوند؛ به منظور سیال بودن سهام شرکت‌ها و در نتیجه قابل اتکاء بودن قیمت سهام و بازده آن و جهت مقایسه بهتر، شرکت‌ها بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند؛ داده‌های لازم در دوره پژوهش برای آنها به‌طور کامل در دسترس باشد. تعداد ۱۲۵ شرکت که حائز شرایط فوق بودند برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند. پس از جمع‌آوری داده‌ها، برای جمع‌بندی و محاسبات از نرم‌افزار اکسل استفاده شده است. سپس تجزیه و تحلیل نهایی به وسیله الگوهای رگرسیونی چندگانه و با استفاده از نرم‌افزار ایوبوز انجام شده است.

### الگوها و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه اول پژوهش (رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت) الگوی (۱) به شرح ذیل برآورد می‌شود.  
 الگو (۱)

$$Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CPQS_{it} + \gamma_2 CPQS_{it}^2 + \gamma_3 \ln SIZE_{it} + \gamma_4 \ln AGE_{it} + \gamma_5 LEV_{it} + \gamma_6 SALES_{it} + \gamma_7 CAPEX_{it} + \gamma_8 VOL_{it} + \gamma_9 ROA_{it} + \gamma_{10} \ln BSIZE_{it} + \gamma_{11} BINDEP_{it} + \gamma_{12} DUAL_{it} + \gamma_{13} CHAIR_{it} + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم پژوهش (اثر تعدیلی سهام‌داران نهادی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت) الگوی (۲) به شرح ذیل برآورد می‌شود.  
 الگو (۲)

$$Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CPQS_{it} + \gamma_2 CPQS_{it}^2 + \gamma_3 \ln SIZE_{it} + \gamma_4 \ln AGE_{it} + \gamma_5 LEV_{it} + \gamma_6 SALES_{it} + \gamma_7 CAPEX_{it} + \gamma_8 VOL_{it} + \gamma_9 ROA_{it} + \gamma_{10} \ln BSIZE_{it} + \gamma_{11} BINDEP_{it} + \gamma_{12} DUAL_{it} + \gamma_{13} CHAIR_{it} + \gamma_{14} OWN_{it} + \gamma_{15} OWN_{it} \times CPQS_{it} + \gamma_{16} OWN_{it} \times CPQS_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم پژوهش (اثر تعدیلی سهام‌داران حقیقی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت) الگوی (۳) به شرح ذیل برآورد می‌شود.

$$Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CPQS_{it} + \gamma_2 CPQS_{it}^2 + \gamma_3 \ln SIZE_{it} + \gamma_4 \ln AGE_{it} + \gamma_5 LEV_{it} + \gamma_6 SALES_{it} + \gamma_7 CAPEX_{it} + \gamma_8 VOL_{it} + \gamma_9 ROA_{it} + \gamma_{10} \ln BSIZE_{it} + \gamma_{11} BINDEP_{it} + \gamma_{12} DUAL_{it} + \gamma_{13} CHAIR_{it} + \gamma_{14} LIND_{it} + \gamma_{15} LIND_{it} \times CPQS_{it} + \gamma_{16} LIND_{it} \times CPQS_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه چهارم پژوهش (اثر تعدیلی بزرگترین سهام‌دار بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت) الگوی (۴) به شرح ذیل برآورد می‌شود.

$$Q_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 CPQS_{it} + \gamma_2 CPQS_{it}^2 + \gamma_3 \ln SIZE_{it} + \gamma_4 \ln AGE_{it} + \gamma_5 LEV_{it} + \gamma_6 SALES_{it} + \gamma_7 CAPEX_{it} + \gamma_8 VOL_{it} + \gamma_9 ROA_{it} + \gamma_{10} \ln BSIZE_{it} + \gamma_{11} BINDEP_{it} + \gamma_{12} DUAL_{it} + \gamma_{13} CHAIR_{it} + \gamma_{14} BLOCK_{it} + \gamma_{15} BLOCK_{it} \times CPQS_{it} + \gamma_{16} BLOCK_{it} \times CPQS_{it}^2 + \varepsilon_{it}$$

#### متغیر وابسته

Q ارزش شرکت متغیر وابسته پژوهش است که با استفاده از نسبت کیوتوبین اندازه‌گیری شده است. این نسبت برابر است با ارزش بازار دارایی‌ها (ارزش دفتری بدهی‌ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.

#### متغیر مستقل

نقدشوندگی سهام (CPQS) متغیر مستقل پژوهش است. برای محاسبه نقدشوندگی سهام از معیار شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش مطابق الگو (۶) استفاده می‌شود.

$$CPQS_{i,d} = \frac{\text{Closing Ask}_{i,d} - \text{Closing Bid}_{i,d}}{(\text{Closing Ask}_{i,d} + \text{Closing Bid}_{i,d})/2} \times 100$$

- شکاف نسبی قیمت‌ها (CPQS<sub>i,d</sub>)؛ اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام
  - قیمت فروش (Closing Ask<sub>i,d</sub>)؛ قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در روز d
  - قیمت خرید (Closing Bid<sub>i,d</sub>)؛ قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در روز d
- این شاخص به صورت روزانه برای هر شرکت محاسبه و سپس برای هر سال از میانگین مقادیر روزانه CPQS استفاده خواهد شد. ارزش بالاتر CPQS نمایانگر اختلاف بیشتر قیمت خرید و فروش و بنابراین، هزینه‌های بالاتر معاملات برای سرمایه‌گذاران است. در نتیجه، نقدشوندگی سهام پایین‌تر خواهد بود.



### متغیرهای تعدیلگر

- درصد مالکیت سهامداران نهادی (OWN)؛ که سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای بیمه، شرکتهای سرمایه گذاری و ... هستند که حجم بزرگی از عملیات آنها به معامله سهامشان بر می گردد. در پژوهش حاضر درصد مالکیت سهامداران نهادی برابر با نسبت تعداد سهام مالکان نهادی به کل تعداد سهام عادی شرکت است.
- درصد مالکیت سهامداران حقیقی (LIND)؛ برابر با نسبت تعداد سهام در تملک اشخاص حقیقی به کل تعداد سهام عادی شرکت است.
- مالکیت عمده (BLOCK): بزرگترین درصد مالکیت سهام در بین سهامداران شرکت است.

### متغیرهای کنترل

- برای آزمون تجربی فرضیه های پژوهش، تعدادی از متغیرهای کنترل در تحلیل گنجانده شده اند (فنگ و همکاران، ۲۰۰۹؛ پام و همکاران، ۲۰۲۰؛ چیا و همکاران، ۲۰۲۰).
- اندازه شرکت (Ln SIZE)؛ برابر لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها در آخر سال  $t$  و یکی از متغیرهای کنترل است. زیرا دسترسی شرکت های بزرگ به منابع مالی کافی، این فرصت را برای آنها مهیا ساخته تا با تولید بیشتر و صرفه جویی ناشی از مقیاس، مزیت رقابتی بیشتری نسبت به رقبا داشته باشند و سود بیشتری نیز کسب نمایند (چیا و همکاران، ۲۰۲۰).
- سن شرکت (Ln AGE)؛ برابر لگاریتم طبیعی سن شرکت از سال تأسیس آن که یکی دیگر از متغیرهای احتمالی مؤثر بر ارزش شرکت است. زیرا طبق تئوری چرخه عمر، شرکت ها در مراحل مختلف چرخه عمر خود از نظر مالی و اقتصادی دارای نمودگرها و رفتارهای خاصی هستند و ویژگی های مالی و اقتصادی آنها تحت تأثیر مرحله ای از چرخه عمر است که شرکت در آن قرار دارد. پژوهش ها نشان داده است شرکت ها با افزایش سن، بر اساس تجربه، اطلاعات و دانش جامعی که درباره محیط عملیاتی شرکت فرا می گیرند، سود بیشتری کسب می کنند. همچنین، پیشینه ای از عملکرد موفق و ایجاد ارزش را نشان می دهند (چیا و همکاران، ۲۰۲۰).
- اهرم (LEV)؛ برابر نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل دارایی ها است. هرچه بدهی های یک شرکت (به صورت درصدی از مجموع دارایی ها) بیشتر باشد، درجه اهرم مالی آن شرکت بالاتر خواهد بود. تئوری های ساختار سرمایه بیان می کنند مدیران شرکتهایی با فرصت های رشد مناسب باید اهرم کمتری انتخاب نمایند، زیرا اگر آنها میزان بدهی خارجی خود را افزایش دهند، قادر نخواهند بود از مزایای فرصت های سرمایه گذاری شان استفاده کنند (نو روش و یزدانی، ۱۳۸۹).
- رشد فروش (SALES)؛ که برابر با درصد تغییرات سالانه در فروش (نسبت فروش سال  $t$  منهای فروش سال  $t-1$  تقسیم بر فروش سال  $t-1$ ) است. رشد به مفهوم درصد تغییرات سالانه در کل دارایی ها، فروش و سود عملیاتی می باشد. رشد می تواند شاخصی برای سودآوری و موفقیت یک شرکت باشد. مدیران شرکتهای سودآور، انگیزه بیشتری برای افشای اطلاعات به بازار داشته تا بتوانند عملکرد خوب خود را به بازار سرمایه ارائه نموده و مزیت های رقابتی کسب کنند (ایگور، ۲۰۱۸).

- مخارج سرمایه‌ای (CAPEX)؛ این مخارج برای موفقیت شرکت‌ها با ارزش و مهم می‌باشد و در این مطالعه برابر نسبت مخارج سرمایه‌ای (وجه نقد پرداختی بابت خرید دارایی‌های ثابت) به ارزش دفتری کل دارایی‌ها است. لانگبرگ و سیواراماکریشن (۲۰۱۰) افزایش سطح مخارج سرمایه‌ای را نوعی علامت‌دهی به بازار و نشانه‌ای از وضعیت رو به بهبود شرکت می‌دانند و معتقدند که مدیران با افشای دقیق میزان اطلاعات مخارج سرمایه‌ای، به بازار در رابطه با وضعیت مناسب و رو به رشد خود علامت می‌دهند (رنجبر و همکاران، ۱۳۹۷).
- نوسان‌پذیری بازده سهام (VOL): برابر انحراف استاندارد بازده‌های روزانه سهام طی سال t است. پژوهش‌ها نشان داده است شرکت‌هایی که ریسک بالاتری دارند نسبت به سایر شرکت‌ها، عملکرد بهتری خواهند داشت (شهیکی تاش و همکاران، ۱۳۹۱). نوسان‌پذیری بیشتر می‌تواند به دلیل تقاضای سرمایه‌گذاران برای اطلاعات، منجر به افشای بیشتر و شفافیت گردد. زیرا عدم اطمینان بیشتری در پیش‌بینی عملکرد برای چنین شرکت‌هایی وجود دارد (علوی طبری و پارسایی، ۱۳۹۸).
- بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود عملیاتی به ارزش دفتری کل دارایی‌ها. نسبت بازده دارایی‌ها از معیارهای حسابداری است که میزان کارایی مدیریت را در به‌کار گرفتن منابع موجود جهت تحصیل سود نشان می‌دهد. سینگوی و دسای (۱۹۷۱) ادعا می‌کنند سودآوری بالاتر باعث می‌شود مدیریت اطلاعات بیشتری برای نشان دادن توانایی‌اش در حداکثر کردن سرمایه سهام‌داران و افزایش پاداش مدیریتی خود نشان دهد (جبارزاده کنگرلویی و رادی، ۱۳۹۸).
- علاوه بر ویژگی‌های شرکت، پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی با کیفیت بالا، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. نظریه نمایندگی بیان می‌دارد شرکت‌ها با داشتن سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهتر، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند و این امر را ناشی از پایین بودن هزینه‌های نمایندگی می‌دانند. بنابراین، در این پژوهش اثر چهار ویژگی هیأت مدیره شامل؛ اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و استقلال رئیس هیأت مدیره بر ارزش شرکت کنترل شده است (چیا و همکاران، ۲۰۲۰).
- اندازه هیأت مدیره (In BSIZE)؛ برابر لگاریتم طبیعی تعداد کل اعضای هیأت مدیره می‌باشد.
- استقلال هیأت مدیره (BINDEP): نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره می‌باشد.
- دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUAL): در صورتی که مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره یک شخص باشند ارزش یک و در غیر اینصورت، ارزش صفر می‌گیرد.
- ریاست هیأت مدیره (CHAIR): در صورتی که رئیس هیأت مدیره یک عضو مستقل غیرموظف باشد، ارزش یک و در غیر اینصورت، ارزش صفر می‌گیرد.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها:

#### آمار توصیفی

به منظور تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا آمار توصیفی داده‌های تحت بررسی محاسبه و در جدول (۱) ارائه گردید.



جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ارزش شرکت	Q	۲/۲۳۶	۱/۶۴۵	۱۶/۶۹۹	۰/۶۷۷	۱/۷۰۳
نقدشوندگی سهام (شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام)	CPQS	۳/۳۲۰	۳/۴۳۲	۵/۶۱۷	۰/۰۳۰	۱/۱۳۸
اندازه شرکت	ln SIZE	۱۴/۵۶۵	۱۴/۳۶۱	۲۰/۱۸۳	۱۱/۰۳۵	۱/۴۷۵
سن شرکت	ln AGE	۳/۶۱۳	۳/۶۸۹	۴/۲۲۰	۲/۵۶۵	۰/۳۶۹
اهرم مالی	LEV	۰/۵۴۶	۰/۵۴۸	۰/۹۸۷	۰/۰۳۷	۰/۱۷۵
رشد فروش	SALES	۰/۲۵۸	۰/۱۹۱	۶/۵۵۵	-۰/۶۰۳	۰/۴۶۵
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۰/۰۳۸	۰/۰۲۵	۰/۴۱۴	۰/۰۰۰	۰/۰۴۴
نوسان پذیری بازده سهام	VOL	۳/۰۷۵	۲/۸۷۱	۱۱/۲۶۶	۱/۱۶۰	۱/۱۲۶
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۱۵۴	۰/۱۲۸	۰/۶۳۹	-۰/۲۶۸	۰/۱۳۸
اندازه هیأت مدیره	ln BSIZE	۱/۶۱۳	۱/۶۰۹	۱/۹۴۶	۱/۶۰۹	۰/۰۳۴
استقلال هیأت مدیره	BINDEP	۰/۶۷۷	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۸۵
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۲۷۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۴۹
استقلال رئیس هیأت مدیره	CHAIR	۰/۸۱۹	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۸۵
سهام‌داران نهادی	OWN	۰/۷۲۰	۰/۷۸۱	۰/۹۹۶	۰/۰۰۰	۰/۱۹۶
سهام‌داران حقیقی	LIND	۰/۰۸۵	۰/۰۰۰	۰/۹۵۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۹
بزرگترین سهام‌دار	BLOCK	۰/۵۰۳	۰/۵۰۹	۰/۹۵۵	۰/۰۵۰	۰/۱۹۷

منبع: یافته‌های پژوهش

طبق اطلاعات این جدول، میانگین مربوط به متغیر مالکیت حقیقی نشان می‌دهد که به‌طور میانگین تنها در حدود ۸/۵ درصد از سهام شرکت‌های مورد مطالعه تحت مالکیت اشخاص حقیقی است و مابقی سهام در کنترل اشخاص حقوقی می‌باشد. همچنین، در شرکت‌های مورد مطالعه درصد سهام متعلق به مالکان نهادی در حدود ۷۲ درصد بوده است. میزان میانگین متغیر مالکیت عمده برابر با ۵۰/۳ درصد است که حاکی از میزان تمرکز مالکیت بالا در شرکت‌های مورد مطالعه است، به‌طوری که در برخی از موارد تا ۹۵ درصد از سهام شرکت متعلق به یک شخص بوده است. میانگین ارزش شرکت نشان می‌دهد ارزش بازار دارایی‌ها ۲/۲۴ برابر ارزش دفتری دارایی‌هاست. میانگین نقدشوندگی سهام شرکت‌ها به‌طور متوسط ۳/۳۲۰ است. آمار و اطلاعات مربوط به شاخص‌های هیأت مدیره حاکی از آن است که در شرکت‌های مورد مطالعه بیش از نیمی از اعضای هیأت مدیره را افراد غیرمستقل تشکیل می‌دهند و در حدود ۲۸ درصد از موارد، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل شرکت یک شخص بوده‌اند؛ نکته جالب دیگر مربوط به

شاخص‌های هیأت مدیره آن بود که در حدود ۸۲ درصد از سال شرکت‌های مورد مطالعه، رئیس هیأت مدیره یک شخص مستقل غیرموظف بوده است.

### آزمون‌های پیش‌فرض الگوهای رگرسیونی

قبل از تخمین الگوها، بررسی فروض کلاسیک رگرسیون خطی، حائز اهمیت اساسی است. در مواردی که از داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود، از فروض کلاسیک رگرسیون، تنها فرض همسان بودن واریانس‌ها و وجود یا عدم وجود خودهمبستگی (هاشمی و مشعشی، ۱۳۹۷) موضوعیت پیدا می‌کند. از این رو، ابتدا فرض همسان بودن واریانس‌ها مورد بررسی قرار گرفت که در این پژوهش از آزمون وایت استفاده شده است. در صورتی که الگو دچار ناهمسانی واریانس باشد، برای رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌شود و در غیراینصورت، روش حداقل مربعات معمولی (OLS) برای تخمین الگو به کار می‌رود (سوری، ۱۳۹۳). همچنین، برای بررسی خودهمبستگی، از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. از طرف دیگر، به منظور انتخاب روش برآورد الگو به صورت ترکیبی یا تلفیقی از آزمون F لیمر و به منظور انتخاب رویکرد اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شده است. در نهایت، فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار گرفته است. به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر و برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگو، از آماره t استیودنت استفاده شده است (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). نتایج آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون وایت در جدول ۲ ارائه شده است. نتایج مربوط به سایر آزمون‌ها نیز در قسمت نتایج آزمون هر فرضیه، آورده شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون‌های F لیمر، هاسمن و وایت

الگو	نوع آزمون	مقدار آماره	سطح معنی داری
۱	F لیمر	۱/۹۱۳	۰/۰۰۰
۱	هاسمن	۱۳۵/۵۵۱	۰/۰۰۰
۱	وایت	۴/۱۶۸	۰/۰۰۰
۲	F لیمر	۱/۹۸۶	۰/۰۰۰
۲	هاسمن	۱۴۵/۶۴۳	۰/۰۰۰
۲	وایت	۲/۱۳۲	۰/۰۰۰
۳	F لیمر	۲/۰۹۱	۰/۰۰۰
۳	هاسمن	۱۵۶/۲۶۶	۰/۰۰۰
۳	وایت	۵/۳۱۶	۰/۰۰۰
۴	F لیمر	۲/۰۵۱	۰/۰۰۰
۴	هاسمن	۱۵۲/۲۸۱	۰/۰۰۰
۴	وایت	۳/۴۹۲	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش



با توجه به سطح معنی‌داری به‌دست آمده از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن، برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت استفاده شده است. طبق آزمون وایت، به دلیل ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برای برآورد الگوها استفاده شده است.

### نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نتیجه حاصل از تخمین الگو فرضیه اول پژوهش (رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت) در جدول ۳ ارائه شده است:

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	C	-۵/۲۷۹	-۱/۸۲۵	۰/۰۶۸
نقدشوندگی سهام (شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام)	CPQS	-۱/۳۰۳	-۱۳/۳۴۸	۰/۰۰۰
نقدشوندگی غیرخطی	CPQS <sup>2</sup>	۰/۲۹۷	۱۹/۴۰۳	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	ln SIZE	۰/۴۸۳	۵/۹۹۱	۰/۰۰۰
سن شرکت	ln AGE	-۰/۱۵۸	-۰/۳۱۳	۰/۷۵۴
اهرم مالی	LEV	۰/۴۲۳	۱/۵۴۸	۰/۱۲۲
رشد فروش	SALES	۰/۰۳۵	۰/۵۹۷	۰/۵۵۱
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۴/۵۲۸	۶/۶۴۷	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	VOL	۰/۰۴۰	۲/۰۸۷	۰/۰۳۷
بازده دارایی‌ها	ROA	۳/۳۹۰	۱۰/۵۰۸	۰/۰۰۰
اندازه هیأت مدیره	ln BSIZE	۰/۰۸۰	۰/۰۵۲	۰/۹۵۹
استقلال هیأت مدیره	BINDEP	-۰/۵۲۶	۳/۰۱۰	۰/۰۰۳
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۲۴۵	۳/۹۰۰	۰/۰۰۰
استقلال رئیس هیأت مدیره	CHAIR	۰/۱۳۱	۱/۸۹۳	۰/۰۵۹
آماره F فیشر (سطح معنی‌داری)		ضریب تعیین شده	آماره دوربین واتسون	
		۰/۶۹۷	۱/۹۶	
		۰/۷۴۴		۱۵/۶۶۰ (۰/۰۰۰)

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معنی‌داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده الگو نشان می‌دهد که در مجموع، ۷۰٪ از تغییرات حاصل در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگو توضیح داده شود. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون، عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگو رگرسیونی را تأیید می‌کند.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۳، ضریب CPQS منفی و معنی دار است، ولی از آنجا که CPQS معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، یعنی ضریب منفی CPQS و ارزش شرکت در یک جهت حرکت می نمایند، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت نیز افزایش می یابد. برای تفسیر بیشتر این فرضیه علاوه بر ضریب CPQS باید به ضریب CPQS<sup>2</sup> نیز توجه کرد، زیرا انتظار می رود بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود داشته باشد. ضریب مثبت CPQS<sup>2</sup> نشان می دهد هرچه نقدشوندگی سهام افزایش (کاهش) یابد، ارزش شرکت نیز افزایش (کاهش) می یابد. بنابراین، بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی دار وجود دارد. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U شکل نشان می دهد که قبل از نقطه آستانه (۲/۱۹۴)، (نقطه آستانه دقیقاً محل تغییر شکل منحنی است)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش پایین تر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت افزایش پیدا می کند. به طوری که این رابطه در سطوح پایین تر نقدشوندگی سهام، منفی و معنی دار و در سطوح بالاتر نقدشوندگی سهام، مثبت و معنی دار است. در نتیجه، فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی شود.

### نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نتیجه حاصل از تخمین الگو فرضیه دوم پژوهش (اثر تعدیلی سهام داران نهادی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت) در جدول ۴ ارائه شده است. با توجه به سطح معنی داری آماره F فیشر، معنی داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می دهد که مجموعاً ۶۹٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی دار شده در این الگو توضیح داده شود. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون، عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگو رگرسیونی را تأیید می کند. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۴، ضریب CPQS منفی و معنی دار است، ولی از آنجا که CPQS معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین، هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت نیز افزایش می یابد. برای تفسیر بیشتر این فرضیه علاوه بر ضریب CPQS باید به ضریب CPQS<sup>2</sup> نیز توجه کرد، زیرا انتظار می رود بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود داشته باشد. ضریب مثبت CPQS<sup>2</sup> نشان می دهد هرچه نقدشوندگی سهام افزایش (کاهش) یابد، ارزش شرکت نیز افزایش (کاهش) می یابد. بنابراین، بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی دار وجود دارد. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U شکل نشان می دهد که قبل از نقطه آستانه (۲/۸۱۰)، (نقطه آستانه دقیقاً محل تغییر شکل منحنی است) درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش پایین تر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت افزایش پیدا می کند. به طوری که این

رابطه در سطوح پایین تر نقدشوندگی سهام، منفی و معنی دار و در سطوح بالاتر نقدشوندگی سهام، مثبت و معنی دار است.

از طرف دیگر، ضریب  $OWN*CPQS$  مثبت و معنی دار است و از آنجا که  $CPQS$  معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت کاهش می یابد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی دار
عرض از مبدا	C	-۰/۸۲۷	-۰/۲۷۱	۰/۷۸۷
نقدشوندگی سهام (شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام)	CPQS	-۴/۰۵۷	-۷/۵۰۰	۰/۰۰۰
نقدشوندگی غیرخطی	CPQS <sup>2</sup>	۰/۷۲۲	۹/۰۱۸	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	ln SIZE	-۰/۴۵۴	۵/۵۵۵	۰/۰۰۰
سن شرکت	ln AGE	-۰/۳۹۲	-۰/۷۵۳	۰/۴۵۱
اهرم مالی	LEV	۰/۳۶۴	۱/۳۱۸	۰/۱۸۸
رشد فروش	SALES	۰/۰۶۳	۰/۹۹۶	۰/۳۲۰
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۴/۳۲۴	۶/۵۱۳	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	VOL	۰/۰۲۴	۱/۱۳۳	۰/۲۵۷
بازده دارایی‌ها	ROA	۳/۲۳۳	۹/۹۴۲	۰/۰۰۰
اندازه هیأت مدیره	ln BSIZE	۰/۳۴۲	۰/۲۲۰	۰/۸۲۶
استقلال هیأت مدیره	BINDEP	۰/۶۰۴	۳/۴۹۴	۰/۰۰۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۲۵۱	۳/۸۵۱	۰/۰۰۰
استقلال رئیس هیأت مدیره	CHAIR	۰/۱۳۵	۱/۹۱۷	۰/۰۵۶
سهام‌داران نهادی	OWN	-۶/۸۹۷	-۶/۰۷۹	۰/۰۰۰
اثر تعدیلی سهام‌داران نهادی	OWN*CPQS	۳/۶۷۸	۵/۴۱۷	۰/۰۰۰
اثر تعدیلی غیرخطی سهام‌داران نهادی	OWN*CPQS <sup>2</sup>	-۰/۵۷۹	-۵/۷۰۳	۰/۰۰۰
آماره F فیشر (سطح معنی دار)	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوره‌بین واتسون	
۱۵/۰۴۶ (۰/۰۰۰)	۰/۷۴۲	۰/۶۹۲	۱/۹۴	

منبع: یافته‌های پژوهش

همچنین ضریب منفی  $OWN*CPQS^2$  نشان می‌دهد، هرچه نقدشوندگی سهام کاهش یابد، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. بنابراین، سهام‌داران نهادی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارند. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U معکوس نشان می‌دهد که قبل از نقطه

آستانه (۳/۱۷۶)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش بالاتر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت کاهش پیدا می‌کند. به بیان دیگر، سهام‌های با مالکان نهادی بالاتر، باید در سطح نسبتاً پایین‌تری از نقدشوندگی سهام، معامله شوند. در نتیجه، فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

نتیجه حاصل از تخمین الگو فرضیه سوم پژوهش (اثر تعدیلی سهام‌داران حقیقی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت) در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	C	-۴/۱۵۶	-۰/۷۸۱	۰/۴۳۵
نقدشوندگی سهام (شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام)	CPQS	-۱/۷۱۴	-۶/۲۱۷	۰/۰۰۰
نقدشوندگی غیرخطی	CPQS <sup>2</sup>	۰/۳۵۴	۷/۲۴۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	ln SIZE	۰/۵۰۵	۲/۵۰۸	۰/۰۱۲
سن شرکت	ln AGE	-۰/۳۵۰	-۰/۳۹۰	۰/۶۹۶
اهرم مالی	LEV	۰/۴۰۴	۱/۲۸۹	۰/۱۹۸
رشد فروش	SALES	۰/۰۱۲	۰/۱۵۸	۰/۸۷۵
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۴/۵۰۱	۶/۷۲۵	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	VOL	۰/۰۵۰	۱/۵۰۸	۰/۱۳۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۳/۵۱۵	۵/۹۰۴	۰/۰۰۰
اندازه هیأت مدیره	ln BSIZE	۰/۱۰۷	۰/۰۹۷	۰/۹۲۳
استقلال هیأت مدیره	BINDEP	۰/۴۴۲	۳/۴۵۹	۰/۰۰۱
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۲۲۴	۲/۸۸۸	۰/۰۰۴
استقلال رئیس هیأت مدیره	CHAIR	۰/۱۱۵	۱/۲۶۰	۰/۲۰۸
سهام‌داران حقیقی	LIND	-۴/۵۳۳	-۳/۹۹۲	۰/۰۰۰
اثر تعدیلی سهام‌داران حقیقی	LIND*CPQS	۲/۴۸۳	۳/۱۸۱	۰/۰۰۲
اثر تعدیلی غیرخطی سهام‌داران حقیقی	LIND*CPQS <sup>2</sup>	-۰/۳۳۹	-۲/۷۸۱	۰/۰۰۶
آماره F فیشر (سطح معنی‌دار)	ضریب تعیین	ضریب تعیین شده	آماره دوربین واتسون	
۱۵/۴۹۵ (۰/۰۰۰)	۰/۷۴۷	۰/۶۹۹	۱/۹۴	

منبع: یافته‌های پژوهش



با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معنی‌داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۷۰٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگو توضیح داده شود. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون، عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگو رگرسیونی را تأیید می‌کند. با توجه به نتایج به‌دست آمده در جدول ۵، ضریب CPQS منفی و معنی‌دار است، ولی از آنجا که CPQS معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد.

برای تفسیر بیشتر این فرضیه علاوه بر ضریب CPQS باید به ضریب CPQS<sup>2</sup> نیز توجه کرد، زیرا انتظار می‌رود بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود داشته باشد.

ضریب مثبت CPQS<sup>2</sup> نشان می‌دهد، هرچه نقدشوندگی سهام افزایش (کاهش) یابد، ارزش شرکت افزایش (کاهش) می‌یابد. بنابراین، بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی‌دار وجود دارد. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U شکل نشان می‌دهد که قبل از نقطه آستانه (۲/۴۲۱)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش پایین‌تر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت افزایش پیدا می‌کند. به طوری که این رابطه در سطوح پایین‌تر نقدشوندگی سهام، منفی و معنی‌دار و در سطوح بالاتر نقدشوندگی سهام، مثبت و معنی‌دار است.

از طرف دیگر، ضریب LIND\*CPQS مثبت و معنی‌دار است و از آنجا که CPQS معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت کاهش می‌یابد. همچنین ضریب منفی LIND\*CPQS<sup>2</sup> نشان می‌دهد، هرچه نقدشوندگی سهام کاهش یابد، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. بنابراین، سهام‌داران حقیقی بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارند. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U معکوس نشان می‌دهد که قبل از نقطه آستانه (۳/۶۶۲)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش بالاتر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت کاهش پیدا می‌کند. به بیان دیگر، سهام‌های با مالکان حقیقی بالاتر، باید در سطح نسبتاً پایین‌تری از نقدشوندگی سهام، معامله شوند. در نتیجه، فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی‌شود.

### نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

نتیجه حاصل از تخمین الگو فرضیه چهارم پژوهش (اثر تعدیلی بزرگترین سهام‌دار بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی و ارزش شرکت) در جدول ۶ ارائه شده است:

جدول ۶: نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنی‌دار
عرض از مبدا	C	-۷/۶۰۳	-۰/۷۵۷	۰/۴۵۰
نقدشوندگی سهام (شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام)	CPQS	-۲/۶۷۵	-۲/۴۵۵	۰/۰۱۴
نقدشوندگی غیرخطی	CPQS <sup>2</sup>	-۰/۵۲۵	۳/۰۰۵	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	ln SIZE	۰/۵۹۰	۱/۵۳۸	۰/۱۲۴
سن شرکت	ln AGE	۱/۰۸۸	۰/۵۷۴	۰/۵۶۶
اهرم مالی	LEV	۰/۵۷۶	۰/۸۵۰	۰/۳۹۶
رشد فروش	SALES	۰/۱۹۱	۲/۰۱۱	۰/۰۴۵
مخارج سرمایه‌ای	CAPEX	۵/۵۹۸	۷/۰۰۱	۰/۰۰۰
نوسان‌پذیری بازده سهام	VOL	۰/۰۶۷	۱/۲۲۷	۰/۲۲۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۳/۶۱۴	۲/۳۱۷	۰/۰۲۱
اندازه هیأت مدیره	ln BSIZE	-۰/۳۶۰	-۰/۲۱۱	۰/۸۳۳
استقلال هیأت مدیره	BINDEP	۰/۸۲۳	۱/۵۴۹	۰/۱۲۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUAL	۰/۲۹۱	۱/۱۱۳	۰/۲۶۶
استقلال رئیس هیأت مدیره	CHAIR	-۰/۰۴۴	-۰/۳۵۶	۰/۷۲۲
بزرگترین سهام‌دار	BLOCK	-۶/۴۲۱	-۱/۵۹۲	۰/۱۱۲
اثر تعدیلی بزرگترین سهام‌دار	BLOCK*CPQS	۲/۵۴۶	۲/۱۸۶	۰/۰۲۹
اثر تعدیلی غیرخطی بزرگترین سهام‌دار	BLOCK*CPQS <sup>2</sup>	-۰/۴۲۶	-۲/۶۵۲	۰/۰۰۸
آماره F فیشر (سطح معنی‌دار)	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	
۵/۶۶۸ (۰/۰۰۰)	۰/۵۱۹	۰/۴۲۸	۱/۶۹	

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به سطح معنی‌داری آماره F فیشر، معنی‌داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو نشان می‌دهد که مجموعاً ۴۳٪ از تغییرات حاصله در متغیر وابسته می‌تواند توسط متغیرهای مستقل و معنی‌دار شده در این الگو توضیح داده شود. همچنین مقدار آماره دوربین-واتسون، عدم همبستگی در اجزاء باقیمانده الگو رگرسیونی را تأیید می‌کند. با توجه به نتایج به‌دست آمده در جدول ۶، ضریب CPQS منفی و معنی‌دار است، ولی از آنجا که معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. برای تفسیر بیشتر این فرضیه علاوه بر ضریب CPQS باید به ضریب CPQS<sup>2</sup> نیز توجه کرد، زیرا انتظار می‌رود بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت رابطه غیرخطی وجود داشته باشد. ضریب مثبت CPQS<sup>2</sup> نشان می‌دهد، هرچه نقدشوندگی سهام افزایش (کاهش) یابد، ارزش شرکت افزایش (کاهش) می‌یابد. بنابراین، بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی‌دار وجود دارد. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U شکل نشان می‌دهد که قبل از نقطه آستانه (۲/۵۴۸)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش پایین‌تر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد



بزرگ شود، ارزش شرکت افزایش پیدا می‌کند. به طوری که این رابطه در سطوح پایین‌تر نقدشوندگی سهام، منفی و معنی‌دار و در سطوح بالاتر نقدشوندگی سهام، مثبت و معنی‌دار است.

از طرف دیگر، ضریب  $BLOCK*CPQS$  مثبت و معنی‌دار است و از آنجا که CPQS معیار معکوسی از نقدشوندگی سهام است، بنابراین هرچه نقدشوندگی سهام افزایش یابد، ارزش شرکت کاهش می‌یابد. همچنین، ضریب منفی  $BLOCK*CPQS^2$  نشان می‌دهد هرچه نقدشوندگی سهام کاهش یابد، ارزش شرکت افزایش می‌یابد. بنابراین، بزرگترین سهام‌دار بر رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اثر تعدیل‌کننده دارند. یافته‌های پژوهش در خصوص منحنی U معکوس نشان می‌دهد که قبل از نقطه آستانه (۲/۹۸۸)، درصد بیشتری از نقدشوندگی سهام با ارزش بالاتر شرکت همراه است. با این حال، هنگامی که پایه نقدشوندگی سهام از سطح آستانه خاصی فراتر رود و بیش از حد بزرگ شود، ارزش شرکت کاهش پیدا می‌کند. به بیان دیگر، سهام‌های بزرگترین سهام‌دار، باید در سطح نسبتاً پایین‌تری از نقدشوندگی سهام، معامله شوند. در نتیجه، فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد نمی‌شود.

### نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معنی‌دار وجود دارد. این یافته به این معنا است که در سطوح پایه نقدشوندگی (دقیقاً قبل از نقطه آستانه تغییر شکل منحنی ۲/۱۹۴)، بین نقدشوندگی و ارزش شرکت‌ها رابطه منفی و معنی‌دار وجود دارد. اما، در سطوح بالاتر از سطح پایه نقدشوندگی، بین نقدشوندگی و ارزش شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد. این یافته نشان می‌دهد که بعد از نقطه آستانه، نقدشوندگی تقویت شده منجر به هزینه سرمایه کمتر و قیمت بالاتر سهام و در نتیجه، افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود. اما قبل از نقطه آستانه این ارتباط منفی می‌شود. باتن و وئو در سال ۲۰۱۹ رابطه منفی میان نقدشوندگی و ارزش شرکت را به خروج فعالان و افق دید بلندمدت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی نسبت می‌دهد. همچنین، نتایج نشان داد سهام‌های با مالکان نهادی بالاتر، مالکان حقیقی بالاتر و سهام‌های بزرگترین سهام‌دار، باید در سطح نسبتاً پایین‌تری از نقدشوندگی (قبل از نقطه آستانه ۳/۱۷۶ برای مالکان نهادی، ۳/۶۶۲ برای مالکان حقیقی و ۲/۹۸۸ برای بزرگترین سهام‌دار) معامله شوند تا ارزش شرکت افزایش یابد. این موضوع نشان‌دهنده غلبه رقابت اطلاعاتی و هزینه‌های انتخاب نادرست در هر سوی نقطه آستانه است.

در خصوص مقایسه تجربی شواهد به دست آمده از این پژوهش با سایر مطالعات باید گفت که این نتایج با پژوهش‌های پیشین همچون چیا و همکاران (۲۰۲۰) همخوانی کامل دارد. در توجیه این یافته‌ها باید گفت که رابطه غیرخطی نه تنها دیدگاه موجود را که «بیشتر، بهتر است» به چالش می‌کشد، بلکه یک آستانه حداکثر سطح برای نقدشوندگی توصیه می‌کند که فراتر از آن ارزش شرکت افزایش یا کاهش پیدا خواهد کرد. تأثیر مالکیت حقیقی بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت، قبل از نقطه آستانه بیشتر از بعد از نقطه آستانه باشد. همانطور که قبلاً نیز ذکر شد سهام‌داران حقیقی بازار اغلب با توجه به دید کوتاه‌مدتی که دارند ممکن است نسبت به سهامی توجه نشان دهند که فارغ از ارزندگی آن سهم بر اساس

فاکتورهای بنیادی، سود بیشتر در زمان کمتر را به دنبال داشته باشد. فرض کلیدی مدل‌های معامله‌گران اخلاقی این است که معامله‌گر اخلاقی رفتار هیجانی داشته به‌طور کامل با اطلاعات اساسی توجیه نشده‌اند و مبادلات آنها باعث قیمت‌گذاری نادرست و تولید نوسانات بیش از حد می‌شود. نوسان بالاتر حاصله به لحاظ تئوریک و تجربی با نقدشوندگی پایین‌تر مرتبط است (چیا و همکاران، ۲۰۲۰).

شواهد به‌دست آمده از این پژوهش برای مسئولان بازار سرمایه کشور و مدیران شرکت‌ها در خصوص توسعه مشارکت سرمایه‌گذاران و سهام‌داران در بازار سرمایه اهمیت و کاربردهای بسیاری دارد؛ چرا که نقدشوندگی سهام یکی از اصلی‌ترین شاخص‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای ورود به یک حوزه سرمایه‌گذاری خاص است. در این راستا، مسئولان بازار سرمایه کشور می‌توانند با در نظر گرفتن رابطه غیرخطی بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت، اقدام به سیاست‌گذاری و قانون‌گذاری کنند. برای این کار آنان می‌توانند به سطوح آستانه‌ای معرفی شده در این پژوهش توجه کنند؛ به بیان دقیق‌تر، وجود یک سطح آستانه‌ای پیشنهاد می‌کند در شرایط کلی، ارزش شرکت قبل از نقطه آستانه ۲/۱۹۴ برای نقدشوندگی، کاهش پیدا می‌کند. همچنین، معامله سهام‌های مالکان نهادی، مالکان حقیقی و سهام‌های بزرگترین سهام‌دار به‌ترتیب بعد از نقطه آستانه ۳/۱۷۶، ۳/۶۶۲ و ۲/۹۸۸ باعث می‌شود ارزش شرکت کاهش یابد. مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیز می‌توانند با مدیریت نقدشوندگی سهام‌داری شرکت خود، زمینه‌های رشد و توسعه شرکت را فراهم کنند.

به منظور انجام پژوهش‌های آتی نیز پیشنهاد می‌شود که پژوهشی با همین عنوان، اما با سایر معیارهای اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام شرکت‌ها (برای مثال، نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود (۲۰۰۲)) و سایر معیارهای اندازه‌گیری ارزش شرکت (برای مثال، نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام) آزمون و نتایج مقایسه شود. همچنین، اثر مواردی مانند تمرکز مالکیت و درصد مالکیت مدیران بر رابطه بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها می‌تواند توسط پژوهشگران مورد بررسی قرار گیرد. در نهایت، از آنجا که عوامل بالقوه‌ای می‌توانند نقدشوندگی شرکت را تحت‌الشعاع قرار دهند، پیشنهاد می‌شود به تأثیر سایر معیارهای حاکمیت شرکتی، متغیرهای کلان اقتصادی، اندازه شرکت و هزینه‌های نمایندگی بر ارتباط بین نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت‌ها نیز پرداخته شود.

پژوهش حاضر عاری از محدودیت نیست. با توجه به متفاوت بودن کارایی بازار سرمایه در ایران و کشورهای دیگر که نتایج تطبیق داده شده و همچنین وجود تورم متفاوت در ایران نسبت به آن کشورها، بهتر است در تفسیر و تعمیم نتایج رگرسیون پژوهش حاضر احتیاط لازم بعمل آید. هرچند یافته‌های پژوهش حاضر به رابطه بین متغیرها اشاره دارد، اما ممکن است متغیرهای دیگری نیز وجود داشته باشند که بتوانند بر نتیجه نهایی تأثیرگذار باشند. همچنین تعدد روش‌های اندازه‌گیری و عدم اجماع نظر در خصوص شیوه اندازه‌گیری برخی از متغیرها ممکن است موجب ارائه نتایج متفاوت در پژوهش‌های قبلی شده است که امکان مقایسه نتایج در بازه‌های زمانی متفاوت را با محدودیت مواجه می‌کند.

## ملاحظات اخلاقی

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده‌سازی مقاله مشارکت داشته‌اند.

تعارض منافع: بنا بر اظهار نویسندگان در این مقاله هیچ‌گونه تعارض منافی وجود ندارد.

تعهد کپی‌رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی‌رایت رعایت شده است.





منابع

- بادآورنهندي، یونس و ملكي، اژدر. (۱۳۹۳). «بررسی تأثیر نقد شوندگی سهام بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». دومین همایش ملی رویکردی بر حسابداری، مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد فومن و شفت ۲۳ مرداد ماه سال ۱۳۹۳.
- جبارزاده کنگرلویی، سعید و رادی، یاسر. (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر شفافیت شرکتی با تأکید بر اثر تعدیلگری ضعف کنترل‌های داخلی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۱ (۱): ۵۵-۸۰.
- حسینی، سیدعلی و احمدی، شیما. (۱۴۰۰). «بررسی رابطه میان پیچیدگی صورت‌های مالی و افشای داوطلبانه با در نظر گرفتن نقش عملکرد شرکت، وضعیت نقدشوندگی سهام و مالکان نهادی». راهبرد مدیریت مالی، ۹ (۳۳): ۸۷-۶۴.
- حسینی، سیدعلی. کرمی، غلامرضا و شفیع‌پور، سید مجتبی. (۱۳۸۹). «بررسی ارتباط عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی بازار سهام». فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۳ (۱۱): ۲۵-۴۲.
- دریائی، عباسعلی و فتاحی، یاسین. (۱۳۹۹). «مالکیت عمده و نقدشوندگی سهام: کاربردی از الگوی رگرسیون انتقال هموار تابلویی». راهبرد مدیریت مالی، ۸ (۳۰): ۸۶-۶۳.
- رضایی، فرزین و پیری، عبدالله. (۱۳۹۰). «تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و نقدینگی بر ارزش بازار شرکت‌ها». پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۳ (۱۲): ۱۵۵-۱۷۴.
- رنجبر، محمد حسین. رجب‌دري، حسین و خانی‌ذلان، امیر رضا. (۱۳۹۷). «بررسی رابطه بین مخارج سرمایه‌ای و کارایی سرمایه‌گذاری در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت». بررسی‌های حسابداری، ۵ (۱۸): ۴۷-۶۴.
- شهیک‌تاش محمدنبی، کاظمی مهدی، امینی موسی. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا». مجله اقتصادی (دوماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی). ۱۲ (۹ و ۱۰): ۲۴-۵.
- صدر، سیدعلیرضا. انواری رستمی، علی اصغر و ودیعی، محمد حسین. (۱۳۹۳). «بررسی رابطه چرخه عمر شرکت‌ها و نقدشوندگی سهام شرکت‌ها». راهبرد مدیریت مالی، ۲ (۶): ۲۵-۱.
- علوی طبری، سید حسین و پارسایی، منا. (۱۳۹۸). «رابطه کیفیت حسابرسی با شفافیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱ (۴۱): ۴۳-۶۸.
- کاظمی، حسین و حیدری، عباس. (۱۳۹۱). «رابطه بین نقدشوندگی سهام و فرصت‌های سرمایه‌گذاری». دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۶ (۱۶): ۲۹-۳۹.
- نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). «بررسی تأثیر اهرم مالی بر سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۲): ۳۵-۴۸.

نیکبخت، محمدرضا و کلهرنیا، حمید. (۱۳۹۶). «تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت». پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۳): ۱-۱۶.

یحیی‌زاده‌فر، محمود. علیقلی، منصوره و ذبیحی، فاطمه. (۱۳۹۹). «بررسی رابطه بین نقدشوندگی و کارایی سرمایه‌گذاری با توجه به محدودیت مالی و ریسک عملیاتی». تحقیقات حسابداری و حسابرسی، (۴۵): ۲۲-۵.

## References

- Acharya, V.V., & Pedersen, L.H. (2005). "Asset pricing with liquidity risk". *Journal of Financial Economics*, 77(2), 375-410.
- Admati, A.R., & Pfleiderer, P. (2009). "The "Wall Street Walk" and shareholder activism: Exit as a form of voice". *The Review of Financial Studies*, 22(7), 2645-2685.
- Alavi Tabari, Seyed Hossein, Parsai, Mena. (2019). the relationship between audit quality and corporate transparency in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *The financial Accounting and Auditing Researches*, 11 (41), 43-68. (In Persian).
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1988). "Liquidity and asset prices: Financial management implications". *Financial Management*, 17(1), 5-15.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (1991). "Liquidity, asset prices and financial policy". *Financial Analysts Journal*, 47(6), 56-66.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2000). "The liquidity route to a lower cost of capital". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 8-26.
- Amihud, Y., & Mendelson, H. (2008). "Liquidity, the value of the firm and corporate finance". *Journal of Applied Corporate Finance*, 20(2), 32-45.
- Back, K., Li, T. & Ljungqvist, A. (2015). "Liquidity and governance". SSRN working paper, available at <https://doi.org/10.2139/ssrn.2350362>.
- Badavarhandi, Younes and Maleki, Ajdar. (2014). "Study of the effect of stock liquidity on the value of companies listed on the Tehran Stock Exchange". *The Second National Conference on Approach to Accounting, Management and Economics*, Islamic Azad University, Fooman and Shaft Branch, August 14, 2014 (in persian).
- Baker, M., Stein, J., (2004). "Market liquidity as a sentiment indicator". *Journal of Financial Markets* 7, 271-299.
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). "Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure". *Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278.
- Batten, J., & Vo, X. V. (2019). "Liquidity and firm value in an emerging market". *Singapore Economic Review*, 64(2), 365-376.
- Bharath, S. T., Jayaraman, S., & Nagar, V. (2013). "Exit as governance: An empirical analysis". *Journal of Finance*, 68(6), 2515-2547.
- Bhide, A. (1993). "The hidden costs of stock market liquidity". *Journal of Financial Economics*, 34(1), 31-51.
- Bond, P., Edmans, A., & Goldstein, I. (2012). "The real effects of financial markets". *Annual Review of Financial Economics*, 4, 339-360.
- Brennan, M. J., & Tamarowski, C. (2000). "Investor relations, liquidity, and stock prices". *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 26-37.



Brennan, M.J., & Subrahmanyam, A. (1996). "Market microstructure and asset pricing: On the compensation for illiquidity in stock returns". *Journal of Financial Economics*, 41(3), 441-464.

Brennan, M.J., Chordia, T., & Subrahmanyam, A. (1998). "Alternative factor specifications, security characteristics, and the cross-section of expected stock returns". *Journal of Financial Economics*, 49(3), 345-373.

Brogaard, J., Li, D., & Xia, Y. (2017). "Stock liquidity and default risk". *Journal of Financial Economics*, 124(3), 486-502.

Bushee, B. J., & Miller, G. S. (2012). "Investor relations, firm visibility, and investor following". *Accounting Review*, 87(3), 867-897.

Chang, X., Chen, Y., & Zolotoy, L. (2017). "Stock liquidity and stock price crash risk". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(4), 1605-1637.

Cheung, W. M., Chung, R., & Fung, S. (2015). "The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment". *Journal of Corporate Finance*, 35, 211-231.

Chia, Y., Lim, K., & Goh, K. (2020). "Liquidity and firm value in an emerging market: Nonlinearity, political connections and corporate ownership". *North American Journal of Economics and Finance*, 52, 1-26.

Chia, Y.-E. Lim, K.-P. and Goh, K.-L. (2019). "More shareholders, higher liquidity? Evidence from an emerging stock market". *Emerging Markets Review*, <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100696>.

Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2008). "Liquidity and market efficiency". *Journal of Financial Economics*, 87(2), 249-268.

Chung, D. Y., & Hrazdil, K. (2010). "Liquidity and market efficiency: A large sample study". *Journal of Banking and Finance*, 34(10), 2346-2357.

Coffee, J. C. (1991). "Liquidity versus control: The institutional investor as corporate monitor". *Columbia Law Review*, 91(6), 1277-1368.

Daryaei, A., Fattahi, Y. (2020). Blockholders Ownership and Liquidity: Panel Smooth Transition Regression Model. *Financial Management Strategy*, 8(3), 63-86. (In Persian).

Dass, N., Nanda, V., & Xiao, S. C. (2013). "Innovative firms and the endogenous choice of stock liquidity". Working paper. Georgia: Institute of Technology.

Easley, D., & O'Hara, M. (2004). "Information and the cost of capital". *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583.

Edmans, A. (2009). "Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia". *The Journal of Finance*, 64(6), 2481-2513.

Edmans, A. (2014). "Blockholders and corporate governance". *Annual Review of Financial Economics*, 6, 23-50.

Edmans, A., & Holderness, C. G. (2017). "Blockholders: A survey of theory and evidence. In B. E. Hermalin, & M. S. Weisbach (Vol. Eds.), the handbook of the economics of corporate governance: Vol. 1, (pp. 541-636). Amsterdam: North-Holland.

Edmans, A., Fang, V. W., & Zur, E. (2013). "The effect of liquidity on governance". *Review of Financial Studies*, 26(6), 1443-1482.

Fang, V. W., Noe, T. H., & Tice, S. (2009). "Stock market liquidity and firm value". *Journal of Financial Economics*, 94(1), 150-169.

Fang, V. W., Tian, X., & Tice, S. (2014). "Does stock liquidity enhance or impede firm innovation?" *Journal of Finance*, 69(5), 2085–2125.

Goldstein, I., Guembel, A., (2008). "Manipulation and the allocational role of prices". *Review of Economic Studies* 75, 133–164.

Griffin, J. M., Kelly, P. J., & Nardari, F. (2010). "Do market efficiency measures yield correct inferences? A comparison of developed and emerging markets". *Review of Financial Studies*, 23(8), 3225–3277.

Hirshleifer, D., Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2006). "Feedback and the success of irrational investors". *Journal of Financial Economics*, 81(2), 311–338.

Holmström, B., Tirole, J., (1993). "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy* 101, 678–709.

Holmström, B., Tirole, J., (2001). "LAPM: a liquidity-based asset pricing model". *Journal of Finance* 56, 1837–1867.

Holmström, B., & Tirole, J. (1993). "Market liquidity and performance monitoring". *Journal of Political Economy*, 101, 678-709.

Hosseini, S., Ahmadi, S. (2021). Investigating the Relationship between Financial Statements Complexity and Voluntary Disclosure Based on the Role of Firm Performance, Liquidity, and Institutional Owners. *Financial Management Strategy*, 9(2), 87-64. (In Persian).

Hosseini, Seyed Ali; Karami, Gholamreza and Shafiepour, Seyed Mojtaba. (2010). "Investigating the relationship between firm performance and stock market liquidity". *Journal of Securities Exchange*, 3(11), 25-42. (In Persian).

Jabbarzadeh Kangarluie, S., Radi, Y. (2019). Investigating the Impact of Managerial Capacity on Corporate Transparency, Emphasizing the Moderation of Weaknesses in Internal Controls in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Accounting Research*, 11(1), 55-80. (In Persian).

Jayaraman, S., & Milbourn, T. T. (2012). "The role of stock liquidity in executive compensation". *Accounting Review*, 87(2), 537–563.

Karolyi, G., & Liao, R. (2017). "The economic consequences of investor relations: A global perspective". SSRN working paper, available at <https://ssrn.com/abstract=2591079>.

Kazemi, Hossein and Heidari, Abbas. (2012). "The Relationship between Stock Liquidity and Investment Opportunities." *Financial Knowledge of Securities Analysis*, (16): 29-39. (In Persian).

Khanna, N., & Sonti, R. (2004). "Value creating stock manipulation: Feedback effect of stock prices on firm value". *Journal of Financial Markets*, 7(3), 237-270.

Kyle, A. S. (1985). "Continuous auctions and insider trading". *Econometrica*, 53(6), 1315–1335.

Langberg, N., & Sivaramkrishnan, K. (2010). "Voluntary Disclosures and Analyst Feedback". *Journal of Accounting Research*, 48(3), 603-646.

Li, W. X., Chen, C. C. S., & French, J. J. (2012). "The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia". *Emerging Markets Review*, 13(4), 465–477.

Lim, K. P., & Brooks, R. D. (2010). "Why do emerging stock markets experience more persistent price deviations from a random walk over time? A country-level analysis". *Macroeconomic Dynamics*, 14(S1), 3–41.



Maug, E (1998). "Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control?" *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.

Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). "The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements". *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 215-260.

Nguyen, T., Duong, H. N., & Singh, H. (2016). "Stock market liquidity and firm value: An empirical examination of the Australian Market". *International Review of Finance*, 16(4), 639-646.

Nikbakht, Mohammad Reza and Kalhernia, Hamid. (2017). "Determining the relationship between information transparency, liquidity and company evaluation." *Financial Accounting and Auditing Research*, 9 (33): 1-16. (In Persian).

Noravesh, I., S. Yazdani Yazdani, S. (2010). The Impact of Leverage on Firm Investments in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Financial Accounting Research*, 2(2), 35-48. (In Persian).

Norli, O., Ostergaard, C., & Schindele, I. (2015). "Liquidity and shareholder activism". *Review of Financial Studies*, 28(2), 486-520.

Palmiter, A.R. (2001). "Mutual fund voting of portfolio shares: Why not disclose". *Cardozo Law Review*, 23, 1419-1491.

Pastor, L., & Stambaugh, R.F. (2003). "Liquidity risk and expected stock returns". *Journal of Political Economy*, 111, 642-685.

Pham, C.H., Le, H.D., Dang, H.Q., Ta, P.T., Nguyen, C.M., Tu, U.B. (2020). "Investor Protection, Stock Liquidity, and Firm Value". *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, Vol: 24 Issue: 3, Online ISSN: 1528-2635.

Ranjbar, M., Rajabdorri, H., Khanizolan, A. (2018). Investigating the Relationship between Capital Expenditures and Investment Efficiency in Different Stages of Firms Life Cycle. *Journal of Iranian Accounting Review*, 5(18), 47-64. (In Persian).

Rezaei, Farzin and Piri, Abdullah. (2011). "The effect of ownership structure, capital structure and liquidity on the market value of companies." *Journal of Financial Accounting and Auditing*, 3 (12): 155-174. (In Persian).

Roosenboom, P., Schlingemann, F. P., & Vasconcelos, M. (2014). "Does stock liquidity affect incentives to monitor? Evidence from corporate takeovers". *Review of Financial Studies*, 27(8), 2392-2433.

Sadr, S., anvari rostami, A., Vadiiee Noghabi, M. (2014). Studying the Relationship between Corporate life Cycle and Stock Liquidity of Companies. *Financial Management Strategy*, 2(3), 1-25. (In Persian).

Shahikitash Mohammad Nabi, Kazemi Mehdi, Amini Musa. (2012) Investigating the Relationship between Ownership Structure and Company Performance in Tehran Stock Exchange: Data Panel Approach. *Economic Journal (bi-monthly review of economic issues and policies)*. 12 (9 and 10): 24-5. (In Persian).

Subrahmanyam, A., & Titman, S. (2001). "Feedback from stock prices to cash flows". *The Journal of Finance*, 56(6), 2389-2413.

Uygur, O. (2018). "CEO ability and corporate opacity". *Global Finance Journal*, 35, 72-81.

Wang, X., & Wei, S. (2021). "Does the investment horizon of institutional investors matter for stock liquidity?" *International Review of Financial Analysis*, Volume 74, March 2021, 101648, <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101648>.

Yahyazadefar, M., Aligholi, M., Zabihi, F. (2020). Investigate the Relationship between Liquidity and Investment Efficiency with Respect to Financial Constraints and Operational Risk. *Accounting and Auditing Research*, 12(45), 5-22. (In Persian).

Zhang, P., Gao, J., & Li, X. (2021). "Stock Liquidity and Firm Value in the Time of COVID-19 Pandemic". *Emerging Markets Finance and Trade*, Volume 57, 2021 - Issue 6: <https://doi.org/10.1080/1540496X.2021.1898368>.

COPYRIGHTS



©2022 Alzahra University, Tehran, Iran. This license allows others to download the works and share them with others as long as they credit them, but they can't change them in any way or use them commercially.

