

بررسی تاثیر نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

صدیقه سرودی قشمی^۱ و خسرو مرادی شهراری^{۲*}

۱- گروه مدیریت، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران

۲- عضو هیئت علمی، گروه مدیریت، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران و مسئول مکاتبات

چکیده

چکیده: هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی ارتباط بین نقدشوندگی سهام و مکانیزم های حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت می باشد. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-تبیینی است. در پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به عنوان جامعه آماری پژوهش در نظر گرفته شده اند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک جهت تعیین نمونه استفاده شده است و ۶۲ شرکت حائز ویژگی های شرکت های نمونه در این پژوهش بودند. ابزار گردآوری داده ها اسناد کاوی است و داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار های موجود در این زمینه مانند تدبیر پرداز و ره آورد نوین بدست آمد. در این پژوهش به منظور تعیین ارتباط بین متغیرهای نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی که شامل متغیر های سهامداران نهادی، فعالیت هیات مدیره، پاداش هیات مدیره و تعداد اعضای هیات مدیره به عنوان متغیرهای مستقل از یک سو و عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از سوی دیگر از مدل رگرسیونی به روش داده های ترکیبی با کاربرد نرم افزار Eviews 7 استفاده شد. نتایج نشان داد بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود داشت. همچنین بین فعالیت هیات مدیره و سهامداران نهادی با عملکرد شرکت رابطه معنی دار وجود داشت. رابطه بین تعداد هیات مدیره و پاداش هیات مدیره با عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود نداشت.

واژگان کلیدی: عملکرد، نقدشوندگی، حاکمیت شرکتی، Q توبین، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

مقدمه

امروزه بازار سرمایه با توجه به نقش و جایگاه خود در اقتصاد کشورها، توانسته حجم عظیمی از پس اندازهای سرگردان و سرمایه های سرمایه گذاران بزرگ را به سمت خود جذب نماید. به همین دلیل توسعه روزافزون این بازار و توجه به نیازهای سهامداران از اولویت خاصی برخوردار است. به طوریکه بتوان با ارائه راهکارها و پیشنهادات مناسب در این زمینه، به هدف غایی سرمایه گذاران که همانا افزایش ثروت و حداکثر نمودن آن است، کمک نمود.

یکی از مهمترین معیارهایی که سهامداران همواره در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری مورد توجه قرار می دهند، موضوع عملکرد شرکت هاست. ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در امر برنامه ریزی و هدف گذاری مدیران بیان می شود، در واقع ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می کند، بلکه نشان می دهد که چگونه استراتژی ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می گذارد. لذا سنجش عملکرد شرکت ها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات منطقی می باشد.

سرمایه گذاران و به ویژه سهام داران نیازمند معیارهایی هستند که بتوانند عملکرد مدیریت شرکت را به درستی ارزیابی کنند. قدیمی ترین و مهمترین رویکردهای ارزیابی عملکرد شرکت ها، ارزیابی مالی شرکت ها بوده و غالباً مبتنی بر صورت های مالی است. تحلیل های مالی، اطلاعات گرانبهایی را در خصوص روند ها، همبستگی ها، کیفیت سود و درآمد هر سهم و در نهایت نقاط قوت و ضعف شرکت ها و چگونگی وضعیت مالی آن ها ارائه می کند (قدرتیان کاشان، انواری رستمی، ۱۳۸۳). معیار های ارزیابی عملکرد را می توان به دو دسته معیارهای حسابداری و اقتصادی تقسیم کرد. در معیارهای حسابداری، عملکرد شرکت با توجه به داده های حسابداری ارزیابی می شود و این معیار ها خود به دو گروه تفکیک می شوند: گروه اول معیارهای مبتنی بر اطلاعات حسابداری و گروه دوم مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار می باشند. از طرف دیگر در معیار های اقتصادی عملکرد شرکت با توجه به قدرت کسب سود دارایی ها، نرخ بازده و هزینه سرمایه ارزیابی می گردد. یکی از معیار های مبتنی بر اطلاعات حسابداری و بازار شاخص Q توبین می باشد. Q توبین بیان کننده ی بازده اقتصادی می باشد و عبارت است از ارزش بازار یک شرکت به علاوه بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت آن تقسیم بر دارایی های آن شرکت. اگر شاخص Q توبین محاسبه شده برای شرکت بزرگتر از یک باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد، به عبارتی نسبت Q توبین بالا، معمولاً نشانه ارزشمندی فرصت های رشد شرکت می باشد. اگر نسبت Q توبین کوچکتر از یک باشد سرمایه گذاری متوقف می شود. در صورتی که شرکت از تمامی فرصت های سرمایه گذاری بهره برداری کند، ارزش نهایی این شاخص به سوی عدد واحد یک میل پیدا می کند (جهانخانی و سجادی، ۱۳۷۴).

عوامل مختلفی می توانند عملکرد شرکت ها را تحت تاثیر خود قرار دهند که از مهمترین این عوامل می توان به نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی اشاره نمود که موضوع پژوهش حاضر می باشد. یکی از معیار های که در تعیین ارزش شرکت مورد توجه قرار می گیرد، عامل نقدشوندگی سهام است. نقدشوندگی اوراق بهادار عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی کم. تأثیر قیمتی کم به این معنی است که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد. نقدشوندگی برای سالیان متمادی به عنوان یکی از مهمترین زمینه های ایجاد نوآوری مالی، شناخته شده است. تاکنون تحقیقات بسیار زیادی در زمینه عوامل تأثیرگذار بر بازده دارایی ها صورت گرفته است که در بعضی از این تحقیقات قدرت نقدشوندگی سهام به عنوان یکی از این عوامل انتخاب شده است (بیدگلی و سارنج، ۱۳۸۷).

ایجاد نقدشوندگی، یکی از وظایف اصلی بورس به شمار می رود. هر چقدر نقدشوندگی سهام در بازار بیشتر باشد بدین معناست که هزینه تامین سرمایه برای شرکت ها کمتر بوده و عاملی برای تعیین قیمت بازار و میزان ارزش گذاری از جانب سرمایه گذاران تلقی می شود. بر همین اساس شرکت های موجود در بازارهایی که از نقدشوندگی پایینی برخوردارند معمولاً به دنبال بورس هایی هستند

که دارای نقدشوندگی بالایی می باشند. درجه نقد شونده‌گی قابلیت تبدیل سهام به پول نقد را نشان می‌دهد. هرچه درجه نقدشوندگی سهام شرکتی در بورس بالاتر باشد، به همان نسبت تقاضا برای خرید سهام شرکت افزایش می‌یابد. نقدشوندگی در کنار بازدهی و ریسک از معیارهای مهم تعیین ارزش شرکت می باشد. اگر ریسک (به معنای نوسان بازدهی و قیمت) ثابت باشد، برای سهامی که نقدشوندگی کمتری دارد، انتظار بازدهی بیشتری خواهیم داشت. دلایل محکم و مستدلی وجود دارد که نشان می‌دهد نقدشوندگی سهم اثر مثبتی بر روی عملکرد شرکت دارد و این عامل نقش مهمی را در در حاکمیت، ارزیابی و عملکرد شرکت ایفا می‌کند (مگ^۱، ۱۹۹۸). علاوه بر نقدشوندگی سهام، حاکمیت شرکتی و مکانیزم های آن (مانند مالکیت سهام، اعضای هیات مدیره، پاداش های هیات مدیره، تعداد جلسات و ...) می‌تواند عملکرد شرکت ها را تحت تاثیر خود قرار دهد. بر اساس یافته های محققانی مانند بلک^۲ (۲۰۰۱)، کلایپر و لاور^۳ (۲۰۰۳)، گامپرس، ایشیل و متریک^۴ (۲۰۰۳) و بینر و اسپچیمد^۵ (۲۰۰۵) حاکمیت شرکتی نقش مهمی در بهبود عملکرد شرکت ایفا می‌کند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد (وکیلی فرد و باوندپور، ۱۳۸۹). حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت‌ها و مالکان آن‌ها (سهامداران)، بلکه بین یک شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله: کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب "تئوری ذینفعان" دیده می‌شود (جان جانی، ۱۳۹۰). به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی، مجموعه‌ای از نظام‌ها، فرآیندها و ساختارهایی است که با استفاده از ساز و کارهای درون سازمانی نظیر هیات مدیره، کنترل‌های داخلی اداری و حسابداری، حسابرسی داخلی و مدیریت ریسک و نیز ساز و کارهای برونسازمانی مانند نظارت قانونی، نظامهای حقوقی، بازار سرمایه، نظارت سهامداران عمده، حسابرسی مستقل و مؤسسات رتبه‌بندی، در پی کسب اطمینان از رعایت حقوق ذینفعان، پاسخگویی، شفافیت و عدالت در واحد تجاری است.

اگر چه ویژگی های حاکمیت شرکتی، نقش های مختلفی را در جهت اطمینان از موفقیت شرکت ها، بر عهده دارد، اما در نهایت تنها نقش پاسخگویی است که بر اقتصاد تجاری اثر می‌گذارد. وان دن برگه^۵ (۲۰۰۱) بیان می‌کند که عملکرد در نهایت نتیجه بسیاری از عوامل به هم پیوسته است که در آنها حاکمیت شرکتی تنها یک عنصر ممکن در مجموعه کلی محرک های عملکرد است. طبق تحقیقات انجام شده اگر شرکت ها در جهت بهبود و ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی تلاش کنند این موضوع تاثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت می‌تواند داشته باشد.

با توجه به مبانی نظری موضوع که به طور خلاصه بیان شد، این تحقیق در پی پاسخگویی به این سوال است که نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی چه تاثیری بر روی عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟

پیشینه پژوهش

پرومین و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیقی با عنوان نقدینگی، تمرکز مالکیت، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت: شواهدی از تایلند به بررسی ارتباط بین متغیرهای تحقیق در یکی از بازارهای نوظهور پرداختند. بر اساس نتایج تحقیق آنها شرکت های با تمرکز بالا معمولاً سطح پایینی از نقدشوندگی سهام را تجربه می‌کنند. همچنین تمرکز بالای مالکیت با نقدینگی کمتر در ارتباط می‌باشد. هم چنین نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی هیچ نوع تاثیر معنی داری بر روی روابط بین مالکیت و نقدشوندگی ندارد.

¹ Maug

² Black

³ Klapper and Love

⁴ Gompers, Ishii and Metric

⁵ Beiner and Schmid

چیانگ و همکاران (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان تاثیر نقدشوندگی سهام بر روی ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی به بررسی ارتباط بین متغیرهای تحقیق پرداختند. نتایج نشان می دهد که نقدشوندگی سهام تاثیر معنی داری بر روی عملکرد و ارزش شرکت دارد. همچنین نقدشوندگی سهام با استفاده از مالکیت نهادی تاثیر معنی داری بر روی حاکمیت شرکتی دارد.

فانگ و همکاران^۶ (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی بازار سهام و ارزش شرکت به بررسی رابطه بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان می دهد که یک رابطه مثبت و قوی بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت وجود دارد. به عبارت دیگر محققان بیان می کنند که نقدشوندگی سهام با استفاده از سود آوری عملیاتی باعث افزایش عملکرد شرکت می شود.

الباسیانی^۷ و جین جیا^۸ (۲۰۰۸) وابستگی بین عملکرد شرکت های هلدینگ بانکی^۹ و ثبات مالکیت نهادی^{۱۰} را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که: اولاً، عملکرد شرکت های هلدینگ بانکی، با ثبات مالکیت نهادی به طور مثبت وابسته است. ثانیاً، این وابستگی شرکت های هلدینگ بانکی، نسبت به وابستگی به سود و صنعت شرکت ها ضعیف تر است. و ثالثاً، این وابستگی در سال های بی قانده^{۱۱} جدید و نیز برای شرکت های هلدینگ بانکی که احتمال تعدیل در آن کمتر است، قوی تر می باشد.

دیتمار و اسمیت^{۱۲} (۲۰۰۷) در پژوهشی به بررسی رابطه دو معیار حاکمیت شرکتی (سهامدار نهادی و ترکیب هیئت مدیره) با بازده سهامدارن پرداختند یافته های پژوهش آنان حاکی از آن بود که در شرکتهای با راهبری ضعیف هر یک دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییر در حدود ۰.۴۲٪ تا ۰.۸۸٪ در ارزش بازار (بازده) می شود در حالی این مبلغ در شرکتهای با راهبری مطلوب دو برابر است.

مارشال^{۱۳} (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان نقدشوندگی و بازدهی سهام به بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازدهی پرداخت. دوره زمانی پژوهش در سال های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۲ را شامل می شود. در این پژوهش از داده های سالانه و ماهانه به صورت جداگانه استفاده کردند تا نتایج پژوهش ها را به صورت جداگانه بررسی نمایند. نتایج نشان می دهد که رابطه نقدشوندگی و بازدهی فقط ماه ژانویه به بیشترین حد خود می رسد. همچنین نتایج بیان می کند که بازدهی در ماه ژانویه نسبت به سایر ماه های سال بیشتر و نقدشوندگی در این ماه نسبت به سایر ماه ها کمتر می باشد.

جان و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۳) در مقاله ای تحت عنوان "نقدشوندگی و بازده بازار سهام کشورهای نوظهور" رفتار نقدشوندگی^{۱۵} بازار سهام ۲۷ کشور را در طی سال های ۱۹۹۲ تا ۱۹۹۹ مورد مطالعه قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که بازده سهام در کشورهای نوظهور (کشورهایی مانند چین، هند، برزیل، مکزیک و ... که در سال های اخیر نقش تعیین کننده ای در اقتصاد جهانی داشته اند) یک ارتباط قوی و مثبت با قدرت نقدشوندگی دارد. این مطالعه در دو شکل مقطعی^{۱۶} و سری زمانی^{۱۷} شکل گرفت و نتایج به دست آمده از رابطه نقد شونددگی و بازده سهام در نوع سری زمانی با یافته های پژوهش ها در کشورهای توسعه یافته سازگار است.

6. Fang & et al

7 - Elyas

8 - Jane Jia

9 - Bank Holding Company(BHC)

10 - Institutional Ownership Stability

11 - Deregulated Years

12 Dittmar and Smith

13. Marshall

14. Jun et al

15. Behavior Of Liquidity

16 . Cross section

17. Time Seris

همچنین یافته‌های آنها بیان می‌کند که رابطه‌ی مقطعی بین بازده سهام و نقدشوندگی با این نگرش که بازار سهام کشورهای نوظهور پیوستگی کمی با اقتصاد جهانی دارد، سازگار می‌باشد.

دیمیستر و ویلالونگا^{۱۸} در سال ۱۹۹۹ در پژوهشی در آرژانتین به بررسی رابطه بین ساختار و مالکیت و عملکرد شرکت پرداختند. یافته‌های آنان حاکی از آن است که از نظر آماری هیچ رابطه معناداری بین ساختار مالکیت و عملکرد وجود ندارد. آنان در رابطه با این مطلب این‌گونه بیان می‌دارند که، یافته‌های ما با این چشم‌انداز که مالکیت پراکنده ممکن است مسائل نمایندگی و همچنین مزایای جبرانی که عموماً از چنین مسائلی ناتج می‌شود، را همسان می‌کند. نتیجتاً با استفاده از داده‌های موجود رابطه سیستماتیک میان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت که مورد انتظار باشد، یافت نشد.

امام و مالک^{۱۹} (۲۰۰۷) یک پژوهش در بنگلادش انجام داده‌اند. آنان در پژوهش خود رابطه میان ساختار مالکیت به عنوان معیار سنجش حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود سهام را مورد آزمون قرار دادند. داده‌های پژوهش آنان از تعداد ۲۰۱ شرکت برای دوره سه ساله یعنی از سال ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۳ بوده که برای تجزیه و تحلیل آن‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که، مالکیت شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد و تمرکز مالکیت مدیریتی تأثیر منفی و معناداری بر سیاست تقسیم سود سهام دارد.

حساس یگانه در سال ۱۳۸۷، شواهدی را در ارتباط با تأثیر مثبت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت فراهم آورده‌اند که نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و به علاوه توان مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند، تنبیه می‌شوند. نتایج همچنین بیانگر نبود رابطه بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت است و در نتیجه فرضیه همگرایی منافع در پژوهش آن‌ها تأیید نشده است.

شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی بین ۱۵۱ شرکت بررسی شده است. بر اساس نتایج فرضیه رابطه بین وجود اعضای غیر موظف در هیئت‌مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت مورد تأیید قرار گرفت همچنین بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت ارتباط معنی‌داری مشاهده نگردید. بنابراین با توجه به نتایج این تحقیق توجه ویژه به سازوکارهای حاکمیت شرکتی در راستای بهبود عملکرد شرکت مورد تاکید است.

فخاری و بذرافشان (۱۳۹۰) در تحقیقی با عنوان بررسی اثر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی ارتباط بین متغیرهای پژوهش پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که ارتباط معنی دار مثبتی بین میزان نقدشوندگی سهام و عملکرد بلندمدت شرکت‌ها وجود دارد. این مطالعه می‌تواند برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران بورس و حسابداری از جهت ارائه معیاری مناسب برای ارزیابی عملکرد شرکت مفید باشد و همچنین می‌تواند منجر به بسط الزامات افشاء اطلاعات توسط شرکت‌های بورس شود.

وکیلی فرد و باوند پور (۱۳۸۹) در تحقیقی با عنوان تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابطه بین متغیرهای تحقیق پرداختند. نتایج حاکی از این است که بین وجود سهامداران نهادی و با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد، حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضای غیر موظف هیات مدیره در ترکیب هیات مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی دار و معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی رابطه‌ی ای با عملکرد شرکت‌ها ندارد.

روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی-تبیینی است. در پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ به دلیل اینکه ملزم به ارائه اطلاعات و گزارش های مالی حسابرسی شده بوده و لذا دسترسی به اطلاعات قابل اتکا در مورد آنها امکان پذیرتر است به عنوان جامعه آماری پژوهش در نظر گرفته شده اند. در پژوهش حاضر از روش حذفی سیستماتیک (نمونه گیری هدفمند) جهت تعیین نمونه استفاده شده است. به همین منظور نمونه انتخابی شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را داشته باشند:

۱. سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت ها نباید سال مالی خود را در طی دوره مورد پژوهش تغییر داده باشند.
۳. کلیه داده های مورد نیاز پژوهش، برای آن شرکتها در طی قلمرو زمانی یاد شده، موجود باشد.
۴. ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنها در هیچ سالی منفی نباشد.
۵. این شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۰، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
۶. این شرکت ها نمی بایست در طول سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ معاملاتشان در بورس دچار وقفه شده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت ها باید در طول سال های مذکور در بورس فعال باشد و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.
۷. شرکت های سرمایه گذاری، بیمه و واسطه گری مالی در این پژوهش مورد بررسی قرار نخواهند گرفت. با توجه به مجموعه شرایط فوق تعداد ۶۲ شرکت حائز ویژگی های شرکت های نمونه در این پژوهش می باشند. ابزار گردآوری داده ها اسناد کاوی است و داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار های موجود در این زمینه مانند تدبیر پرداز، ره آورد نوین و همچنین سامانه های اطلاعاتی سازمان بورس (مانند کدال و ...) به دست آمد. در این پژوهش به منظور تعیین ارتباط بین متغیرهای نقدشوندگی سهام و حاکمیت شرکتی که شامل متغیر های سهامداران نهادی، فعالیت هیات مدیره، پاداش هیات مدیره و تعداد اعضای هیات مدیره به عنوان متغیرهای مستقل از یک سو و عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از سوی دیگر از مدل رگرسیونی به روش داده های ترکیبی با کاربرد نرم افزار Eviews 7 استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش**۱- متغیر مستقل**

در پژوهش حاضر متغیرهای نقدشوندگی و مکانیزم های حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده اند:

۱-۱- **نقدشوندگی:** با استفاده از معیارهای مختلفی اندازه گیری می شود که در پژوهش حاضر از معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده می شود.

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (BA):

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در تحقیقات مختلف یا به صورت مطلق و یا به صورت نسبی به عنوان معیار نقدشوندگی مورد استفاده قرار گرفته است. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق یا واقعی سهام عبارت است از قیمت پیشنهادی فروش منهای قیمت پیشنهادی خرید سهام. اما اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این تحقیق مورد استفاده قرار گرفته است با استفاده از رابطه ی (۱) به دست می آید:

رابطه ی (۱)

$$BA_{it} = \frac{AP_{it} - BP_{it}}{AP_{it} + BP_{it}} \cdot 2$$

که در آن:

BA_{it} : اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی شرکت i در دوره t

AP_{it} : بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در دوره t .

BP_{it} : بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در دوره t .

۱-۲- مکانیزم های حاکمیت شرکتی: در این مطالعه متغیرهای زیر به عنوان مکانیزم های حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار می گیرند:

۱- مالکیت نهادی: منظور مالکیت شرکت ها و موسسات بزرگ مانند سازمان تامین اجتماعی، بانک ها، بیمه ها، و... می باشد (بوشی، ۱۹۹۸).

۲- فعالیت اعضای هیات مدیره: عبارت است از تعداد جلسات اعضای هیات مدیره در هر سال مالی شرکت (اندرسون، ۲۰۰۵).

۳- اندازه هیات مدیره: عبارت است از تعداد اعضای هیات مدیره در هر سال مالی شرکت (چن و اسمیت، ۲۰۰۴).

۴- میزان پاداش اعضای هیات مدیره: عبارت است از لگاریتم مقدار کل پاداش اعطاء شده به اعضای هیات مدیره شرکت.

۲- متغیر وابسته

در این تحقیق معیار Q توبین (نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری دارایی ها) به عنوان معیار عملکرد شرکت در نظر گرفته خواهد شد که این نسبت از طریق رابطه ی (۲) محاسبه می شود:

$$Q = \frac{\text{ارزش بازار شرکت}}{\text{ارزش دفتری دارایی ها}} = \frac{COMVAL + SBOND + STDEBT}{SRC} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه ی فوق $COMVAL$ نشانگر ارزش بازاری سهام عادی، $SBOND$ و $STDEBT$ به ترتیب ارزش دفتری بدهی های بلند مدت و کوتاه مدت است. SRC نیز ارزش دفتری کل دارایی ها شرکت است.

۳- متغیر کنترل

متغیرهای کنترلی پژوهش حاضر نیز شامل اهرم مالی و اندازه شرکت می باشد:

اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارایی در سال t و شرکت i

اندازه شرکت: برای اندازه گیری شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی ها استفاده شده است.

فرضیه های تحقیق

فرضیه اصلی ۱: بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه اصلی ۲: بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱-۲: بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۲: بین فعالیت هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۳: بین پاداش هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲-۴: بین تعداد اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

یافته های تحقیق

۱- بررسی پیش شرط های رگرسیون

۱-۱- آزمون مانایی داده ها

بر اساس جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون هادری بیانگر این موضوع می باشد که تمامی متغیرهای تحقیق مانا هستند، زیرا که در تمامی متغیرهای میزان احتمال آزمون ۰/۰۰۰ (کمتر از ۰/۰۵) می باشد و لذا در مدل های تحقیق مشکل رگرسیون کاذب وجود ندارد.

جدول ۱: نتایج حاصل از آزمون هادری

متغیر	نماد متغیر	مقدار آماره	احتمال
نقدشوندگی	BA	۱۰/۳۳۱۶	/۰۰۰
عملکرد شرکت	Q	۱۲/۱۶۱۵	/۰۰۰
تعداد هیات مدیره	BSIZ	۳۱/۵۲۸۵	/۰۰۰
پاداش هیات مدیره	BREW	۱۰/۲۷۴۰	/۰۰۰
فعالیت هیات مدیره	BACT	۹/۳۶۶۹	/۰۰۰
درصد سهامداران نهادی	IS	۱۲/۱۱۱۳	/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۵/۸۲۶۵	/۰۰۰
نسبت اهرمی	D	۱۰/۷۰۷۸	/۰۰۰

۱-۲- آزمون ناهمسانی واریانس

در آزمون لوین فرض H_0 بیان کننده همسانی واریانس و در مقابل فرض H_1 بیان کننده ناهمسانی واریانس می باشد. بر اساس جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون حاکی از تایید فرض H_0 مبنی بر همسانی واریانس و رد فرض H_1 می باشد.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون لوین (آزمون ناهمسانی واریانس)

فرض H_0	مقدار آماره	احتمال	نتیجه
واریانس ها همسان می باشد	0.703212	0.4954	تایید فرضیه H_0

۱-۳- آزمون خود همبستگی

در تحقیق حاضر برای بررسی و آزمون خود همبستگی از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. زمانی که مقدار آماره دوربین - واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می گیرد، می توان بیان نمود که مدل تحقیق مشکل خود همبستگی ندارد و لذا استفاده از رگرسیون خطی هیچ گونه مشکلی ایجاد نمی کند. با توجه به اینکه میزان آماره ۱/۷۳ می باشد، لذا می توان بیان نمود که بین اجزاء خطا استقلال وجود دارد و مشکل خود همبستگی وجود ندارد.

۲- تعیین مدل مطلوب

۱-۲- آزمون F لیمر

بر اساس جدول ۳- با توجه به نتایج بدست آمده و سطح معنی داری آزمون لیمر می توان بیان نمود که داده ها از نوع داده های تابلویی می باشد. لذا به منظور تعیین نوع اثرات مدل (تصادفی یا ثابت) از آزمون هاسمن استفاده می شود.

جدول ۳- نتایج آزمون F لیمر مدل پژوهش

مدل		مدل	
نوع آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
F لیمر	۳ / ۵۹	(۶۱ و ۲۴۲)	۰/۰۰۰۰

۲-۲- آزمون هاسمن

بر اساس جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون هاسمن و سطح معنی داری این آزمون بیان گر این موضوع است که بهترین روش برای تخمین مدل استفاده از روش اثرات تصادفی است، زیرا که سطح معنی داری آزمون بیشتر از ۰/۰۵ است و لذا فرضیه H_0 مبنی بر استفاده از روش اثرات تصادفی مورد تأیید است که در نهایت مدل تحقیق مطلوب، روش داده های تابلویی و اثرات تصادفی است.

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن مدل پژوهش

مدل		مدل	
نوع آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
هاسمن	۸ / ۰۸۴	۶	۰/۲۳۲۰

۳- آزمون فرضیه های تحقیق

پس از بررسی پیش شرط های رگرسیون و آزمون های لیمر و هاسمن به منظور تعیین مدل مطلوب، نسبت به آزمون و تحلیل فرضیه های تحقیق اقدام می گردد:

با توجه به اینکه تنها یک مدل برای آزمون فرضیه های تحقیق وجود دارد با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره نسبت به برآورد مدل اقدام می گردد و سپس نسبت به تحلیل فرضیه های تحقیق اقدام می گردد. نتایج حاصل از تخمین مدل تحقیق در جدول ۵- ارائه شده است:

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیات و برآورد مدل تحقیق

$Q = \beta_0 + \beta_1 BA + \beta_2 IS + \beta_3 BSIZ + \beta_4 BREW + \beta_5 BACT + \beta_6 D + \beta_7 SIZE + \varepsilon_{it}$				
متغیرهای تحقیق	نماد متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدا	β	۱۳۸۴	۳/۲۴	۰/۰۱۳
تعداد هیات مدیره	BSIZ	-۰/۰۰۱۶	-۴۴۸۵	۱/۶۵۴۱
پاداش هیات مدیره	BREW	-۰/۰۰۲۰	-۰/۲۳۸۷	۱/۸۱۱۵

فعالیت هیات مدیره	BACT	/۱۱۱۵	۱۰/۸۹۱۴	/۰۰۰۰۱
درصد سهامداران نهادی	IS	-۰/۰۰۵۷	-۱۶/۹۱۴۱	/۰۰۰۰۱
اندازه شرکت	SIZE	/۰۰۲۱	۱/۰۱۰	۰/۳۱۳۱
نسبت اهرمی	D	۰/۰۳۸۵۰	۵/۳۹۱۵	/۰۰۰۰۱
نقدشوندگی	BA	۱/۱۵۵۳	۱۱/۹۳۴۲	/۰۰۰۰۱
آماره F			۶۰/۷۳۷۵	
احتمال آماره F			۰/۰۰۰	
ضریب تعیین			۱۵۸۴۶	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۷۵۰	

بر اساس جدول ۵- معنی داری کل مدل از طریق آزمون F فیشر انجام می شود. در این آزمون فرضیه H_0 مبنی بر عدم معنی داری و فرضیه H_1 بیانگر معنی داری کل مدل تحقیق می باشد. با توجه به اینکه سطح معنی داری آزمون کمتر از ۰/۰۵ است لذا می توان گفت که مدل در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار می باشد.

همچنین ضریب تعیین بیان کننده این موضوع می باشد که چه میزان از تغییرات در متغیر وابسته (عملکرد) توسط متغیرهای مستقل (نقدشوندگی و حاکمیت شرکتی) تشریح می گردد. میزان ضریب تعیین تعدیل شده مدل حدود ۵۷٪ می باشد که نشان می دهد حدود همین میزان تغییرات در عملکرد شرکت ها ناشی از تغییرات در متغیرهای مستقل مدل می باشد.

آزمون فرضیه اصلی ۱: بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل در جدول ۵- نتایج آزمون t ، رابطه معنی داری بین متغیر مستقل و وابسته مدل وجود دارد. زیرا سطح معنی داری آزمون کمتر از ۰/۰۵ می باشد و بیانگر این موضوع است که فرضیه ادعایی محقق یا همان فرضیه H_1 در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می گیرد. از سوی دیگر میزان ضریب متغیر بیانگر ارتباط مثبت بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت می باشد، به طوریکه با افزایش میزان نقدشوندگی سهام شرکت ها، عملکرد آنها نیز افزایش می یابد.

آزمون فرضیه فرعی ۱-۲: بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل در جدول ۵- با استفاده از آزمون t برای ضریب متغیر مستقل (سهامداران نهادی) می توان گفت که ارتباط معنی داری بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت ها وجود دارد. زیرا که سطح معنی داری برای متغیر مذکور کمتر از ۰/۰۵ می باشد که نشان می دهد فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده است.

آزمون فرضیه فرعی ۲-۲: بین فعالیت هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل در جدول ۵- با استفاده از آزمون t برای ضریب متغیر مستقل می توان گفت که ارتباط معنی داری بین فعالیت هیات مدیره و عملکرد شرکت ها وجود دارد. زیرا که سطح معنی داری برای متغیر مذکور کمتر از ۰/۰۵ می باشد که نشان می دهد فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده است. همچنین بر اساس جهت ضریب بدست آمده می توان گفت که ارتباط

مستقیمی بین متغیر مستقل (فعالیت هیات مدیره) و متغیر وابسته (عملکرد شرکت) وجود دارد و لذا با افزایش میزان فعالیت هیات مدیره عملکرد شرکت ها نیز افزایش می یابد.

آزمون فرضیه فرعی ۳-۲: بین پاداش هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل در جدول ۵- سطح معنی داری آزمون t برای متغیر پاداش هیات مدیره بیشتر از ۰/۰۵ می باشد که نشان می دهد فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده است.

آزمون فرضیه فرعی ۳-۴: بین تعداد اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.

بر اساس نتایج حاصل در جدول ۵- سطح معنی داری آزمون t برای متغیر تعداد اعضای هیات مدیره به عنوان متغیر مستقل بیشتر از ۰/۰۵ می باشد که نشان می دهد فرضیه در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده است.

بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ۱-۱ بیانگر این بود که ارتباط معنی داری بین نقدشوندگی بر اساس معیار اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عملکرد شرکت ها بر اساس معیار Q توبین وجود دارد. زیرا سطح معنی داری آزمون t برای ضریب این متغیر کمتر از ۰/۰۵ می باشد. بر اساس جهت ضریب بدست آمده نیز می توان گفت که ارتباط مستقیم و مثبتی بین متغیر مستقل (نقدشوندگی) و وابسته (عملکرد) وجود دارد به طوریکه با افزایش میزان نقدشوندگی سهام شرکت ها، عملکرد آنها نیز افزایش می یابد. این فرایند به این شکل عمل می نماید که با افزایش نقدشوندگی، قابلیت تبدیل سهام به وجه نقد در کمترین زمان ممکن اتفاق می افتد و همین موضوع سهامداران و سرمایه گذاران بیشتری را به سمت سهام شرکت جذب می نماید و تامین مالی بیشتری برای شرکت ایجاد می گردد که صرف سرمایه گذاری در برنامه ها و پروژه های جدید می گردد. با توجه به مفاهیم نظری نیز نقدشوندگی رابطه مثبت با عملکرد شرکت که بر مبنای معیار Q توبین محاسبه شده است دارد. فانگ و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت و قوی بین نقدشوندگی سهام و عملکرد شرکت وجود دارد. نتایج این پژوهش نیز منطبق با پژوهش فانگ و همکاران می باشد. ابراهیمی (۱۳۸۹) نیز در تحقیق خود به معنی داری ارتباط بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت اشاره نموده است. همچنین نتایج تحقیق با نتایج چیانگ و همکاران (۲۰۱۵)، مارشال (۲۰۰۶)، جان و همکاران (۲۰۰۳) و فخاری و بذرافشان (۱۳۹۰) همسو و همجهت می باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۲-۱ بیانگر این بود که ارتباط معنی داری بین سهامداران نهادی به عنوان یکی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها بر اساس معیار Q توبین وجود دارد. زیرا سطح معنی داری آزمون t برای ضریب این متغیر کمتر از ۰/۰۵ می باشد. بر اساس جهت ضریب بدست آمده نیز می توان گفت که ارتباط منفی و معکوسی بین متغیر مستقل (سهامداران نهادی) و وابسته (عملکرد) وجود دارد به طوریکه با افزایش میزان سهامداران نهادی شرکت ها، عملکرد آنها نیز کاهش می یابد. وجود سهامداران نهادی ممکن است پاره ای از تصمیمات را بر اساس سایر سهام خود یا سبد پرتفوی خود و یا بر اساس تصمیمات سیاسی و جو حاکمیتی کشور اتخاذ نمایند که همه اینها ممکن است با منطق اقتصادی منطبق نباشد. نتایج تحقیق حاضر از لحاظ معنی داری با نتایج دیتمار و اسمیت (۲۰۰۷)، شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) و وکیلی فرد و باوند پور (۱۳۸۹) همسو می باشد ولی با نتایج دیمیستز و ویلاونگا (۱۹۹۹) که در آرژانتین انجام شده است و همچنین حساس یگانه (۱۳۸۷) مغایرت دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۲-۲ بیانگر این بود که ارتباط معنی داری بین فعالیت هیات مدیره به عنوان یکی از مهمترین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها بر اساس معیار Q توبین وجود دارد. زیرا سطح معنی داری آزمون t برای ضریب این متغیر کمتر از ۰/۰۵ می باشد. بر اساس جهت ضریب بدست آمده نیز می توان گفت که ارتباط مستقیم و مثبتی

بین متغیر مستقل (فعالیت هیات مدیره) و وابسته (عملکرد) وجود دارد به طوریکه با افزایش فعالیت هیات مدیره شرکت ها، عملکرد آنها نیز افزایش می یابد. هیئت مدیره یا گروه راهبران یک شورا متشکل از اعضای انتخاب شده یا انتصاب شده است که سیاست گذاری و تصمیم گیری کلان سازمان را بر عهده دارند. یکی از وظایف اصلی هیئت مدیره انتصاب مدیرعامل و نظارت بر عملکرد وی است. میزان فعالیت افراد در هیات مدیره می تواند منجر به اتخاذ تصمیمات مناسب سرمایه گذاری، نظارت بیشتر بر کار مدیران مالی و عامل، بررسی بیشتر وضعیت شرکت و بررسی راهکارهای حل مشکلات می گردد که همه اینها در نهایت باعث افزایش عملکرد شرکت ها خواهد شد. نتایج تحقیق حاضر با نتایج نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) مغایر می باشد ولی با نتایج عسکری و محمدموسایی همسو می باشد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۲-۳- بیانگر این بود که ارتباط معنی داری بین پاداش هیات مدیره به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها بر اساس معیار Q توبین وجود ندارد. زیرا سطح معنی داری آزمون t برای ضریب این متغیر بیشتر از $0/05$ می باشد. دلیل بدست آمده چنین نتیجه ای را می توان بدین شکل شرح داد که پاداش ها و پرداختی ها به مدیران و هیات مدیره اصولاً بر مبنای یک کارکرد منطقی و اصولی استوار نیست و بیشتر مبتنی بر روابط و جایگاه و شخصیت فرد مورد نظر می باشد. به طور مثال اگر فردی که دارای یک موقعیت اجتماعی، سیاسی و یا اقتصادی برتر در هیات مدیره می باشد، مطمئناً در پاره ای از مواقع بدون رعایت اصول و ضوابط و حتی در بدترین شرایط اقتصادی شرکت ها پاداش های خارج از عرفی دریافت خواهند نمود.

نتایج آزمون فرضیه فرعی ۲-۴- بیانگر این بود که ارتباط معنی داری بین تعداد اعضای هیات مدیره به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها بر اساس معیار Q توبین وجود ندارد. زیرا سطح معنی داری آزمون t برای ضریب این متغیر بیشتر از $0/05$ ($1/6541$) می باشد. نتایج تحقیق حاضر با نتایج خدای پور و همکاران (۱۳۹۲) یکسان می باشد. آنها نیز در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که ارتباط معنی داری بین تعداد اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت ها وجود ندارد. این نتایج نشان می دهد که اعضای هیات مدیره در شرکت های ایرانی از کارایی لازم برخوردار نیستند. این نتایج همچنین با نتایج نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) یکسان می باشد. شاید یکی از دلایل وجود چنین نتیجه ای استفاده از افراد غیر تخصصی و به انتخاب سهامداران عمده در هیات مدیره شرکت ها می باشد.

پیشنهادهای تحقیق

بر اساس معنی داری رابطه بین نقدشوندگی و عملکرد شرکت ها پیشنهاد می شود تا سهامداران و سرمایه گذاران شرکت هایی را در سبد پرتفوی خود قرار دهند که از قدرت نقدشوندگی بالاتری برخوردار هستند تا ضمن قابلیت تبدیل به نقدینگی در کمترین زمان ممکن از سودآوری مطلوب تری بهره مند گردند، زیرا عملکرد چنین شرکت هایی نسبت به سایر شرکت ها مطلوب تر گزارش شده است.

بر اساس معنی داری رابطه بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت ها و این که یک ارتباط معکوس و منفی می باشد پیشنهاد می شود که سرمایه گذاران و خریداران سهام، شرکت هایی را مد نظر قرار دهند که سرمایه گزاران نهادی کمتری در ترکیب سهامداری آن ها وجود دارد.

بر اساس معنی داری رابطه بین فعالیت هیات مدیره و عملکرد شرکت ها پیشنهاد می گردد تا شرکت ها برنامه های زمان بندی متناسب با اهداف سازمان برای تشکیل جلسات فراهم نمایند تا در اختیار تمامی استفاده کنندگان (سهامداران فعلی و بالقوه) از وضعیت شرکت ها قرار گیرد. زیرا برآیند این جلسات عملکرد شرکت ها را تحت تاثیر قرار می دهد.

منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا. سارنج، علیرضا (۱۳۸۷) "انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران" بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، پاییز ۱۳۸۷، صص ۱۶-۳
۲. جهانخانی، علی. سجادی، اصغر. (۱۳۷۴) "کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصادی در تصمیمات مالی". فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۵ و ۶.
۳. حساس یگانه، یحیی؛ پوریانسنب، امیر. (۱۳۸۴)، "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی" مجله حسابداری، شماره ۱۶۵، صص ۲۵-۲۸.
۴. شورورزی، محمدرضا؛ خلیلی، محسن؛ سلیمانی، حمید. (۱۳۹۴). "ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی". پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹.
۵. فخاری حسین، بذرافشان ابراهیم (۱۳۹۰)، بررسی اثر نقدشوندگی بر عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، دوره ۳، شماره ۹، صص ۱۲۹-۱۱۶.
۶. قدرتیان کاشان، عبدالجابر؛ انواری رستمی، علی اصغر (۱۳۸۳)، طراحی مدل جامع ارزیابی عملکرد و رتبه بندی شرکت‌ها، فصلنامه مدرس علوم انسانی، ویژه نامه مدیریت، بهار، صص ۱۱۳
۷. نیک بخت محمدرضا، سیدی سیدعزیز، هاشم الحسینی روزبه (۱۳۸۹)، بررسی تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر عملکرد شرکت، پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، دوره ۲، شماره ۱، صص ۲۷۰-۲۵۱.
۸. وکیلی فرد حمیدرضا، باوندپور لیدا (۱۳۸۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، دوره ۳، شماره ۸، صص ۱۳۹-۱۱۹.
9. Bushee, B. J. (1998). The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior. *The Accounting Review*, 73(3): 305-333.
10. Cheunga William Mingyan, Richard Chungb, Scott Funcg (2015), The effects of stock liquidity on firm value and corporate governance: Endogeneity and the REIT experiment, *Journal of Corporate Finance*, Volume 35, December 2015, Pages 211-231
11. Didar, H., Mansoorfar, GH. & Kafami, M. (2015). The impact of corporate governance mechanisms on the tax gap of listed companies in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 21(4): 409-430. (in Persian)
12. Elyas Elyasiani, Jingyi Jia (2010) "Distribution of institutional ownership and corporate firm performance" *Journal of Banking & Finance* (34) pp 606- 620.
13. Fang VivianW. Noe ThomasH., Tice Sheri, (2009) Stock market liquidity and firm value, *Journal of Financial Economics*, 94 150-169.
14. Gompers, P, Ishii, J and Metric, A (2003), "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1, pp. 107-155.
15. Jun, S.G., Marathe, A. and Shawky, H.A. (2003). Liquidity and stock returns in emerging equity markets, *Emerging Markets Review*, 4 (1): 1-24.
16. Marshal, B.R. (2006). Liquidity and stock returns: Evidence from a pure orderdriven market using a new liquidity proxy, *International Review of Financial Analysis*, 15 (1): 21-38.
17. Maug, 1998 E. Maug, Large shareholders as monitors: is there a tradeoff between liquidity and control?, *Journal of Finance* 53 (1998), pp. 65-98.

18. Prommin Panu , Seksak Jumreornvong, Pornsit Jiraporn, Shenghui Tong(2016), Liquidity, Ownership Concentration, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from Thailand, Global Finance Journal, Available online 20 June 2016.