

تبیین رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان

عباسعلی دریائی - دانشجوی دکتری تخصصی حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات اصفهان
عبداله پاکدل - دانشجوی دکتری تخصصی حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات اصفهان
نرگس فلاح محمدی - کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی

چکیده:

کاهش هزینه‌های معاملات در گرو بهبود فعالیت‌هایی است که به رشد و تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی بیانجامد. بر این اساس، در این پژوهش ضمن تعیین نرخ حاکمیت شرکتی در نمونه مورد بررسی که بر اساس چک لیستی به شش طبقه افشاء، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی و مالکیت تقسیم شده است، عوامل موثر بر درجه حاکمیت شرکتی و رابطه آن با نقدشوندگی سهام بررسی شد. نتایج با استفاده از اطلاعات مربوط به هفتاد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حاکی از آن است که رابطه‌ی منفی معناداری بین نرخ حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی در سطح معناداری نودوپنج درصد وجود دارد. به عبارتی، بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش شکاف قیمتی در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد.

واژگان کلیدی: نرخ حاکمیت شرکتی، نقدشوندگی سهام، سیستم معادلات همزمان

۱. مقدمه

تفکیک مالکیت از مدیریت منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی، مشکلات نمایندگی و به تبع آن هزینه‌های نمایندگی شده است [۲۵]. در تحقیقات پیشین راه کارهای زیادی برای حذف و یا دست کم کاهش هزینه‌های نمایندگی مطرح گردیده است [۱۸، ۱۱]. سازمان

توسعه و همکاری‌های اقتصادی (OECD)^۱ در سال ۲۰۰۱، حاکمیت شرکتی را به عنوان راهکاری برای تعدیل هزینه‌های نمایندگی و معاملات، مجموعه ساختارهای نظام‌مند شرکتی می‌داند که موجب می‌شوند تا دستیابی به اهداف شرکت تسهیل شود. تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکت‌ها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت و یا کاهش هزینه سرمایه می‌گردد [۸،۱۳،۲۱]. ویمن، (۲۰۰۵)^۲ معتقد است، نقدشوندگی عبارت است از توانایی معامله سریع حجم بالایی از اوراق بهادار با هزینه پایین و تأثیر قیمتی ناچیز، به این معنی که قیمت دارایی در فاصله میان سفارش تا خرید، تغییر چندانی نداشته باشد [۳ و ۲۷]. بنابراین کاهش هزینه‌های معاملات در گرو بهبود فعالیت‌هایی است که به رشد و تقویت سازوکارهای نظارتی بیانجامد. تحقیقات گذشته، به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار با استفاده از شاخص‌ها و معیارهای مختلفی از ویژگی‌های موثر بر شفافیت فعالیت‌های مالی و عملیاتی پرداختند [۶،۱۰،۱۴،۱۵]. نتایج نشان می‌دهد، شرکت‌هایی با سازوکارهای راهبری بهتر، شکاف قیمتی باریکتر، کیفیت بالاتر سهام، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معامله بر پایه اطلاعات را بدنبال دارند. در این تحقیقات، معیارهای ارتقاء سیاست‌های مرتبط با افشاء و شفافیت گزارش‌های مالی شرکت، باعث دقت بیشتر سرمایه‌گذاران گردیده و سبب می‌گردد تا افراد بیشتری بدنبال سهام شرکت باشند. تاکنون متغیرهای جایگزین بسیاری برای نقدشوندگی معرفی شده‌اند که از آن جمله می‌توان به ارزش معامله، تعداد معامله، حجم معامله، نسبت گردش حجم معامله و تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش اشاره نمود [۴]. برای اندازه‌گیری نقدینگی و محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی مانند تحقیقات پیشین [۷،۲۰،۲۳،۲۴،۲۶]، از تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شده است. همچنین در این مقاله برای تعیین معیار حاکمیت شرکتی بر خلاف تحقیقات گذشته [۹،۱۱]، به جای تمرکز بر بخشی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، مانند افشاء، ساختار هیئت مدیره، حسابرسان داخلی و ... به تعیین نرخ حاکمیت

¹ Organization for Economic Cooperation and Development

² Weimin

شرکتی پرداخته‌ایم. برای این منظور از چک لیست استاندارد تهیه شده توسط سازمان خدمات سهامداران نهادی^۳، که بر اساس دسترسی به اطلاعات، در مورد شرکت های ایرانی تعدیل شده است، استفاده کردیم. نحوه ی کار، تطبیق استاندارد های حاکمیت شرکتی با گزارش های مالی و یادداشت های همراه و گزارش های مدیریت بوده است. با استفاده از سیستم معادلات همزمان، نتایج تحقیق نشان می دهد، رابطه ی منفی معناداری بین نرخ حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی وجود دارد. به عبارتی بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش شکاف قیمتی می گردد.

در ادامه در بخش دوم به مبانی نظری و ارائه فرضیه تحقیق، در بخش سوم به روش تحقیق و در فصل چهارم به نتایج تحقیق اشاره شده است. نهایتاً با ارائه نتیجه گیری به محدودیت ها و پیشنهادات برای تحقیقات آتی پرداخته شده است.

۲. مبانی نظری و ارائه فرضیه

بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران در باره چشم انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه گذاران برون سازمانی در اختیار دارند. اسکات (۲۰۰۳)^۴، عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت اطلاعاتی برخی از طرف های معامله نسبت به سایرین در یک داد و ستد بازرگانی تعریف می کند [۲۲]. مثلاً اگر سرمایه گذاران درباره ارزش واقعی شرکت، اطلاعات کمتری داشته باشند، در چنین شرایطی ممکن است سهام شرکت را به نحو مطلوب قیمت گذاری نکنند. و این موضوع ناشی از عدم کارایی بازارهای سرمایه می باشد. با توجه به اینکه اکثر بازارهای سرمایه کارا نیستند شرکتهایی که سهامشان در بورس دادوستد می شود با مشکلات نمایندگی در سراسر جهان مواجه هستند و دولتها با تصویب قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی برای بهترین عملکرد با سرعت شگفت آوری در این کار دخالت می کنند [۱۶]. آکرلوف (۱۹۷۰)^۵ به طور مشخص نشان داد که اطلاعات

³Institutional Shareholder Services

⁴. Scott

^۵.Akerlof

نامتقارن می تواند امکان "گزینش زیانبار"^۶ را در بازارها افزایش دهد. اوگزینش زیانبار یا نامطلوب را به وضعیتی اطلاق می کند که در آن فروشندگان، اطلاعاتی در اختیار دارند که خریداران از آن بی اطلاع هستند و بالعکس، که این امر دقیقاً قبل از وقوع معامله به وجود می آید. در چنین وضعیتی کاملاً آشکار است که، پذیرش الزامات حاکمیت شرکتی، عامل با اهمیتی در توسعه بازارهای مالی، ارزش شرکت، تمرکز مالکیت و بسیاری دیگر از جنبه-های عملکرد شرکت است [۹]. به عبارتی بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه گذاران و به تبع آن کاهش هزینه سرمایه می گردد.

متغیرهای مورد استفاده در تحقیق، بر اساس آنچه از نظر گذشت و تحقیقات پیشین به شرح زیر تبیین گردیده اند:

حاکمیت شرکتی: بررسی ادبیات موجود نشان می دهد، هیچ تعریف مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. با این وجود به طور خلاصه می توان حاکمیت شرکتی را سیستمی دانست که با آن شرکت ها هدایت و کنترل می شوند [۲۵].

اندازه شرکت: استدلال شده است که شرکتهای بزرگ نسبت به شرکتهای کوچک دارای مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و نمایندگی بیشتری هستند [۵، ۱۲]. شرکت های کوچک نسبت به شرکت های بزرگ دارای شفافیت اطلاعاتی پایین تری هستند [۱۹]. همچنین شرکت های بزرگتر دارای سهامداران نهادی بوده و این سهامداران نظارت دقیق تر و با کیفیت تری بر مدیران داشته و بدین ترتیب مشکلات نمایندگی را به حداقل ممکن می رسانند [۱۷]. برای محاسبه متغیر اندازه، از معیارهایی چون اندازه داراییها، میزان فروش، ارزش بازار سهام و... استفاده می شود. در این تحقیق، منظور از اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی فروش است.

اهرم مالی: اهرم عبارتند از وجود هزینه های ثابت در فهرست هزینه های شرکت می باشد. اهرم مالی از تقسیم جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی ها بدست می آید. وجه

۶. Adverse Selection

تسمیه اهرم تشابه بین منفعت حاصل از اتکاء به اهرم مکانیکی و منفعت حاصل از اتکاء به هزینه ثابت است. هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می شود، زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی گردد [۳۱].

ارزش بازار شرکت: ارزش بازار شرکت در هر مقطع زمانی برابر است با حاصلضرب کل سهام منتشر شده شرکت در قیمت معامله در آن مقطع به عبارت دیگر:

$$\text{Market Total outstanding shares} \times \text{Market price} \\ \text{Value} =$$

با توجه به شرایط تورمی و تاریخی بودن ارقام دارائی ها، از ارزش بازار سهام در پایان دوره نیز بعنوان مبنای تعیین ارزش شرکت، استفاده می گردد.

میانگین حجم ریالی معاملات روزانه سهام: بارکلی و کندل ومارکس^۷ (۱۹۹۸) عنوان کردند که نقدشوندگی تحت تاثیر حجم معاملات و تعداد دفعات معاملات سهام است [۲]. بالا بودن میزان این متغیر، از یک سو سبب کاهش هزینه های فرایند سفارش می گردد و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را بدنبال خواهد داشت. اما از این جهت که افزایش حجم ریالی معاملات ممکن است ناشی از انجام معاملات بزرگ باشد، می تواند باعث افزایش هزینه های انتخاب نادرست و در نتیجه افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام گردد.

میانگین گردش روزانه سهام شرکت: نسبت گردش سهام بصورت تعداد سهام معامله شده در طول سال تقسیم بر کل سهام منتشره شرکت تعریف شده است. در نهایت از ارقام بدست آمده برای روزهای مختلف، میانگین گیری می شود.

میانگین تعداد دفعات انجام معاملات روزانه سهام: از طریق میانگین گیری از تعداد دفعات معاملات در هر روز برای سال مورد نظر بدست می آید.

با توجه به مبانی نظری فوق و ادبیات تحقیق، فرضیه زیر مورد آزمون قرار گرفت:

"نرخ حاکمیت شرکتی با میزان نقدشوندگی سهام رابطه معنادار دارد."

7. Barkli & Candel & Marks

بر اساس فرضیه فوق و پیشینه تحقیق مدل‌های زیر تصریح گردیده است:

$$Liquidity = \beta_0 + \beta_1 SCORE + \beta_2 N + \beta_3 LnDolvol + \beta_4 LEV + \beta_5 MV + \beta_6 DTU + \beta_7 FSIZE \quad (I)$$

همچنین با استفاده از مدل‌های دو و سه به تشکیل سیستم معادلات همزمان [۸]، پرداخته

شد:

$$\left\{ \begin{array}{l} Liquidity = \beta_0 + \beta_1 SCORE + \beta_2 LEV + \beta_3 MV \\ \quad + \beta_4 DTU + \beta_5 N \quad (II) \\ SCORE = \beta_0 + \beta_1 Liquidity + \beta_2 LEV + \beta_3 MV \\ \quad + \beta_4 DTU + \beta_5 N \quad (III) \end{array} \right.$$

جائیکه:

Liquidity: معیار قدرت نقدشوندگی است، که در این تحقیق، معیار Bid Ask Spread مدنظر بوده است.

SCORE: نرخ حاکمیت شرکتی

N: میانگین تعداد دفعات انجام معاملات روزانه سهام

LnDolvol: میانگین حجم ریالی معاملات روزانه سهام

LEV: اهرم مالی

MV: ارزش بازار شرکت

DTU: میانگین گردش روزانه سهام شرکت

FSIZE: لگاریتم طبیعی فروش

۳. روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر روش تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی مبتنی بر تحلیل رگرسیون زمانی مقطعی است. همچنین به دلیل تاثیرات متقابل متغیرهای وابسته و مستقل [۹]، از سیستم معادلات همزمان استفاده شده است. در این نوع روابط، لازم است دو و یا چند متغیر وابسته را به صورت همزمان توسط تعدادی متغیر مستقل تعیین نمود، در این نوع

روابط متغیرهای وابسته در بیش از یک معادله ظاهر می‌شوند. در ادامه با جمع‌آوری داده‌های کمی حاصل از نمونه سعی در تعمیم آن به جامعه خواهیم بود. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. این نمونه شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. جزو شرکت‌های مالی (مثل بانک‌ها، موسسات بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند.
۲. قیمت سهام آنها در پایان سال ۱۳۸۶ مشخص باشد.
۳. تعداد دفعات معاملات شرکت نباید از ۵۰ مرتبه در سال کمتر باشد.
۴. شرکت‌هایی که اطلاعات مربوط به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش وجود نداشت از جامعه حذف گردید.
۵. اطلاعات مالی و غیرمالی جهت محاسبه نرخ حاکمیت شرکتی، قابل دسترس باشد.

با اعمال تمام محدودیت‌های فوق، حجم نمونه بالغ بر هفتاد شرکت گردید. اطلاعات و داده‌های خام مورد نیاز برای انجام این تحقیق از بانکهای داده‌ای تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین ارقام، جمع‌آوری گردید. اطلاعات مفقود در این بانکهای داده مستقیماً با مراجعه به صورت‌های مالی شرکت‌ها که در سی‌دی‌های (CD) منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و وب‌سایت www.rdis.ir وجود دارد، جمع‌آوری شد.

۴. یافته‌های تحقیق

با توجه به نگاره (۱) که نتایج حاصل از رگرسیون معمولی را نشان می‌دهد، معناداری مدل در سطح ۹۹٪ می‌باشد ($p\text{-value}=0.001$). آماره دوربین و واتسون عدد ۱/۸۸ را نشان می‌دهد، که بیانگر عدم وجود خودهمبستگی داده‌ها می‌باشد. ارتباط معناداری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و قدرت نقدشوندگی سهام وجود ندارد. با این حال ارتباط منفی معنادار بین میانگین حجم معاملات روزانه به عنوان متغیر کنترلی و میزان نقدشوندگی

سهام وجود دارد. همچنین ارزش بازار سهام و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی رابطه مثبت معناداری با قدرت نقدشوندگی سهام دارند. براساس تئوری های حاضر و پیشینه تحقیق برای بالابردن روایی تحقیق از سیستم معادلات همزمان برای بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر میزان نقدینگی و برعکس استفاده شده است. با توجه به نگاره شماره (۲) ارتباط منفی معناداری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و قدرت نقدشوندگی سهام وجود دارد ($p\text{-value}=0.05, t=3.48$). که تائیدی بر یافته‌های چن و همکاران^۸ (۲۰۰۷) می‌باشد. همچنانکه مشاهده می‌گردد، بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به استفاده از استانداردها و ضوابط معتبر در تهیه و حسابرسی گزارش‌ها می‌شود، این امر افزایش کیفیت گزارش‌های مالی را به دنبال خواهد داشت که خود منجر به افزایش اعتماد استفاده کنندگان از اطلاعات مالی و غیرمالی و کاهش ریسک اطلاعات گردیده و تاثیر مثبتی بر قیمت سهام خواهد داشت. همچنین رابطه مثبت معناداری بین میزان نقدشوندگی و اهرم مالی وجود داشته است ($p\text{-value}=0.00, t=3.43$). هر اندازه درجه اهرم مالی بزرگتر باشد، درجه ریسک مالی بیشتر می‌شود، زیرا اگر درجه اهرم مالی زیاد باشد، با کاهش نسبتاً اندک در رقم سود قبل از بهره و مالیات، سود هر سهم ممکن است منفی گردد. نتیجه تحقیق، مؤید مطالب مذکور بوده است. متغیر کنترلی ارزش بازار شرکت رابطه منفی معناداری با میزان نقدشوندگی سهام داشته است ($p\text{-value}=0.00, t = -$). 3.43). سایر متغیرهای کنترلی رابطه معناداری با میزان نقدشوندگی سهام نداشته‌اند.

⁸ Chen et al

نگاره شماره (۱) - نتیجه آزمون مدل شماره (۱) متغیر وابسته: نقدشوندگی

$Liquidity = \beta_0 + \beta_1 SCORE + \beta_2 N + \beta_3 LnDolvol + \beta_4 LEV + \beta_5 MV + \beta_6 DTU + \beta_7 FSIZE$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰,۴۷	-۰,۷۱	-۰,۱۷	نرخ حاکمیت شرکتی
۰,۹۹	-۰,۰۰۷	-۰,۰۶	م تعداد انجام دفعات معامله
۰,۰۱	-۲,۵۲	-۶,۷۲	م حجم معاملات روزانه
۰,۰۰۱	۳,۴۰	۴۹,۸۱	اهرم مالی
۰,۰۶	۱,۸۷	۴,۰۱	ارزش بازار سهام
۰,۱۵	۱,۴۳	۴۸۲۲	م گردش روزانه سهام
۰,۴۶	۱,۸۴	۱,۳۴	لگاریتم طبیعی فروش
۱,۸۸	آماره دوربین واتسون	۴,۰۵	F آماره
٪۲۱	R ² تعدیل شده	۰/۰۰۱	P-value

نتایج سیستم معادلات همزمان - نگاره شماره (۲)

نتیجه آزمون مدل های شماره (۲) و (۳)

$Liquidity = \beta_0 + \beta_1 SCORE + \beta_2 N + \beta_3 LEV + \beta_4 MV + \beta_5 DTU$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰,۰۵	۳,۴۸	-۰,۴۸	نرخ حاکمیت شرکتی
۰,۰۰	۳,۴۳	۴۶,۹۴	اهرم مالی
۰,۰۰	-۳,۴۳	-۶,۱۱	ارزش بازار سهام
۰,۳۶	-۰,۹۱	-۲۲۱	م گردش روزانه سهام شرکت
۰,۲۹	۱,۰۵	۰,۰۳	م دفعات انجام معاملات روزانه
۲,۱۱	آماره دوربین واتسون	٪۲۷	R ² تعدیل شده
$SCORE = \beta_0 + \beta_1 Liquidity + \beta_2 N + \beta_3 LEV + \beta_4 MV + \beta_5 DTU$			
آزمون داده های مقطعی			متغیر توضیحی
P - value	آماره t	ضریب	
۰,۰۵	-۱,۹۱	-۰,۱۱	نقدشوندگی
۰,۴۲	۰,۷۹	۵,۷۰	اهرم مالی
۰,۰۸	-۱,۷۲	-۱,۵۸	ارزش بازار سهام
۰,۶۴	۰,۴۶	۵۴۶	م گردش روزانه سهام شرکت
۰,۷۴	۰,۳۲	۰,۰۰	م دفعات انجام معاملات روزانه
۲,۱۶	آماره دوربین واتسون	٪۱۰	R ² تعدیل شده

۵. نتیجه گیری

در این تحقیق ما با استفاده از نرخ حاکمیت شرکتی محاسبه شده برای شرکت‌های نمونه، به آزمون رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدینگی سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان پرداختیم. نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده مؤید آن است، رابطه‌ی منفی معناداری بین نرخ حاکمیت شرکتی و قدرت نقدشوندگی سهام وجود دارد. به عبارتی کاهش سازوکارهای نظارتی منجر به افزایش شکاف قیمت خرید و فروش سهام می‌گردد. نتایج تحقیق با نتایج تحقیقات باربدو و همکاران^۹ (۲۰۰۷)، چن و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۷) سازگار بوده است. همچنین نتایج بیانگر آن است، که کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر به بهبود سازوکارهای نظارتی و به تبع آن کاهش ریسک و در نتیجه کاهش اختلاف قیمت عرضه و تقاضا می‌گردد.

۶. پیشنهادات تحقیق

بر اساس نتایج تحقیق، راه کارها و پیشنهادات ذیل ارائه می‌گردد:

۱. اطلاعاتی راجع به نرخ حاکمیت شرکتی توسط سازمان بورس اوراق بهادار یا هر سازمانی دیگر که معتمد سازمان مذکور باشد تهیه گردد و در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد.
۲. به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری‌های مربوط به خرید و فروش سهام که از جانب هیات مدیره تهیه و به تائید نسبی حسابرسان می‌رسد، اکتفاء ننموده و اطلاعات مربوط به وضعیت حاکمیت شرکتی را مورد توجه قرار دهند.
۳. تشکیل کمیته حسابرسی و کمیته جبران خدمت توسط اعضای غیر موظف هیئت مدیره در راستای تفکیک وظایف اجرایی و نظارتی آنها.

⁹ . Barbedo & et al

¹⁰ Chen et al

۷. محدودیت‌های تحقیق

یکی از مشکلات عمده ما در انجام این پژوهش، فقدان سازمان‌هایی بود که رتبه بندی حاکمیت شرکتی را برای شرکت‌های ایرانی ارائه نمایند. ما امیدواریم با رشد اقتصادی و توسعه بازار سرمایه در ایران در تحقیقات آتی شاهد ایجاد سازمان‌هایی اینچنینی هرچند در سطح محدود باشیم. تا منجر به سهولت انجام تحقیقات مشابه گردد.

منابع:

۱. احمد پور، احمد و یحیی زاده فر، محمود (۱۳۸۷)، مدیریت مالی، ج چهارم، انتشارات دانشگاه مازندران، صص، ۲۶۶-۲۲۱.

۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و سارنچ، 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، دانشگاه تهران، شماره ۵۳، صص ۱۶-۳.

۳. فخاری، حسین و فلاح محمدی، نرگس (۱۳۸۸)، "بررسی تاثیر افشای اطلاعات بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره چهارم.

4. Aitken, M., & Comerton-Forde, C., (2003). "How should liquidity be measured?" *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 3, No. 11, pp. 45-59.
5. Arslan, O., Florackis, C., Ozkan, A., (2006). The role of cash holdings in reducing investment-cash flow sensitivity:

Evidence from a financial crisis period in an emerging market. *Emerging Markets Review*. 7, 320-338.

6. Barbedo, C, H, Camilo- Da- Silva, E, Level, R., (2007). "Probability of information – Based Trading, intraday liquidity and corporate governance in the Brazilian stock Market".
7. Boone, j., (1998) "Oil and Gas Reserve Value Disclosures and bid ask spreads". *Journal of Accounting and public policy*, 17, 55-84.
8. Botosan, C. A., (1997). "Disclosure level and the cost of equity capital", *The Accounting Review*, pp. 323-349.
9. Chen, W.P, Chung, H, Lee, C, and Liao, W-L., (2007). "Corporate Governance and Equity Liquidity: analysis of S&P Transparency and Disclosure ranking."
10. Chung, K. Elder, J, Kim, J. (2008)," Corporate Governance and Liquidity". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
11. Cornett, M.M. Marcus .A.J. Saunders, A. Tehranian, H. (2007)," the impact of institutional ownership on corporate operating performance". *Journal of Banking & Finance* 31, 1771–1794.
12. Ezzedine, A., Salma, B., (2007). "Investment-cash flow sensitivity versus Cash-cash flow sensitivity: What really matters for Tunisian firms". Working paper.

13. Frankel, R., Johnson, M. and Skinner, D.J. (1999). "An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium", *Journal of Accounting Research*, 37(1).pp. 133-152.
14. Hauswald, R. and Marquez. R. (2007). "Governance Mechanisms and Corporate Disclosure". Working Paper. University of Maryland.
15. Heflin. F. L. Shaw, K. W. and Wild. J. J. (2005). "Disclosure Policy and Market Liquidity: Impact of Depth Quotes and Order Sizes", *Contemporary Accounting Research*, 22, 829-865.
16. Jensen. Michael. c, W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* pp. 305-360.
17. Kadapakkam. P.R., Kumar. P.C, Riddick. L.A. (1998). "The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence". *Journal of Banking & Finance*. 22, 293-320.
18. Lei. L. L, Teen. M.Y (2007)." The Determinants of Corporate Governance and the Link between Corporate Governance and Performance: Evidence from the U.K. Using a Corporate Governance Scorecard". Available at SSRN.
19. Marchica. M.T, Mura. R. (2007)," Cash holding policy and ability to invest: How do firms determine their capital expenditures?" Working paper.

20. Morse, D, Ushman, N (1983), "The effect of information Announcements on market microstructure." The Accounting Review, 58(2), 247-258.
21. Sengupta, P. (1998), "Corporate Disclosure quality and the cost of debt", The Accounting Review, 73(4), pp.459-474.
22. Scott, W, 2003. "Financial Accounting Theory". Third Edition. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
23. Stoll, H. (1978), "The supply of Dealer services in securities markets", Journal of finance, September, pp.1133-1151.
24. Stoll, H. (1989), "Inferring the components of the bid ask spread theory and empirical tests". The Journal of Finance 44(1), 115- 134.
25. Solomon, J (2007). Corporate Governance & Accountability. 2Th Edition.
26. Venkatesh, P, Chiang, C. R. (1986). "Information asymmetry and the dealer's bid-ask spread: a case study of earnings and dividend announcements". The Journal of Finance, No. 41(5), pp.1089-11020
27. Weimin Liu., (2005) "A liquidity-augmented capital asset pricing model"; journal of financial Economics. Vol. 1, No. 1, pp. 1-41.