

رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام

دکتر حسین اعتمادی *

امیر رسائیان **

حسین کردتبار ***

تاریخ پذیرش: ۸۹/۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۸۸/۵/۱۶

چکیده

حاکمیت شرکتی از عوامل مهم اثرگذار بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکتها است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز از مهمترین معیارهای نقدشوندگی سهام شرکتها به شمار می‌رود. برخی از پژوهشهای خارجی صورت گرفته بیانگر این است که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام شرکتها می‌گردد. در ایران تحقیقات چندانی در مورد رابطه ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام صورت نگرفته است؛ لذا هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه ابزارهای حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته، در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، اطلاعات پنجساله (۸۵-۸۱) صد و یازده شرکت، مورد مطالعه قرار گرفت. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر ماهیت، توصیفی-همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره با استفاده از داده‌های مقطعی و داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج تحقیق بیانگر آنست که بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی سهام، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، عدم تقارن اطلاعات

* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه تربیت مدرس

** کارشناس ارشد رشته حسابداری

*** کارشناس ارشد رشته حسابداری

مقدمه

برخی از تحقیقات اخیر به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی^۱ و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام^۲ پرداخته‌اند. برخی از این پژوهشها رابطه عوامل خارجی حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را بر مبنای اختلاف موجود در محیط قانونی و مقررات کشورها بررسی کرده‌اند؛ به عنوان مثال، باسیدور و سوفیانوس^۳ (۲۰۰۲) نشان دادند که در شرکتهای موجود در بورس اوراق بهادار نیویورک، آنهایی که امریکایی بودند، نسبت به شرکتهای خارجی موجود در این بورس از نقدشوندگی سهام بهتری برخوردار بودند. بروکمن و چانگ^۴ (۲۰۰۳) نشان دادند که در بورس اوراق بهادار هونگ کونگ شرکتهای هونگ کونگ نسبت به شرکتهای چینی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتری دارند. آنها این نتایج را چنین تفسیر کردند که شرکتهایی که مراقبتهای کمتری توسط سهامدارانشان نسبت به آنها صورت می‌گیرد، نقدشوندگی سهامشان کمتر است. برخی دیگر از پژوهشها به بررسی رابطه عوامل داخلی حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام پرداخته‌اند. کاف^۵ (۱۹۹۹) چنین بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران بزرگ از معیارهایی حمایت می‌کنند که به بهبود حاکمیت شرکتی داخلی منجر می‌شود؛ زیرا این عوامل باعث کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. ادبیات موجود در مورد رابطه حاکمیت شرکتی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بیانگر نتایج متفاوتی است. به گونه‌ای که برخی از این تحقیقات حاکمیت شرکتی را عامل فزاینده نقدشوندگی سهام شرکت و برخی دیگر آن را عامل کاهش نقدشوندگی سهام شرکت می‌دانند. آنچه تمامی این تحقیقات به طور مشترک به آن اشاره کرده‌اند این است که اگر افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت منجر گردد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

^۱ - Corporate Governance

^۲ - Bid-Ask Spread

^۳ - Bacidore and Sofianos

^۴ - Brockman and Chung

^۵ - Coffee

سهام کاهش می‌یابد و در نتیجه نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. اما چنانچه افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت منجر گردد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش و نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد.

هدف اصلی این مقاله بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و دو معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران است. از این رو در قسمت دوم تحقیق به تشریح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداخته می‌شود. در قسمت سوم تحقیق حاکمیت شرکتی، اصول راهبردی شرکتها و معیارهای حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این تحقیق مورد بحث قرار می‌گیرد. در قسمت چهارم تحقیق به تحقیقات مرتبط انجام شده قبلی اشاره می‌شود. در قسمت پنجم تحقیق، روش تحقیق شامل فرضیه‌ها، جامعه و نمونه آماری و روشهای آماری به کار گرفته شده بمنظور آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌گردد. قسمت ششم تحقیق، تجزیه و تحلیل نتایج و قسمت آخر، نتیجه‌گیری و پیشنهادها را در بر می‌گیرد.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان یکی از اجزای ساختار بازار اخیراً از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار شده است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از معیارهای مهم نقدشوندگی بازار سرمایه به شمار می‌رود. بسیاری از تحقیقات از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیار نقدشوندگی استفاده کرده‌اند. بیشتر سرمایه‌گذاران (با افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت) سهام بسیار نقدشونده را بر سهام کم نقدشونده ترجیح می‌دهند. منظور از نقدشوندگی، صرفاً آسان بودن خرید و فروش دارایی مورد نظر است. از مهمترین عوامل مربوط به نقدشوندگی بازار سهام می‌توان به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اشاره کرد. برخی دیگر از عوامل مربوط به نقدشوندگی سهام شامل تعداد سهام معامله شده در هر روز، تعداد

شرکتهای معامله شده در هر روز، ارزش سهام معامله شده روزانه، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار، تعداد خریداران و دفعات خرید است. نیاز به درک و اندازه گیری عوامل تعیین کننده اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش معامله گران در ارزیابی ساختار بازار رقابتی بسیار ضروری است (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶). قیمتی را که هر معامله گر برای خرید اوراق بهادار پیشنهاد می کند قیمت پیشنهادی خرید و قیمتی را که برای فروش اوراق بهادار پیشنهاد می کند قیمت پیشنهادی فروش اوراق بهادار می گویند. اختلاف بین این دو قیمت پیشنهادی نیز اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش اوراق بهادار نامیده می شود. معامله سهام زمانی اتفاق می افتد که خریدار و فروشنده در نقطه ای بین قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش به توافق برسند. این نقطه را قیمت تعادلی یا قیمت توافقی می گویند. هرچه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می رسند و حجم معاملات سهام افزایش می یابد. این امر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام منجر می گردد (رسائیان، ۱۳۸۵).

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می شود: هزینه های اجرای سفارش، هزینه های نگهداری موجودی و هزینه های انتخاب نادرست. هزینه های انتخاب نادرست که جزء بسیار بااهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است ناشی از عدم تقارن اطلاعات در مورد سهام شرکت است. هزینه های انتخاب نادرست به دلیل این واقعیت ایجاد می شود که بازارگردانها در فراهم کردن نقدینگی ممکن است با افرادی معامله کنند که از تغییرات قیمت مورد انتظار در مورد اوراق بهادار آگاه باشند؛ به عنوان مثال این تصور وجود دارد که افراد خاص در مورد سهام برخی شرکتها دارای اطلاعات نهانی باشند. خیرهای پیشاپیش از سودها، ادغامها، تحویلها، تجدید سازمانها، تقسیم سهام شرکت فرعی بین سهامداران شرکت اصلی و تغییرات مدیریت از مثالهایی است که به ذهن می رسد. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه های

انتخاب نادرست را افزایش، و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد (مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۸).

نظام حاکمیت شرکتی و معیارهای آن

فدراسیون بین‌المللی حسابداران^۱ در سال ۲۰۰۴ حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: «حاکمیت (راهبری) شرکت، تعدادی مسئولیتها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیأت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک است که تضمین کننده دستیابی به هدفها، کنترل ریسکها و مصرف مسئولانه منابع است» (کردتبار، ۱۳۸۷).

عملیات شرکتها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. زمانی که هدف شرکت به حداکثر رساندن منافع سهامداران تعریف شود، جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی و تصمیم‌گیریهای تجاری روزانه مدیران می‌تواند به تضاد منافع منجر شود که در نتیجه آن، مدیران ممکن است اهداف خودشان را دنبال کنند تا اینکه در جهت منافع سهامداران عمل کنند. هزینه‌های نمایندگی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد می‌شود (جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶).

حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌گردد. بنابراین شرکتهایی که کیفیت حاکمیت شرکتی بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه‌رو باشند (سیوارامکریشنن و یو^۳، ۲۰۰۸).

حاکمیت شرکتی، نظامی که از طریق آن شرکتها مدیریت و کنترل می‌شود. حاکمیت شرکتی و ساختار کنترلی^۴ به وزنه‌ها و روش‌های کنترلی موجود در شرکت به منظور حصول اطمینان از همسویی فعالیتها و منافع مدیریت با منافع سهامداران اشاره دارد. هنگام

^۱ - international federation accountant (IFAC)

^۲ - Jensen and Meckling

^۳ - Sivaramakrishnan and Yu

^۴ - Corporate governance and control structure (CGCS).

ارزیابی اثر بخشی حاکمیت شرکتی برخی از مهمترین معیارهایی که باید مورد توجه قرار گیرد عبارت است از درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵).

نقش هیأت مدیره در حاکمیت شرکتی بویژه اعضای غیرموظف هیأت مدیره

جایگاه هیأت مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت کننده‌ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد، دارای اهمیت ویژه‌ای است. رمز موفقیت هر شرکت در گروی هدایت مطلوب آن است به گونه‌ای که می‌توان ادعا کرد راز جاودانگی شرکت‌های معروف و خوشنام در برخورداری آنها از هر هیأت مدیره‌ای مؤثر و کارا نهفته است. تعداد متون علمی که به بررسی وظیفه و نقش مدیران غیرموظف و مشارکت آنان در یک نظام حاکمیت شرکتی مطلوب پرداخته‌اند زیاد است و هر روز به تعداد آنها افزوده می‌شود. نظام حاکمیت شرکتی مطلوب نظامی است که در آن مشکلات نمایندگی، حتی‌المقدور کاهش یابد. هم‌چنین شواهد تجربی موافق و مخالفی حاصل از پژوهش‌های انجام شده در زمینه حضور مدیران غیرموظف در هیأت مدیره شرکتها وجود دارد. از دیدگاه نظری نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیرموظف وظیفه نظارت بر سایر اعضای هیأت مدیره را بر عهده دارند. در تعداد قابل توجهی از متون علمی بر اهمیت نقش هیأت مدیره در نظام حاکمیت شرکتی و لزوم نظارت مدیران غیرموظف بر سایر مدیران تأکید شده است. بدون وجود نقش نظارتی مدیران غیرموظف این امکان وجود دارد که مدیران موظف از طریق کسب کنترل کامل طرح‌های مربوط به حقوق و مزایا و هم‌چنین ایجاد امنیت شغلی از موقعیت خود سوء استفاده کنند. برخی از پژوهش‌های علمی نشان داده است وظیفه نظارت مدیران غیرموظف بر مدیریت به گونه مؤثری اعمال شده است. علاوه بر این می‌توان جابجایی مدیران عامل را به عنوان شاخصی برای نشان دادن نظارت مؤثر مورد استفاده قرار داد. در این زمینه آثار مثبت حضور مدیران غیرموظف برای سهامداران، نمود برخی شواهد است که نشان می‌دهد واکنش مثبت قیمت سهام را هنگام انتخاب این مدیران به همراه دارد.

البته از دیدگاه نظری دیگری، مدیران غیرموظف تنها به عنوان یک عنصر مهم از ساختار غیرضروری شناخته می‌شوند. طرفداران این نظریه بر این باورند که بازار خود به صورت طبیعی به مدیران شرکت، نظم و انضباط لازم را می‌بخشد و منافع مدیران و سهامداران را همسو می‌سازد. در مجموع چنین به نظر می‌رسد که بیشتر شواهد تجربی موجود حتی با وجود برخی یافته‌های متضاد بر اهمیت نقش هر دو گروه از مدیران موظف و غیرموظف تاکید کرده‌اند؛ زیرا با وجود تفاوت میان مهارت‌های این دو گروه، توانمندیها و خدمات قابل ارائه هر دوی آنان برای هیأت مدیره ضروری است. چنین بر می‌آید که بیشتر شواهد در جهت حمایت از نقش نظارتی مدیران غیرموظف بوده است. اخیراً بحث مدیران مستقل در ایران مطرح شده، آیین نامه حاکمیت شرکتی تصویب شده که انتخاب مدیر مستقل را الزام کرده است (حساس یگانه، پوریا نسب، ۱۳۸۴).

نقش سهامداران مدیریتی و سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی

اعمال کنترل و نظارت از سوی سهامداران بویژه سهامدارانی که به طور مستقیم دارای عضو هیأت مدیره باشند، می‌تواند به عنوان یک ابزار نظارتی مؤثر برای بهبود کیفیت گزارشگری مالی مورد توجه قرار گیرد. انتظار می‌رود هرچه قدرت سهامداران برای نظارت بر فرآیند گزارشگری مالی بیشتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی بهتر شود. حقوق سهامداران در قالب میزان توانایی آنها بر اعمال کنترل منابع اقتصادی شرکت، تغییر مدیران سودجو، فرصت طلب و ناکارآمد، نظارت بر مدیران شرکت و هدایت آنها یا تغییر مالکیت تبلور می‌یابد به گونه‌ای که این امر موجب افزایش ارزش شرکت شود. سهامداران بویژه سرمایه‌گذاران نهادی نیز نقشی مهم ایفا می‌کنند. از دیدگاه نظری جایگاه سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی بسیار پیچیده است. از یک دیدگاه سرمایه‌گذاران نهادی یکی دیگر از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را باز نمایی می‌کنند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. زیرا نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی باشد برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود؛ زیرا آنها بسیار بزرگ و با نفوذ شده و در

عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند. در واقع در ادبیات مالی از تمرکز مالکیت به عنوان ساز و کاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد. با وجود این، چنین تمرکزی می‌تواند تأثیرات منفی نیز داشته باشد؛ مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می‌کند. سرمایه‌گذاران نهادی همچنین می‌توانند مشکلات نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام مالک عمده، که مشکل برخاسته از جدایی مالکیت و کنترل را کاهش می‌دهد، و خیم‌تر کنند؛ اگر چه رشد تمرکز مالکیت این مشکل را برطرف می‌کند. واقعاً یک میانجی بزرگ مانند یک سرمایه‌گذار نهادی می‌تواند مشکلات نمایندگی را به دلیل توانایی او برای کسب مزیت صرفه اقتصادی مقیاس و تنوع بخشی حل و فصل کند. با توجه به این بحث به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران نهادی در مقام سهامداران شرکتها هم علت و هم راه حل مشکل نمایندگی را بازنمایی می‌کنند. وجودشان در مقام سهامدار، باعث جدایی مالکیت و کنترل می‌شود در حالی که درگیری فزاینده‌شان در شرکتها و تمرکز کردن مالکیت، ابزاری برای نظارت بر مدیران شرکت و در واقع حل و فصل مشکلات نمایندگی به دست می‌دهد (کردتبار، ۱۳۸۷).

پیشینه تحقیق

تینیک^۱ (۱۹۷۲) با انتخاب نمونه‌ای شامل هشتاد سهام در طول نوزده روز معامله در مارس ۱۹۶۹ به این نتیجه رسید که تعداد سرمایه‌گذاران نهادی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام رابطه منفی و معنی‌داری دارد.

بنستون و هاجرمن^۲ (۱۹۷۴) اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش پایان ماه مربوط به ۳۱۴ سهم از سهام NASDAQ را در طول یک دوره پنجساله از ژانویه ۱۹۶۳ تا دسامبر ۱۹۶۷ آزمون کردند. آنها الگوی خود را به صورت لگاریتمی مطرح کردند. در این الگو،

^۱ - Tinic

^۲ - Benston and Hagerman

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام به عنوان متغیر وابسته و تعداد سرمایه گذاران نهادی نیز از جمله متغیرهای مستقل است. نتایج تحقیق آنها بیانگر رابطه مثبت و معنی دار بین این دو متغیر در طول دوره زمانی تحقیق است.

همیلتون^۱ (۱۹۷۶ و ۱۹۷۸) نیز به وجود رابطه منفی و معنی دار بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد سرمایه گذاران نهادی پی برد.

فابوزی^۲ (۱۹۷۹) به بررسی عوامل مؤثر بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداخت؛ از جمله عوامل مؤثر بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام که در تحقیق او مورد بررسی قرار گرفت درصد سرمایه گذاران نهادی بود. نمونه آماری او شامل ۲۳۹ شرکت خارج از بورس در ماه فوریه سال ۱۹۷۷ بود. او هیچگونه رابطه معنی داری بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه گذاران نهادی نیافت.

دیاموند^۳ (۱۹۸۵) توالی تغییرات در افشای اطلاعات را تجزیه و تحلیل می کند و نشان می دهد که افزایش افشای اطلاعات به واسطه افزایش دقت و صراحت اطلاعات عمومی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و معامله گران می شود. در نتیجه، جستجوگری به دنبال اطلاعات خصوصی^۴ شرکتها کاهش می یابد. بنابراین حاکمیت شرکتی قوی تر سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و معامله گران می گردد و بالطبع اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می یابد. کاهش در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام باعث افزایش معاملات سهام و نقدشوندگی سهام در بازار می گردد (گلستن و میلگرام^۵، ۱۹۸۵). از جنبه نظری، حاکمیت شرکتی ضعیف، نقدشوندگی سهام شرکت را کاهش می دهد؛ زیرا حاکمیت شرکتی ضعیف به کاهش شفافیت مالی و عملیاتی شرکت منجر می گردد (کایل^۶، ۱۹۸۵).

^۱ - Hamilton

^۲ -Fabozzy

^۳ - Diamond

^۴ -Private Information

^۵ -Glosten and Milgrom

^۶ -Kyle

ونکاتش و چیانگ^۱ (۱۹۸۸) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۵۶ سهم از سهام NYSE در سال ۱۹۷۳ به بررسی رابطه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند و رابطه معنی‌داری بین این دو متغیر نیافتند.

ادماتی و فلیدرر^۲ (۱۹۸۸) بیان می‌کنند که رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی به بار اطلاعاتی مالکان سهام بستگی دارد. از آنجا که سرمایه‌گذاران نهادی موجود در نمونه آنها کمتر یا برابر با بازارگردانها از اطلاعات خصوصی موجود در مورد سهام شرکتها مطلع بودند در نتیجه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با افزایش درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، کاهش یافت.

کتاری و لاکس^۳ (۱۹۹۵) نشان دادند که نهادهای سرمایه‌گذاری اطلاعات نهانی در مورد سهام شرکتها دارند. در نتیجه معاملاتی که سرمایه‌گذاران نهادی در آنها دخیل هستند حاوی اطلاعات خصوصی است. این‌گونه معاملات هزینه‌های بازارگردانها را افزایش می‌دهد و باعث افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کاهش نقدشوندگی بازار سهام می‌شود.

برنان و ساپرامانیام^۴ (۱۹۹۵) نیز به نقش سرمایه‌گذاران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت اشاره، و چنین بیان می‌کنند که افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را کاهش می‌دهد.

سارین^۵ و همکاران (۱۹۹۶) به وجود رابطه مثبت بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی برای نمونه‌ای شامل ۷۸۶ سهم از NYSE و AMEX پی بردند.

هان و ساک^۶ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیریهایی مربوط به تجزیه سهام را از دو بعد مالکیت افراد داخلی و عدم تقارن اطلاعات ارزیابی کنند. نتایج

^۱ -Venkatesh and Chiang

^۲ -Admati and Pfleiderer

^۳ -Kothare and Laux

^۴ -Brennan and Subrahmanyam

^۵ -Sarin and others

^۶ - Han, K. C., & Suk, D. Y

تحقیق آنها بیانگر وجود رابطه مثبت بین بازده‌های ناشی از تجزیه سهام و مالکیت افراد داخلی است. اگر مالکیت افراد داخلی جایگزینی برای عدم تقارن اطلاعات باشد، تجزیه سهام می‌تواند به طور بالقوه به صورت ساختاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعات بین افراد داخلی و افراد خارجی عمل کند. بنابراین یک توضیح مورد قبول برای اثر تعدیل کننده مالکیت افراد داخلی می‌تواند این باشد که تجزیه سهام، ساختار حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود که عدم تقارن اطلاعات بین افراد داخلی و سرمایه‌گذاران بیرونی را کاهش می‌دهد. این توضیح به طور غیر مستقیم دلالت می‌کند بر اثر مثبت مالکیت افراد داخلی بر نقدشوندگی سهام بعد از تجزیه سهام، که با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اندازه‌گیری می‌شود.

کلاسنس و همکاران^۱ (۲۰۰۰) نشان دادند که تمرکز فراوان مالکیت افراد داخلی می‌تواند به تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری ضعیف منجر گردد. بنابراین به نظر می‌رسد مالکیت افراد داخلی عامل مهمی است که می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر تصمیمات مالی شرکت داشته باشد. آنها نشان دادند که ساختار مالکیت بسیاری از شرکتهای آسیای شرقی از جمله بسیاری از شرکتهای تایلندی از تمرکز بسیاری برخوردار است. بسیاری از این شرکتهای نیز شرکتهایی هستند که کنترل خانوادگی بر آنها اعمال می‌شود.

کلاسنس و همکاران (۲۰۰۰) به این نکته اشاره می‌کنند که استفاده از ساختارهای مالکیت هرمی در آسیای شرقی بسیار رایج است. به علاوه، گروه مدیریت به همراه اعضای خانواده در رأس مالکیت هرمی معمولاً بزرگترین دارنده بلوک سهام هستند. آنها شواهد پشتیبانی برای این موضوع فراهم آوردند که خانواده‌هایی که مدیریت شرکت در دست آنهاست به جای دادوستد سهام، سهام خود را نگه می‌دارند. هم‌چنین نشان دادند که با اینکه تجزیه سهام، تعداد سهام موجود برای سرمایه‌گذاران خرده فروش یا افراد بیرونی را افزایش می‌دهد، نسبت زیاد سهام نگهداری شده توسط افراد داخلی مانع از اثر مثبت تجزیه

^۱ - Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P

سهام بر نقدشوندگی سهام می‌گردد. بنابراین نقدشوندگی سهام باید بعد از تجزیه سهام برای شرکتهایی بدون تغییر باقی بماند که مالکیت افراد داخلی در قوی است.

جینگز و همکاران^۱ (۲۰۰۲) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نزدیک^۲ پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که درصد فراوان سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی به طور معنی داری بسته به نوع نهادهای سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند و بستگی به بزرگترین بلوک سهام دارد که توسط هر نهاد نگهداری می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش هزینه‌های نقدشوندگی سهام از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت می‌شود.

لئوز و همکاران^۳ (۲۰۰۳) با به کارگیری معیارهای متعددی از حاکمیت شرکتی از جمله اعضای غیرموظف هیأت مدیره نشان دادند که حاکمیت شرکتی قوی و مؤثر با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت باعث افزایش شفافیت مالی و عملیاتی می‌گردد و در نتیجه نقدشوندگی سهام را از طریق کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌دهد.

وافیس^۴ (۲۰۰۵) نشان داد که هیأت مدیره‌ای که کارهای مؤثرتری در جهت نظارت بر مدیریت انجام می‌دهد، سبب افزایش کیفیت و تعداد دفعات انتشار اطلاعات توسط مدیریت می‌گردد. شرکتهایی که هیأت مدیره قوی تر و مؤثرتری دارند، پیش‌بینی‌های سود بیشتر و صحیحتری انجام می‌دهند. در واقع کیفیت بهتر هیأت مدیره باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد.

¹ - Jennings and et al

² -NASDAQ

³ -Leuz and et al

⁴ -Vafeas

مدیران ممکن است به دلایل مختلف از جمله شانه خالی کردن از مسئولیت، خطرگریزی و ... ارزش شرکت را از ارزش واقعی آن دور نگه دارند. احتمالاً حاکمیت شرکتی، شفافیت عملیاتی را با افزایش کیفیت مدیریت و هم‌چنین نزدیک کردن ارزش شرکت به ارزش واقعی آن بهبود می‌بخشد. حاکمیت شرکتی با افزایش نظم رفتاری مدیریت از منافع سهامداران پشتیبانی می‌کند و باعث کاهش احتمال دور نگذاشتن ارزش شرکت از ارزش واقعی آن توسط مدیران می‌گردد (بیچاک^۱ و همکاران، ۲۰۰۵).

در شرکت‌هایی که مالکیت افراد داخلی در آنها قوی است، افراد بیرونی ممکن است با انتخاب نادرست روبه‌رو باشند. بنابراین تجزیه سهام در این گونه شرکتها علامت مطلوب مورد انتظاری به شمار نمی‌رود و در نتیجه بر معامله سهام و هم‌چنین نقدشوندگی سهام تأثیر نمی‌گذارد. به طور خلاصه این فرضیه مطرح است که ساختارهای با تمرکز مالکیت زیاد باید تأثیر با اهمیتی بر نقدشوندگی سهام بعد از تجزیه سهام داشته باشند. علت این است که سهامی که توسط افراد داخلی و مالکان خانوادگی نگهداری می‌شود معمولاً به طور فعال دادوستد نمی‌شود. اگر درصد سهامی که توسط افراد داخلی نگهداری می‌شود بالا باشد، متعاقباً تعداد سهام باقی مانده برای دادوستد در بازار کم خواهد ماند. بنابراین افزایش نقدشوندگی سهام برای سهم‌هایی که تمرکز مالکیت افراد داخلی در آنها فراوان است، باید کم باشد؛ زیرا این گونه سهمها دیگر برای سرمایه‌گذاران بیرونی جذاب نخواهد بود (گرگیتی سانسورن^۲ و دیگران، ۲۰۰۶).

کاناگارتنام و همکاران^۳ (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییرات نقدشوندگی سهام، قبل و بعد از آگهیهای سود سه ماهه پرداختند. آنها نقدشوندگی سهام را با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و عمق بازار سهام اندازه‌گیری کردند. روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق آنها رگرسیون حداقل مربعات عادی دو مرحله‌ای است. معیارهای حاکمیت شرکتی تحقیق آنها

^۱ -Bebchuk

^۲ -Gorkitisunthorn and others

^۳ - Kanagaretnam and et al

شامل استقلال هیأت مدیره، اثربخشی هیأت مدیره، فعالیتهای هیأت مدیره و درصد سهام متعلق به مدیران و کارکنان است. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر این است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه‌ای منفی و معنی‌دار و عمق بازار سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه‌ای مثبت و معنی‌دار دارد؛ یعنی فرضیه رابطه مثبت و معنی‌دار بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام مورد تأیید است.

چانگ و همکاران^۱ (۲۰۰۹) به بررسی رابطه تجربی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی بهتری دارند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتری دارند؛ شاخص کیفیت بازار بیشتری دارند و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی نیز در آنها کمتر است. علاوه بر این، آنها نشان دادند که تغییرات در معیارهای نقدشوندگی ارتباط معنی‌داری با تغییرات در شاخص حاکمیت شرکتی در طول زمان دارد. احتمالاً شرکتها با به کارگیری استانداردهای حاکمیت شرکتی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش، و از این طریق، نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع توصیفی-همبستگی بود، و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، نوعی تحقیق کاربردی است. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. روشهای رگرسیونی مورد استفاده در تحقیق، روش رگرسیون مقطعی و روش رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. این روش، داده‌های مقطعی و سری زمانی را با یکدیگر ترکیب می‌کند؛ بدین معنی که متغیرهای تعریف شده در این تحقیق را از دو جنبه مورد بررسی قرار می‌دهد. از یک سو میان شرکت‌های مختلف موجود در نمونه و از سوی دیگر در دوره زمانی سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵.

^۱ - Chung and et al

فرضیه‌های تحقیق

- ۱- بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی داری وجود دارد.
- ۲- بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام و درصد سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه معنی داری وجود دارد.

سنجش متغیرهای تحقیق

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام^۱ (BA)

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است با استفاده از فرمول زیر به دست می‌آید که در تحقیق آمیهاد و مندلسون (۱۹۸۶)، ونکاتش و چیانگ^۲ (۱۹۸۶)، ریان^۳ (۱۹۹۶) و برخی از تحقیقات داخلی به کار گرفته شده است:

$$BA_i = \frac{AP - BP}{\frac{AP + BP}{2}}$$

i = نمونه مورد بررسی

BA = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی روزانه سهام

AP = بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز

BP = بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز

در نهایت از آن رقم به دست آمده برای روزهای مختلف میانگین‌گیری می‌شود و رقم نهایی در تحلیلهای آماری برای سال مورد نظر مورد استفاده قرار می‌گیرد.

درصد سرمایه‌گذاران نهادی

نسبت (درصد) سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه‌گذاری عمده نگهداری می‌شود به کل سهام منتشر شده و در دست سهامداران است.

^۱ -Bid-Ask Spread

^۲ -Venkatesh & Chiang

^۳ -Ryan

درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره

نسبت (درصد) اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره است.

جامعه و نمونه آماری

این تحقیق، براساس اطلاعاتی از صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۵-۱۳۸۱، است. به لحاظ بررسی دقیقتر پس از خارج کردن شرکتهای سرمایه گذاری^۱، شرکتهای فعال در سایر صنایع، انتخاب شد. به صورتی که در هر مرحله، یک شرط، قرار داده می شود و بر اساس آن شرط، شرکت، انتخاب می گردد. بدین ترتیب، شرکتهایی که معیارهای ذکر شده را دارا بوده اند، جزء نمونه قرار گرفته اند.

معیارهای لحاظ شده برای انتخاب شرکتهای

معیارهای لحاظ شده برای انتخاب شرکتهای عبارت است از:

- الف) این شرکتهای باید قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۱، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
- ب) این شرکتهای نباید در طول سالهای ۱۳۸۵-۱۳۸۱ معاملاتشان در بورس، دچار وقفه شده باشد؛ به عبارت دیگر، سهام این شرکتهای باید در طول این سالهای در بورس، فعال، و طول وقفه، نباید بیشتر از سه ماه باشد.
- ج) پایان سال مالی این شرکتهای باید پایان اسفندماه هر سال، و شرکت نباید در فاصله سالهای ۱۳۸۵-۱۳۸۱ تغییر سال مالی داده باشد.
- د) دسترسی لازم به صورتهای مالی و یادداشتهای توضیحی همراه آنها وجود داشته باشد.

با لحاظ کردن این شرایط، تعداد نمونه انتخابی از جامعه آماری، ۱۱۱ شرکت و به عبارتی ۵۵۵ (سال- شرکت) انتخاب شد

^۱ - شرکتهای سرمایه گذاری به دلیل تفاوت نوع فعالیت آنها از جامعه آماری حذف شدند.

روش جمع آوری اطلاعات و داده‌ها

برای گردآوری اطلاعات لازم به منظور این تحقیق از نرم‌افزار شرکت تدبیرپرداز و هم‌چنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

الگوی تحقیق

با توجه به مطالب یادشده در مورد متغیرهای توضیحی، الگوی تحقیق که بر گرفته از الگوی تحقیق چانگ و همکاران (۲۰۰۹) است به صورت زیر نشان داده می‌شود. البته محدودیت به کارگیری الگوی تحقیق چانگ و همکاران این است که آنها در تحقیق خود از ۵۱ معیار حاکمیت شرکتی استفاده کرده‌اند لیکن در ایران بسیاری از معیارهای حاکمیت شرکتی مورد استفاده در تحقیق چانگ و همکاران در دسترس نیست.

$$BA = \beta_0 + \beta_1 OUSD + \beta_2 INSTOWN + e$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

BA^۱ = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، OUSD^۲ = درصد اعضای

غیرموظف هیأت مدیره، INSTOWN^۳ = درصد سرمایه‌گذاران نهادی، β_0 نیز ضریب

ثابت و e = ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل

از عوامل رگرسیونی است. در صورت رد فرض H_0 ، فرض H_1 پذیرفته خواهد شد که بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین متغیرهای وابسته و مستقل است.

آزمون فرضیه‌ها

برای برآورد الگوهای رگرسیون خطی معمولاً از روش کمترین مجذورات معمولی

استفاده می‌شود. این روش، ویژگیهای مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده خطی

بدون تورش را دارد؛ اما برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین

^۱ - Bid-Ask Spread

^۲ - Outside Directors

^۳ - Institutional Ownership

مجذورات تعمیم یافته، یعنی GLS^۱ استفاده می‌شود. روش GLS اقدام به موزون کردن متغیرهای الگوی الگوی رگرسیون می‌کند. به همین دلیل این روش را روش کمترین مجذورات موزون (WLS یا Weighted LS) می‌نامند. روشهای آماری مورد استفاده در این تحقیق روش رگرسیون مقطعی و روش رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند بر اساس محاسبه نرم افزار Eviews استفاده شده است. بر این مبنای در صورتی که نتایج حاصل در قسمت Probability از ۵٪ بزرگتر باشد، فرض صفر مبنی بر توزیع نرمال طبق آماره Jarque-Bera پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها دلالت دارد. فرضیه‌ها از طریق نتایج الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفتند. روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

۱- روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند.

۲- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضای داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد.

۳- روش تأثیر ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد است.

۴- روش تأثیرات تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند.

قبل از تخمین و استنباط آماری رگرسیون، لازم است نوع روش تخمین داده‌های ترکیبی تعیین شود. بدین منظور با استفاده از آماره F فرض برابری عرض از مبدأها برای انتخاب از بین الگوهای تأثیرات ثابت و الگوی داده‌های ادغام شده، آزمون شد. از سوی دیگر برای تعیین الگوی اثر تصادفی در مقابل الگوی pooled از آزمون LM بریوش پاگان استفاده شد. پس از این آزمونها مشخص شد که الگوی تأثیرات ثابت و الگوی اثر تصادفی بر الگوی داده‌های ادغام شده برتری ندارد؛ بنابراین از الگوی داده‌های ادغام شده استفاده

^۱-Generalized Least Squares Method

گردید.

آزمون معنی دار بودن الگوی مربوط به فرضیه‌ها

به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. با مقایسه آماره F و F جدول، که با درجات آزادی $K-1$ و $n-K$ در سطح خطای 5% محاسبه شده، کل الگوی فرضیه مورد بررسی قرار گرفته است.

آزمون معنی داری متغیرهای مستقل

برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر الگوی از آماره t استفاده شده است. آماره t به دست آمده با t جدول که با درجه آزادی $n-k$ در سطح اطمینان 95% محاسبه شده مقایسه می‌شود. چنانچه قدرمطلق t محاسبه شده از t جدول بزرگتر باشد، ضریب مورد نظر معنی دار خواهد بود که دلالت بر ارتباط بین متغیر مستقل و وابسته است.

آزمون همخطی

آزمونهای آماری نشان می‌دهد که مشکل همخطی نیز بین متغیرهای مستقل تحقیق وجود ندارد.

خودهمبستگی و چگونگی رفع آن

یکی از مشکلات معمول در الگوی رگرسیون، وجود همبستگی بین جملات پسماند است. خودهمبستگی نقض یکی از فرضهای استاندارد الگوی رگرسیون است. به این ترتیب ویژگیهای بهترین برآوردکننده خطی بدون تورش خدشه‌دار می‌شود و در نتیجه استنباط آماری قابل اعتماد نخواهد بود. مشکل خود همبستگی می‌تواند به صورت خود بازگشت از مرتبه اول $AR(1)$ باشد. از آماره دوربین واتسون می‌توان به منظور تعیین بود نبود خود همبستگی مرتبه اول در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره‌های دوربین واتسون حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون مقطعی بیانگر عدم وجود خودهمبستگی

است. دورین واتسون حاصل از آزمون اولیه فرضیه‌های تحقیق با استفاده از داده‌های ترکیبی تقریباً برابر ۱/۴۹ است که در جدول شماره ۱ نشان داده شده و بیانگر وجود مشکل خودهمبستگی در الگوی رگرسیون تحقیق است.

جدول ۱: خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون اولیه فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیرهای مستقل	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	۰/۰۵۲۲۸۷	۰/۰۱۲۸۲۳	۴/۰۷۷۶۳۱	۰/۰۰۰۱
OUT	۰/۰۳۹۶۲	۰/۰۱۷۵۱۷	۰/۴۰۵۲۱۳	۰/۶۸۵۵
INSTOWN	۰/۰۰۱۵۴۸	۰/۰۰۹۷۵۸	۰/۱۵۸۶۱۵	۰/۸۷۴
R-squared	۰/۰۷۱۴۱۹	Mean dependent var	۰/۱۷۹۱۴۱	
Adjusted R-squared	۰/۰۶۸۰۵۵	S.D. dependent var	۰/۱۷۵۹۳۶	
S.E. of regression	۰/۱۶۹۸۴۴	Sum squared resid	۱۵/۹۲۳۴۹	
F-statistic	۲۱/۲۲۷۸	Durbin-Watson stat	۱/۴۹۵۵۲	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

بنابراین برای رفع مشکل خودهمبستگی از تصحیح خود بازگشت مرتبه اول (AR(1) استفاده شد. دورین واتسون حاصل از آزمون فرضیه‌ها پس از تصحیح خود بازگشت مرتبه اول برابر با ۲/۰۰۱۴۹۷ است. نتایج آزمون فرضیه‌ها پس از رفع مشکل خود همبستگی به شرح نگاره ۴، است.

آمار توصیفی

جدول شماره ۲ آماره‌های توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق را نشان می‌دهد:

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	درصد سرمایه گذاران نهادی عمده
تعداد شرکت سال	۵۵۵	۵۵۵	۵۵۵
حداقل	-۰/۱۳۲۵۰۵	۰/۱۴	۰
حداکثر	۱/۶۳۳۲۶۹	۱	۰/۹۸۴۲
میانه	۰/۰۵۴۱۲۵	۰/۶	۰/۵۱۹
میانگین	۰/۱۲۳۰۱۱	۰/۶۴۱۶۴	۰/۴۶۶۷۸
انحراف معیار	۰/۱۹۵۹۹۸	۰/۱۷۳۵۹۴	۰/۳۳۱۲۲۱
چولگی	۱/۱۱۳۱۲۷	-۰/۱۵۱۰۷۲	-۱/۵
کشیدگی	۲/۷۲۸۲۱۳	۲/۹۱۸۱۵۶	۳/۲۵
آماره جاگ- براگا	۱/۰۴۷۹۳۳	۲/۲۶۵۹۹۵	۱/۸۸۸۰۲۱
(p-value)	۰/۵۹۲۲	۰/۳۲۲۱	۰/۳۸۹۱

جدول شماره ۲ حاوی آمار توصیفی داده‌های مورد مطالعه برای استفاده در رگرسیون خطی است. با توجه به اینکه از روش ترکیب داده‌های سری زمانی و مقطعی هم برای آزمون فرضیه‌های تحقیق استفاده می‌کنیم، تعداد مشاهدات سال - شرکت بر اساس داده‌های ترکیبی متوازن، ۵۵۵ مشاهده بوده است. بررسی متغیرهای توضیحی نشان می‌دهد به طور میانگین ۶۴/۱۶٪ از اعضای هیأت مدیره در شرکتهای عضو نمونه، غیر موظف هستند که بررسی این درصد در سالهای مختلف بیانگر ثبات میانگین این متغیر طی سالهای تحقیق است. از سوی دیگر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی عمده به طور میانگین ۴۶/۶۷٪ است که بیشترین درصد مالکیت سهامداران نهادی عمده ۹۸/۴۲٪ و کمترین این نسبت صفر به زمانی مربوط است که سرمایه گذار نهادی عمده وجود ندارد. میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش معادل ۰/۱۲۳۰ است که با توجه به شاخص پراکندگی انحراف معیار ۰/۱۹۵۹ نشان می‌دهد که میزان پراکندگی این متغیر یا به عبارت دیگر میزان پراکندگی نقدشوندگی در شرکتهای مختلف زیاد است. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه آن با توزیع نرمال با استفاده از آماره جاگ-براگا

نشان می‌دهد که تمام متغیرهای تحقیق به صورت نرمال توزیع شده است.

تجزیه و تحلیل رگرسیون

اولین تحلیل، فرضیه‌ای را آزمون می‌کند که بیانگر رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره است. هرچه درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بیشتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی افزایش، و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها درنتایج تحقیق، ضریب همبستگی منفی انتظار می‌رود.

دومین تحلیل، فرضیه‌ای را آزمون می‌کند که بیانگر رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد سرمایه‌گذاران نهادی است. هرچه درصد سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر باشد، کیفیت حاکمیت شرکتی افزایش و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها درنتایج تحقیق، ضریب همبستگی منفی انتظار می‌رود.

جدول ۳ نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون مقطعی را برای هر یک از سالهای ۱۳۸۵-۱۳۸۱ نشان می‌دهد.

جدول ۳: خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون مقطعی

سال	متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	p-value	R^2 تعدیل شده	آماره F	نتیجه فرضیه
۱۳۸۱	BID	OUTD	۰/۰۴۷۹۲۳	۰/۱۰۲۸۵۳	۰/۴۶۵۹۳۹	۰/۶۴۲۲	۰/۰۰۵۱۶۵	۳/۹۲۸۵۵۵	رد
		INSTOWN	-۰/۰۶۹۰۹	۰/۰۴۸۴۷۶	-۱/۴۲۵۲۷	۰/۱۵۷			رد
۱۳۸۲	BID	OUTD	۰/۱۲۸۰۱۱	۰/۰۸۱۴۹۷	۱/۵۷۰۷۴	۰/۱۱۹۲	۰/۰۰۸۳۸۷	۳/۷۴۶۵۱۷	رد
		INSTOWN	-۰/۰۲۹۵۶	۰/۰۴۲۷۰۴	-۰/۶۹۲۱۲	۰/۴۹۰۴			رد
۱۳۸۳	BID	OUTD	۰/۰۷۱۲۳	۰/۰۸۲۴۵۵	۰/۸۶۳۸۶۲	۰/۳۸۹۶	۰/۰۱۰۲۷۴	۳/۸۴۴۰۶۶	رد
		INSTOWN	-۰/۰۱۴۶۶	۰/۰۴۶	-۰/۳۱۸۶۵	۰/۷۵۰۶			رد
۱۳۸۴	BID	OUTD	-۰/۱۱۳۱۳	۰/۱۵۱۱۸۶	-۰/۷۴۸۲۶	۰/۴۵۵۹	۰/۰۴۷۰۲۳	۳/۷۱۳۹۰۸	رد
		INSTOWN	۰/۲۱۴۹۴۲	۰/۰۸۰۳۶۷	۲/۶۷۴۴۸۵	۰/۰۰۸۶			قبول
۱۳۸۵	BID	OUTD	-۰/۱۹۹۹۴	۰/۰۹۶۳۷۶	-۲/۰۷۴۶۲	۰/۰۴۰۴	۰/۰۴۸۳۶۶	۳/۷۹۵۳۵۲	قبول
		INSTOWN	۰/۰۸۵۶۵۳	۰/۰۵۰۶۸۲	۱/۶۹۰۰۲۳	۰/۰۹۳۹			رد

نتایج بیانگر این است که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد سرمایه گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره برای هر یک از سالهای ۱۳۸۱-۱۳۸۳ رابطه معنی داری وجود ندارد. بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سال ۱۳۸۴ رابطه معنی داری وجود ندارد. اما درصد سرمایه گذاران نهادی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه معنی دار بسیار ضعیفی دارد. در سال ۱۳۸۵ فقط درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره رابطه معنی دار ضعیفی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام دارد و درصد سرمایه گذاران نهادی با متغیر وابسته تحقیق رابطه معنی داری ندارد. بنابراین به طور کلی بین متغیرهای وابسته و مستقل برای هر یک از سالهای ۱۳۸۱-۱۳۸۵ در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی دار بااهمیتی وجود ندارد. ضریب تعیین تعدیل شده برای سالهای ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵، که رابطه معنی دار بسیار ضعیف بین یکی از متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد، فقط حدود چهار درصد است.

جدول ۴: خلاصه نتایج آماری آزمون فرضیه‌ها با استفاده از رگرسیون ترکیبی

متغیرهای مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	Prob	رابطه	سطح معنی داری
C	۰,۰۴۱۳۰۴	۰,۰۰۷۲۳۱	۵,۷۱۲۳۸	۰,۰۰۰۰	مثبت	%۹۹
OUTD	۰,۰۰۸۳۱۸	۰,۰۱۰۵۴۵	۰,۷۸۸۸۳۲	۰,۴۳۰۶	مثبت	بدون معنی
INSTOWN	-۰,۰۱۱۷۸	۰,۰۰۶۴۲۶	-۱,۸۳۳۴۵۹	۰,۰۶۷۴	منفی	بدون معنی
AR(1)	۰,۳۰۳۸۲۳	۰,۰۳۸۵۷۴	۷,۸۷۶۳۴۸	۰,۰۰۰۰	مثبت	%۹۹
R ²	۰,۱۹۳۴۳۳	Mean dependent var	۰,۲۷۲۶۰۱			
$\overline{R^2}$	۰,۱۸۷۹۳۳	S.D. dependent var	۰,۲۲۱۵۰۹			
S.E.of regression	۰,۱۹۹۶۱۳	Sum squared resid	۱۷,۵۳۱۹			
F-statistic	۳۵,۱۷۳۹۳	Durbin-Watson stat	۲/۰۰۱۴۹۷			
Prob(F-statistic)	0.0000					

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیون ترکیبی برای سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ بیانگر رابطه مثبت و بدون معنی بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و درصد سرمایه‌گذاران نهادی در سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ رابطه‌ای منفی و بدون معنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد برقرار است. نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول ۴ آورده شده است.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق، فرضیه مطرح شده مبنی بر وجود رابطه معنی‌دار، بین نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیات، بیانگر این است که بین نقدشوندگی سهام، که معیار آن اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است، و حاکمیت شرکتی که معیارهای آن درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی است، رابطه معنی‌داری وجود ندارد؛ یعنی تغییر در معیارهای حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این تحقیق، توجیه‌کننده تغییرات در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیست. در نتیجه برخلاف ادبیات موجود، تغییر در درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توجیه‌کننده تغییرات در نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیست. به نظر می‌رسد یکی از دلایل این امر عدم آگاهی مدیران غیرموظف از وظایف سازمانی خود است. این مدیران خود را فارغ از مسئولیت پاسخگویی در مقابل نهادهای پاسخ‌خواه می‌دانند؛ لذا وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند و حضور این مدیران در ترکیب اعضای هیأت مدیره جنبه تشریفاتی پیدا کرده است. بین نقدشوندگی سهام و درصد سرمایه‌گذاران نهادی نیز رابطه معنی‌دار با اهمیتی وجود ندارد. سرمایه‌گذاران نهادی بخش عمده‌ای از سهام شرکت را در اختیار دارند و هم‌چنین نمی‌توانند به یکباره سهام مورد تملک خود را عرضه کنند و از شرکت خارج شوند، زیرا عرضه عمده و در حجم زیاد سهام، سبب

کاهش قیمت سهام خواهد شد. بنابراین پایین بودن میزان خرید و فروش سهام نگهداری شده توسط سرمایه گذاران نهادی مانع از افزایش نقدشوندگی سهام شرکتها شود.

محدودیت‌های تحقیق

مهمترین محدودیت‌های این پژوهش به شرح زیر است:

- ۱- عدم دسترسی به سایر معیارهای حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران. برخی از تحقیقات خارجی مشابه، معیارهای متعددی را به عنوان ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی به کار گرفته‌اند.
- ۲- عدم امکان تعمیم یافته‌های تحقیق به شرکتهای صنعت سرمایه گذاری، بیمه، لیزینگ و بانکها. دلیل این امر نیز تفاوت در نوع فعالیت این شرکتها و ماهیت ارقام مندرج در صورت‌های مالی آنهاست.

پیشنادهای تحقیق

الف- پیشنهادهای نتایج تحقیق

- با توجه به نتایج این تحقیق به نظر می‌رسد که نقش مدیران غیرموظف و سرمایه گذاران نهادی به عنوان دو ساز و کار حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران در زمینه نقدشوندگی سهام شرکتها بسیار ضعیف است؛ بنابراین:
- ۱- سیاستگذاران بازار باید توجه داشته باشند که حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره به تنهایی کافی نیست و ممکن است توجه به سایر ویژگیهای هیأت مدیره مناسب‌تر باشد. این ابزار نظارتی باید به کاهش تضاد میان سهامداران و مدیران کمک کند و بنابراین باید به تقویت این ابزار در کشور کمک کرد.
 - ۲- سرمایه گذاران نهادی باید نقش فعالتری را در زمینه نظارت ایفاء و به همسو شدن منافع مدیران و سهامداران کمک کنند.
 - ۳- استفاده کنندگان از گزارشهای مالی هم باید بدانند که حضور تعداد خاصی مدیر غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره و یا درصد مالکیت نهادها در یک شرکت، اطمینان

کافی از کیفیت اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام را فراهم نمی‌کند.

۴- پیشنهاد می‌شود افشای بیشتری در مورد اطلاعات حاکمیت شرکتی از طریق یادداشتها و یا سایر ابزارها، صورت بگیرد تا استفاده کنندگان صورتهای مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعات با کیفیت دست یافته‌اند.

۵- پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس و اوراق بهادار، سیستم منسجمی را به منظور ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اعمال کند.

ب- پیشنهاد برای تحقیقات آینده

۱- بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام شرکتهای در گروه صنایع جداگانه در بورس اوراق بهادار تهران

۲- تحقیقاتی با دوره زمانی طولانی تر صورت گیرد.

۳- اجرای این پژوهش با در نظر گرفتن سایر معیارهای حاکمیت شرکتی

۴- همچنین می‌توان تحقیق را با استفاده از الگوهای ریاضی و آماری جدید نظیر شبکه عصبی دنبال کرد. در این صورت، روایی خارجی این پژوهش نیز ممکن است افزایش یابد یا نتایج جدید به دست آید.

منابع و مأخذ

- حساس یگانه، یحیی و امیر پوریان‌نسب، ۱۳۸۴. نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتهای سهامی، ماهنامه حسابدار، شماره‌های ۱۶۴ و ۱۶۵، مهر و آبان ۱۳۸۴.
- رسائیان، امیر، ۱۳۸۵. رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران.
- صلواتی، شاپور و امیر رسائیان، ۱۳۸۶. بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۳، ص. ۱۶۳-۱۴۳.

- کردتبار، حسین، ۱۳۸۷. بررسی ارتباط بین اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی عمده با رفتار مدیریت سود شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه مازندران.

۱- مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی، ۱۳۸۵. بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، ص ۲۵.

۲- مهرانی، ساسان و امیر رستایان، ۱۳۸۸. بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، مجله حسابداری دانشگاه شیراز، ص. ۲۳۰-۲۱۷.

- Admati, A. R., & Pfleiderer, P. 1988. A theory of intraday patterns: Volume and price variability. *Review of Financial Studies*, 1, 1-40.
- Amihud, Y and Mendelson, H., 1986. Asset pricing and the bid-ask spread, *Journal of Financial Economics* 17 (2), 223-249.
- Bacidore, J. M., and G. Sofianos, 2002. Liquidity Provision and Specialist Trading in NYSE-listed Non-U.S. Stocks, *Journal of Financial Economics*, 63 (2002), 133-158.
- Bebchuk, L. A., and A. Cohen, 2005. The Costs of Entrenched Boards, *Journal of Financial Economics*, pp. 409-433.
- Benston, G. and R. Hagerman, 1974. Determinants of Bid-Asked Spreads in the OTC Market, *Journal of Financial Economics*, pp. 353-364.
- Brennan, M., & Subrahmanyam, A. 1995. Investment analysis and price formation in securities markets, *Journal of Financial Economics*, 38, 361-381.
- Brockman, P., and D. Y. Chung, 2003. Investor Protection and Firm Liquidity, *Journal of Finance*, pp. 921-937.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L. H. P. 2000. The separation of ownership and control in East Asian corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, p. 81.
- Chung, K., Elder, J and Jang-Chul Kim, 2009. Corporate Governance and Liquidity, Forthcoming in the *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Coffee, J. Jr., 1999. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications, *Northwestern University Law Review* 93, 641-707.
- Diamond, D.W. 1985. Optimal Release of Information by Firms, *Journal of Finance*, 40, 1071-1094.
- Fabozzi, F. 1979. Bid-ask spread for over-the-counter stocks, *Journal of Economics and Business*, 32, 56-65.

- Glosten, L. R., and P. R. Milgrom, 1985, Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14:71–100, October.
- Gorkittisunthorn, M., & Jumreornvong, S, 2006. Insider ownership bid–ask spread, and stock splits: Evidence from the Stock Exchange of Thailand, *International Review of Financial Analysis*, and Article in press, Available online at Sciencedirect.com.
- Han, K. C., & Suk, D. Y. 1998. Insider ownership and signals: Evidence from stock split announcement effects, *Financial Review*, 33, 1–24
- Hamilton, J., 1976. Competition, Scale Economics, and Transaction Cost in the Stock Market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, pp. 779-802.
- Hamilton, J., 1978. Marketplace Organization and Marketability: NASDAQ, the Stock Exchange, and the National Market System, *Journal of Finance*, pp. 487-503.
- Jensen, M.C., Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structures, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. December, pp.305-60.
- Jennings, William W; Schnatterly, Karen; and Paul J. Seguin, 2002. Institutional Ownership, Information and Liquidity, *Innovations in Investments and Corporate Finance*, Volume 7, pages 41–71.
- Kanagaretnam, Kiridaran (Giri); Lobo, Gerald J; and Dennis J. Whalen, 2009. [Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?](#) , *Journal of Accounting and Public Policy*, Forthcoming
- Kothare, M., & Laux, P. 1995. Trading costs and the trading systems for Nasdaq stocks, *Financial Analysts Journal*, 42–53.
- Kyle, A. S., 1985. Continuous auctions and insider trading, *Econometrica* 53(6):1315–1335, November.
- Leuz, Christian, D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison, *Journal of Financial Economics*, 69 (2003), 505-527.
- Ryan, H., 1996. The Use of Financial Ratios as Measures of Determinants of Risk in the Determination of the Bid-Ask Spread, *Journal of Financial and Strategic Decisions*, pp.33-40.
- Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K, 1996, Ownership Structure and Stock Market Liquidity, Working paper, Santa Clara, CA, Santa Clara University.
- Sivaramakrishnan, K and Shaokun Carol Yu, 2008. On the Association between Corporate Governance and Earnings Quality, available at ssrn.com.
- Tinic, S. M. 1972. The Economics of Liquidity Services, *Quarterly Journal of Economics*, 86, 79-93.

- Vafeas, N. 2000. Board structure and the informativeness of earnings, *Journal of Accounting and Public Policy* 19 (2):139-160
- Venkatesh, P. and R. Chiang. 1986. Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: A case study of earnings and dividend announcements. *The Journal of Finance* 41 (5): 1089-1102.