فصلنامه علمی پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری
سال دوم، زمستان ۱۴۰۰- شماره ۵
صفحات ۹۰-۶۷
نوع مقاله: پژوهشی

ارتباط خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت با تأکید بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی

بهمن عبدی گلزار[۱]
یونس بادآور نهندی[۲]

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۲۲
تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۰۱
شناسه دیجیتال: 10.30495/afi.2022.1949470.1094

چکیده

خطر اخلاقی در نتیجه عواملی مانند اختیارهای تفویضی به مدیران و انگیزه آنان برای استفاده از این اختیارها در جهت منافع شخصی ایجاد می‌گردد و ممکن است پیامدهایی مانند عدم نقدشوندگی سهام و کاهش ارزش شرکت را در پی داشته باشد. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی ارتباط خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت با تأکید بر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌باشد. داده‌های پژوهش از طریق صورت‌های مالی ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۴ ساله از ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۹ گردآوری شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از داده‌های پانلی و مدل رگرسیون چندگانه استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که خطر اخلاقی مدیران بر عدم نقدشوندگی سهام دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار می‌باشد. همچنین خطر اخلاقی مدیران بر ارزش شرکت تأثیر منفی و معنی‌دار دارد. شاخص تعاملی خطر اخلاقی مدیران و حاکمیت شرکتی بر عدم نقدشوندگی سهام تأثیر منفی و معنی‌دار دارد و بر ارزش شرکت دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار می‌باشد؛ بنابراین خطر اخلاقی مدیران پیامدهای نامطلوبی مانند کاهش ارزش شرکت و عدم نقدشوندگی سهام را به دنبال دارد و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی باعث تضعیف پیامدهای مخرب خطر اخلاقی مدیران می‌گردد. با آگاهی از پیامدهای نامطلوب خطر اخلاقی مدیران و همچنین تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر تضعیف شدت اثر خطر اخلاقی مدیران، می‌توان تصمیم‌های بهینه‌ای را در جهت کنترل خطر اخلاقی اتخاذ نمود و از طریق تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، منافع ذی‌نفعان به‌ویژه سهامداران را تأمین نمود.

کلید واژه‌ها: خطر اخلاقی مدیران، ارزش شرکت، عدم نقدشوندگی سهام، حاکمیت شرکتی.
طبقه‌بندی موضوعی: D82, D46, G33, G34.

---

۱. گروه حسابداری، واحد اسکو، دانشگاه آزاد اسلامی، اسکو، ایران.
۲. گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسئول). badavarnahandi@iaut.ac.ir

۱- مقدمه

روابط نمایندگی در سرتاسر حیات اقتصادی وجود دارد. در خصوص روابطی که در آن کارگزار به‌خاطر مزایای نسبی به نمایندگی از طرف کارگمار عمل می‌کند، نمونه‌های بسیاری وجود دارد. برای مثال کارگران نیروی کار شرکت را تأمین می‌کنند، مدیران از طرف مالکان شرکت عمل می‌کنند، پزشکان به بیماران و همچنین وکلا به موکلین خدمات می‌دهند (میرلیز[1]، ۱۹۷۶، ۱۹۹۹؛ هیملبرگ و همکاران[2]، ۱۹۹۹). اگر کارگزاران بتوانند بدون هزینه، اهداف کارگماران را تأمین سازند دلیلی برای مطالعه مبحث نمایندگی باقی نمی‌ماند، پس به احتمال زیاد دلیل عدم تقارن اطلاعاتی به شدت به منشاء نمایندگی گره خوده است (میرلیز، ۱۹۹۹). از نظر تجربی کاملاً واضح است که افراد دارای اطلاعات مختلفی بوده و این اطلاعات در بسیاری از شرایط بر رفتار آنها تأثیر می‌گذارد. به‌عنوان مثال در بازار سرمایه، شرکت‌های فراوانی وجود دارند که سهامشان در بورس معامله می‌شود ولی ممکن است همه سهام‌داران بالفعل و بالقوه، به شکل برابر به اطلاعات کامل و اثر گذار شرکت‌ها دسترسی نداشته باشند. مهمتر اینکه آنها نمی‌توانند بر عملکرد مدیریت نظارت مستقیم داشته باشند و لذا در هنگام تصمیم‌گیری برای خرید یا فروش سهام و همچنین ارزیابی عملکرد مدیریت ممکن است تصمیم گیری‌های درستی نداشته باشند. در این حالت عدم تقارن اطلاعاتی ایجاد می‌گردد (اورونن[3]، ۲۰۰۳). مشکل مخاطره اخلاقی، یکی از ابعاد مهم عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد و در مورد تصمیم‌گیری‌های استراتژیک بویژه در خصوص مدیران اجرایی شرکت‌ها آشکارتر است. مدیر اجرایی توسط مالکان شرکت استخدام می‌شود تا تصمیمات استراتژیک شرکت را اتخاذ و اجرا نماید. از جمله تصمیمات استراتژیک که مدیر اجرایی با آن روبرو است شامل قیمت‌گذاری محصولات شرکت، انتخاب حجم تولید، توسعه یک استراتژی تحقیق و توسعه، انتخاب بازار مناسب برای رقابت و مواردی از این قبیل می‌باشد. هرگونه شکست مدیر اجرایی در انجام این تصمیمات، می‌تواند هزینه های قابل توجهی را برای صاحبان این شرکت ها تحمیل نماید (هولمستروم[4]، ۱۹۷۹). خطر اخلاقی مدیران می‌تواند به پیامدهای متعدد از جمله عدم نقدشوندگی سهام و کاهش ارزش شرکت منجر گردد. نقدشوندگی یک موضوع مهم برای اوراق بهادار معامله شده در بازارهای مالی می‌باشد (صالحی، ۱۴۰۰)، و به معنای امکان انجام معاملات با سرعت بالا، با هزینه اندک و بدون تحت‌تأثیر قرار دادن شدید قیمت می‌باشد (مارسلو و کویروس[5]،

1. Mirrlees
2. Himmelberg *et al.*
3. Auronen
4. Holmstrom
5. Marcelo & Quirós

۲۰۰۶). نتایج مطالعات صورت‌گرفته توسط مختاری (۱۴۰۰) و لین و همکاران[1] (۲۰۱۲) حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی و بالاخص خطر اخلاقی مدیران باعث کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود. ارزش شرکت می‌تواند برای مقایسه شرکت ها در یک صنعت مشابه یا برای تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری‌ها مورد استفاده قرار گیرد (لوکو و همکاران[2]؛ ۲۰۲۱). وجود فرصت های سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت و استفاده بهینه از آن ها، زمینه ساز توسعه فعالیت های شرکت می‌باشد و این موضوع به نوبه خود باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی باعث ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌گردد و این امر با تضعیف عملکرد مالی شرکت منجر به ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌شود (چن و همکاران[3]، ۲۰۱۱) و چنین استدلال می‌شود که زمانی که سرمایه‌گذاری‌های شرکت به مرز ناکارا نزدیک می‌شود، قیمت بازار سهام تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد و موجب کاهش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌شود. مبانی نظری ارائه شده ناظر بر این است که خطر اخلاقی مدیران می‌تواند پیامدهای نامطلوبی را بر منافع ذی‌نفعان بویژه سهامداران بدنبال داشته باشد، با توجه به اینکه در پژوهش‌های قبلی تأثیرعدم تقارن اطلاعاتی و یا خطر اخلاقی بر متغیرهایی مانند ساختار سرمایه و کیفیت سود بررسی گردیده است، لذا با توجه به اهمیت متغیرهای نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت در حفظ منافع سهامداران و لزوم بررسی واکنش بازار سرمایه در مقابل تاثیرهای نامطلوب خطر اخلاقی مدیران، در این پژوهش تلاش می‌گردد، تأثیر خطر اخلاقی مدیران بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت بررسی گردد. در پژوهش حاضر هدف پاسخ به سؤالات اصلی پژوهش می‌باشد که آیا خطر اخلاقی بر ارزش شرکت و عدم نقد شونگی سهام تأثیر دارد؟ و آیا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت تأثیر دارد؟ بنابراین نقش مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نیز در این ارتباط مورد ارزیابی واقع می‌شود تا مشخص گردد که چه اندازه می‌تواند در کاهش آثار مخرب خطر اخلاقی مدیران ایفای نقش نماید. به استناد پژوهش، در نهایت دستاوردهای علمی پژوهش را چنین می‌توان برشمرد؛ نخست پژوهش حاضر باعث بسط مبانی نظر پژوهشهای قبلی در حوزه حسابداری می‌گردد. دوم اینکه نتایج پژوهش حاضر می‌تواند اطلاعات سودمندی را در اختیار قانون‌گذاران، سیاست‌گذاران و سازمان بورس اوراق بهادار تهران قرار دهد و در نهایت این پژوهش می‌تواند ایده‌های جدیدی را به‌منظور انجام مطالعات آتی به دانشجویان و پژوهشگران در رشته حسابداری ارائه نماید.

1. Lin *et al.*
2. Lokko *et al.*
3. Chen *et al.*

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مخاطره اخلاقی ریشه در تئوری نمایندگی دارد. در تئوری نمایندگی بحث جدایی مالکیت از کنترل یعنی همان بحث کارگزار و کارگمار مطرح است و در مدل کارگزار- کارگمار چنین فرض می‌شود که خروجی یک پروژه در نتیجه تضاد منافع و تفویض اختیار، دارای ریسک است (هولمستروم، ۱۹۷۹؛ لازر و روزن[1]، ۱۹۸۱). هارت و هولمستروم[2] (۱۹۸۶) معتقد هستند، هنگامی که سهامداران می‌توانند اقدامات مدیریتی را مشاهده کنند، می‌توانند قراردادی را تنظیم کنند که اقدامات مدیریت را تحت هر شرایط مشخص کنند. با این حال زمانی که سهامداران نمی‌توانند عملکرد مدیران را مشاهده نمایند، زمینه برای خطر اخلاقی مدیران ایجاد می‌شود و باید راه حلی مبتنی بر بازده را در نظر بگیرند. یک راه حل این است که سهامداران پرداخت به مدیران را منوط به افزایش ثروت سهامداران کنند. پرداخت بابت عملکرد، تضمین می‌کند که مدیران به سهامداران پیوسته و اقداماتی را انجام می‌دهند که به نفع سهامداران است (کیفر و همکاران[3]، ۲۰۱۷). جنسن و مکلینگ[4] (۱۹۷۶) استدلال می‌کنند که نظارت، یک ابزار برای کنترل انگیزه مدیریتی است اما هزینه آن بالا است. زمانی که سهامداران شرکت سهامی نوعاً گسترده هستند، یعنی شرکت دارای سهامداران خرد می‌باشد، بارل و مینز[5] (۱۹۳۲) استنتاج می‌کنند که سهامداران خرد، انگیزه کمتری برای مشاهده عملکرد مدیریت (نظارت) دارند و با استناد به مسئله سواری رایگان به این نتیجه می‌رسند که هیچ سهامداری بر مدیران، نظارت نخواهد کرد و بنابراین در چنین شرایطی خطر اخلاقی افزایش خواهد یافت (کیفر و همکاران، ۲۰۱۷). نقدشوندگی به معنی سرعت تبدیل سرمایه‌گذاری ها یا دارایی‌ها به وجوه نقد می‌باشد. استقبال از معامله اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار می‌توانند حاکی از نقدشوندگی آنها باشد (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶). در واقع ممکن است عدم نقدشوندگی تأثیر منفی بر ارزش سهام داشته باشد (عمری و همکاران[6]، ۲۰۰۴). نسبت عدم نقدشوندگی نشانگر میزان حساسیت قیمت سهام در برابر تغییرات هر واحد در حجم معامله آن روز است. عدم نقدشوندگی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام در واکنش به حجم معاملات کم، تغییرات زیادی داشته باشد (مارسلو و کویروس، ۲۰۰۶). به استناد نتایج پژوهش لین و همکاران (۲۰۱۲)، عدم تقارن اطلاعاتی بر روی حجم معاملات تأثیر منفی داشته و همچنین نقدشوندگی سهام را کاهش می‌دهد. چنین استدلال می‌شود که هر چقدر اطلاعات محرمانه در خصوص شرکت و عملکرد مدیریت بیشتر باشد، به‌صورت

1. Lazear & Rosen
2. Hart & Holmstrom
3. Kiefer *et al.*
4. Jensen & Meckling
5. Berle & Means
6. Omri *et al.*

کلی عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد. در نتیجه میزان بازده سرمایه‌گذارانی که به این اطلاعات دسترسی ندارند کاهش یافته و این امر به نوبه خود به استناد مطالعات صورت‌گرفته توسط لین و همکاران (۲۰۱۲) در نهایت منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌گردد. لذا ارتباط بین خطر اخلاقی مدیران که یکی از ابعاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد و عدم نقدشوندگی سهام قابل بررسی می‌باشد تا تأثیر خطر اخلاقی مدیران که یکی از ابعاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد بر عدم نقدشوندگی سهام مشخص گردد. چن و همکاران (۲۰۱۱) چنین استدلال می‌کنند، زمانی که در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاری‌های شرکت به مرز ناکارا نزدیک می‌شود، قیمت بازار سهام تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد و موجب کاهش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام گردیده و در نهایت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. بنابراین با مد نظر قرار دادن تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت، بررسی تأثیر خطر اخلاقی مدیران که یکی از ابعاد مهم عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد، بر ارزش شرکت به‌منظور مشخص نمودن پیامدهای نامطلوب خطر اخلاقی مدیران لازم به نظر می‌رسد. فرضیه حداکثرسازی سود مستلزم این است که اختیار مدیریتی از طریق انضباط حاکم و بوسیله نیروهای بازار و با هماهنگی اقدامات اعضای هیئت مدیره در قالب مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، محدود شود. اگر چنین مکانیزم‌های انضباطی منافع صاحبان سهام را حفظ نکنند، مدیران می‌توانند تصمیمات استراتژیکی را اتخاذ کنند که منافع خود را به منافع صاحبان شرکت‌ها ترجیح دهند (بارل و مینز، ۱۹۳۲؛ ماریس[1]، ۱۹۹۸؛ ویلیامسون[2]، ۱۹۶۴). مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در جهت کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها عمل می‌کند و کیفیت این مکانیزم‌ها امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکتی دیگر متفاوت است و فرض بر این است که در کلیه مراحل ارزش‌آفرینی در شرکت وجود داشته است (پیوت و جانین[3]، ۲۰۰۷)؛ بررسی تعاریف، مفاهیم و دیدگاه‌های مراجع و صاحب‌نظران حرفه‌ای نشان می‌دهد که هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به این موارد اساسی است: پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان (حساس‌یگانه و باغومیان، ۱۳۸۴). لذا چنین استنتاج می‌گردد که حاکمیت شرکتی به‌عنوان ابزاری برای ارتقاء شفافیت و پاسخگوی در جهت حفظ حقوق سهامداران، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در زمینه های خطر اخلاقی و انتخاب نامطلوب می‌گردد (جان و سنبت[4]، ۱۹۹۸). همچنین نتایج پژوهش کامیابی و بوربوری (۱۳۹۵) تأکید دارد که هر چه میزان سهامداران مدیریتی که یکی از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی است در یک شرکت بیشتر باشد، میزان خطر اخلاقی در آن شرکت کاهش می‌یابد.

1. Marris
2. Williamson
3. Piot & Janin
4. John & Senbet

نتایج پژوهش لین و همکاران (۲۰۱۲) حاکی از این است که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم و تعداد معاملات، رابطه منفی و با ریسک نقدشوندگی هر شرکت، رابطه مثبت دارد. همچنین رابطه معناداری میان نقدشوندگی بازار و ریسک نقدشوندگی بازار با عدم تقارن اطلاعاتی یافت نکردند. فوسو و همکاران[1] (۲۰۱۶) در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت تأثیر منفی داشته و اهرم شرکت این اثر را کاهش می‌دهید. همچنین اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت در مورد شرکت‌هایی که فرصت های رشد بالایی دارند، بیشتر است و بر عکس. نتایج پژوهش برگلوند[2] (۲۰۲۰) نشان داد که به طور کلی حاکمیت شرکتی بهتر به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌های بورسی منجر می‌گردد. با این حال، اهمیت حاکمیت شرکتی خوب برای نقدشوندگی بازار سهم، بسته به ویژگی‌های کسب و کار شرکت‌ها، متفاوت خواهد بود. حاکمیت شرکتی خوب به ویژه در کاهش مشکلات نمایندگان در شرکت‌هایی که در معرض درجه بالایی از عدم اطمینان قرار دارند، اثرگذار است. جلیلی و همکاران (۱۳۹۲) در بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی، معاملات و نقدشوندگی سهام به این نتیجه دست یافتند که بین معاملات سهام و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد و همچنین رابطه منفی و معنی‌دار بین نقدشوندگی سهام و عدم تقارن اطلاعاتی وجود دارد. صدیقی و همکاران (۱۳۹۶) در بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش اهرم مالی و فرصت‌های رشد به این نتیجه دست یافتند که بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنادار وجود دارد و این رابطه را اهرم مالی تعدیل می‌کند. بیگلر و همکاران (۱۳۹۶) به مطالعه تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه دست یافتند که عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری ندارد و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بر هزینه سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. مختاری (۱۴۰۰) در پژوهشی اثر عدم تقارن اطلاعاتی را بر رابطه بین همزمانی قیمت و نقدشوندگی سهام بررسی نمود و به این نتیجه دست یافت که همزمانی قیمت با نقدشوندگی شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد و عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی تأثیر منفی و معناداری دارد. مبانی نظری ارائه شده ناظر بر این است که عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند پیامدهای نامطلوبی را بر منافع ذی‌نفعان بویژه سهام‌داران بدنبال داشته باشد که عدم نقدشوندگی سهام و کاهش ارزش شرکت از جمله این پیامدهای می‌باشد و مکانیزم‌های حاکمیت شرکت می‌تواند در این میان تأثیر بازدارنده داشته باشد. در پژوهش حاضر به بررسی رابطه خطر اخلاقی مدیران که یکی از ابعاد عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد با عدم

1. Fosu *et al.*
2. Berglund

نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت اقدام گردید و با در نظر گرفتن نقش تعدیلگر برای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، میزان تأثیر این مکانیزم ها بر رابطه خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی و ارزش شرکت بررسی گردید. با مد نظر قرار دادن مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش حاضر به این شرح ارائه می‌گردد.

۱. خطر اخلاقی مدیران بر عدم نقدشوندگی سهام تأثیر دارد.

۲. خطر اخلاقی مدیران بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

۳. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی سهام تأثیر دارد.

۴. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه خطر اخلاقی مدیران باارزش شرکت تأثیر دارد.

۳- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع کاربردی است و از نظر ماهیت توصیفی – همبستگی می‌باشد. در پژوهش حاضر با استفاده از روش کتابخانه‌ای، اطلاعات، مبانی نظری و ادبیات موضوعی تحقیق جمع‌آوری گردید و داده‌های پژوهش در بازه زمانی سال ۱۳۸۶ لغایت ۱۳۹۹ از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین گردآوری شد. از بین کلیهٔ شرکت‌های موجود، تعداد ۱۸۰ شرکت طی ۱۴ سال (۲۵۲۰ سال – شرکت) به شرح جدول (۱) به‌عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.

جدول (۱) نحوه انتخاب نمونه پژوهش

Table (1) Selection of research sample

کل شرکت‌های بورسی و فرابورسی تا پایان سال ۹۹	۶۵۲
تعداد شرکت‌های فرابورسی تا پایان سال ۹۹	(۳۱۳)
شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها، واسطه‌گری‌های مالی و مؤسسات تأمین مالی	(۴۱)
شرکت‌های که در طی دوره مورد بررسی (۹۹–۸۶) تغییر سال مالی داشته‌اند یا سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند (به‌منظور داشتن قابلیت مقایسه بیشتر) نمی‌باشد.	(۲۷)
شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۹ در لیست بورس نباشند (یعنی بین سال‌ها حذف شده‌اند یا در سال‌هایی بعد از سال ۱۳۸۶ عضو بورس شده‌اند) و شرکت‌هایی که بیش از سه ماه توقف معاملاتی داشته‌اند.	(۹۱)
نمونه موردمطالعه	۱۸۰

به‌منظور آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل رگرسیونی (۱) و برای آزمون فرضیه دوم، از مدل رگرسیونی (۲) استفاده گردید.

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MoralHazard_{i,t} + \beta_2 CSG_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + +\beta_7 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی (۱)

$$Firm\ value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MoralHazard_{i,t} + \beta_2 CSG_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 AGE_{i,t} + \beta_5 DIV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی (۲)

همچنین برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش، مدل‌های رگرسیونی (۳) و (۴) مورداستفاده قرار گرفت:

$$ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (MoralHazard) + \beta_2 (CG) + \beta_3 (MoralHazard * CG)_{i,t} + \beta_4 CSG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی (۳)

$$Firm\ value_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 (MoralHazard) + \beta_2 (CG) + \beta_3 (MoralHazard * CG)_{i,t} + \beta_4 CSG_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 DIV_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 TANG_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی (۴)

در مدل‌های رگرسیونی (۱) تا (۴)، $ILLIQ$ ، نشان‌دهنده عدم نقدشوندگی سهام؛ $MoralHazard$ ، نشان‌دهنده خطر اخلاقی مدیران؛ CG، نشان‌دهنده مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی؛ $Firm\ value$، نشان‌دهنده ارزش شرکت؛ CSG، نشان‌دهنده رشد فروش شرکت؛ ROA، نشان‌دهنده بازده دارایی؛ AGE، نشان‌دهنده سن شرکت؛ DIV، نشان‌دهنده سود تقسیمی؛ $SIZE$، نشان‌دهنده اندازه شرکت و $TANG$، نشان‌دهنده دارایی‌های مشهود می‌باشد.

متغیرهای این پژوهش به چهار گروه شامل؛ متغیرهای مستقل، وابسته، کنترلی و تعدیل‌تر تقسیم می‌گردد که به شرح ادامه تشریح می‌گردد:

الف: متغیر مستقل

خطر اخلاقی مدیران به‌عنوان متغیر مستقل پژوهش حاضر می‌باشد و برای سنجش آن از مدل عبدی گلزار و همکاران (۱۴۰۰) استفاده می‌گردد که به‌صورت رابطه (۱) ارائه گردیده است.

$$MoralHazard = 0.283\ IOCONCENT + 0.099\ EU + 0.127HHI + 0.070\ LEVERAGE + 0.099FC + 0.111\ FCF + 0.067\ CAPEX + 0.093\ IRISK + 0.051CLC$$ رابطه (۱)

در رابطه (۱) داریم:

$IOCONCENT$: از شاخص هرفیندال – هیرشمن برای محاسبه تمرکز مالکیت استفاده می‌گردد. در این شاخص بعد از اینکه درصد سهام هر یک از مالکین نهادی به توان دو رسید، با هم جمع می‌شوند. حاصل بین صفر تا یک است و هرچه به یک نزدیک‌تر باشد تمرکز بیشتر است.

EU: برای سنجش عدم اطمینان محیطی از ضریب تغییرات فروش استفاده می‌شود. زیرا با افزایش نوسان فروش، عدم اطمینان محیط فعالیت شرکت افزایش می‌یابد (برگ و لاولس[1]، ۱۹۹۸). برای اندازه‌گیری آن از رابطه (۲) استفاده می‌شود.

$$EU_{i,t} = \frac{\sigma\ sales}{\mu\ sales} \dots i, t-3\ to\ t$$ رابطه (۲)

در رابطه (۲) داریم:

$\sigma\ sales$: بیانگر ضریب انحراف معیار فروشهای شرکت i طی یک دوره ۴ ساله (از سال $t-3$ تا سال t) می‌باشد.

$\mu\ sales$: بیانگین میانگین فروشهای شرکت i طی یک دوره ۴ ساله (از سال $t-3$ تا سال t) می‌باشد.

HHI: انحصار در بازار محصول از رابطه (۳) به دست می‌آید:

$$HHI_{i,t} = \sum_{i=1}^{N_j} \left(SALES_{i,j} / \sum_{i=1}^{N_j} SALES_{i,j} \right)^2$$ رابطه (۳)

در رابطه (۳) داریم:

$SALES_{i,j}$: کل فروش شرکت i در صنعت j است.

LEV: نسبت اهرم مالی از تقسیم کل بدهی به کل دارایی به دست می‌آید.

FC: برای اندازه‌گیری محدودیت‌های مالی از شاخص کاپلان و زینگالس[2] (۱۹۹۷) استفاده شده است. بر اساس این شاخص محدودیت مالی ترکیبی خطی از ۴ عامل نسبت وجه نقد، سود تقسیمی،

1. Bergh & Lawless
2. Kaplan & Zingales

نسبت بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است. شاخص اندازه‌گیری محدودیت تأمین مالی کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) توسط تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) بومی‌سازی گردیده است که محاسبهٔ آن مطابق رابطه (۴) است:

$$KZ_{it} = 17.33 - 37.486\, C_{it} - 15.216\, DIV_{it} + 3.39\, Lev_{it} - 1.402\, MTB_{it}$$

رابطه (۴)

در رابطه (۴) داریم:

C_{it}: نسبت موجودی نقد به دارایی‌های شرکت i در سال t است.

DIV_{it}: نسبت سود تقسیمی به دارایی‌های شرکت i در سال t است.

Lev_{it}: نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت i در سال t است.

MTB_{it}: نسبت حاصل‌جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t است.

پس از محاسبهٔ مقادیر KZ_{it} برای هر شرکت – سال، مقادیر از کوچک‌ترین به بزرگ‌ترین مرتب و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شود که شرکت– سال‌های حاضر در پنجک چهار و پنج را می‌توان به‌عنوان شرکت– سال‌های دچار محدودیت مالی شناسایی کرد. اگر شرکت دچار محدودیت مالی باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

FCF: در این پژوهش برای تعیین جریان‌های نقد آزاد واحد تجاری از مدل لن و پولسن[1] (۱۹۸۹) استفاده گردید که به‌صورت رابطه (۵) می‌باشد:

$$FCF_{it} = (INC_{it} - TAX_{it} - INTEXP_{it} - PSDIV_{it} - CSDIV_{it}) / TA_{it_1}$$

رابطه (۵)

در رابطه (۵) داریم:

FCF_{it}: جریان‌های نقد آزاد شرکت i در سال t است.

INC_{it}: سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t است.

TAX_{it}: کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t است.

$INTEXP_{it}$: هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t است.

$PSDIV_{it}$: سود سهام‌داران ممتاز پرداختی شرکت i در سال t است.

$CSDIV_{it}$: سود سهام‌داران عادی پرداختی شرکت i در سال t است.

1. Lehn & Poulsen

TA_{it-1}: کل ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t است.

$CAPEX$: مخارج سرمایه‌ای برابر است با حاصل تقسیم مخارج مربوط به تحصیل دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود بر کل دارایی‌ها.

$IRISK$: ریسک درونی شرکت از طریق انحراف معیار باقیمانده‌های حاصل از برآورد رگرسیون مدل بازار (CAPM) با استفاده از داده‌های بازدهی ماهانه در طول یک سال مالی محاسبه می‌شود (لی[1]، ۲۰۱۰).

CLC: چرخه عمر شرکت یک متغیر مجازی صفر یا یک است بدین معنا، شرکت‌هایی که در مراحل ظهور و رشد قرار دارند عدد صفر و شرکت‌های حاضر در مراحل بلوغ و افول عدد ۱ می‌گیرند. در پژوهش حاضر برای تعیین مراحل چرخه عمر شرکت از مدل آنتونی و رامش[2] (۱۹۹۲) و پارک و چن[3] (۲۰۰۶) استفاده می‌شود و از چهار متغیر نسبت سود تقسیمی، رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و سن شرکت به‌منظور تقسیم شرکت‌ها به مراحل چرخه عمر استفاده می‌شود. به‌منظور تقسیم‌بندی شرکت‌ها، هر یک از شرکت‌های نمونه بر اساس امتیازی که از این چهار متغیر دریافت می‌کنند در یکی از طبقات چرخه عمر قرار می‌گیرند:

الف) میزان رشد فروش: در صورت منفی بودن رشد فروش طی پنج سال گذشته و یا کمتر از ۵٪ بودن متوسط آن، امتیاز شرکت ۱، اگر متوسط آن طی ۵ سال گذشته بین ۵٪ تا ۳۰٪ باشد امتیاز شرکت ۲ و اگر متوسط رشد فروش بیشتر از ۳۰٪ باشد امتیاز ۳ خواهد بود.

ب) مخارج سرمایه‌ای: اگر میانگین مخارج سرمایه‌ای (جمع دارایی‌های ثابت و سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت) شرکت نسبت به مجموع دارایی‌ها در پنج سال گذشته کمتر از ۵٪ باشد امتیاز شرکت ۱، اگر متوسط آن طی پنج سال گذشته بین ۵٪ تا ۱۰٪ باشد امتیاز شرکت ۲ و اگر متوسط مخارج سرمایه‌ای بیشتر از ۱۰٪ باشد امتیاز شرکت ۳ خواهد بود.

ج) تقسیم سود: چنانچه طی پنج سال گذشته عمر شرکت کمتر از ۱۰ سال و متوسط درصد تقسیم سود شرکت کمتر از ۴۰ درصد باشد، امتیاز ۳ و در صورت بیشتر از ۱۰ سال بودن عمر شرکت امتیاز آن ۱ خواهد بود. همچنین اگر میانگین درصد سود تقسیمی در این پنج سال بیشتر از ۴۰ درصد باشد، امتیاز شرکت ۲ خواهد بود.

د) سن شرکت: امتیاز ۳ برای شرکت‌هایی که سن آنها کمتر از ۱۰ سال باشد، امتیاز ۲ برای شرکت‌هایی که سن آنها بین ۱۰ تا ۳۰ سال باشد و درصورتی‌که سن شرکت بیش از ۳۰ سال باشد به

1. Lee
2. Anthony & Ramesh
3. Park & Chen

آن امتیاز ۱ تعلق خواهد گرفت. با این شیوه امتیازدهی، شرکت‌هایی که در مرحله رشد قرار دارند بیشترین امتیاز را کسب خواهند کرد. حداکثر و حداقل امتیاز قابل اکتساب برای هر شرکت ۱۲ و ۴ خواهد بود. اکنون باتوجه‌به امتیازاتی که به‌دست‌آمده است، چرخه عمر شرکت بدین شرح تعیین می‌گردد:

اگر مجموع امتیازات شرکت بین ۱۰ تا ۱۲ باشد، شرکت در مرحله رشد قرار دارد، اگر مجموع امتیازات شرکت بین ۶ تا ۱۰ باشد، شرکت در مرحله بلوغ قرار دارد و اگر مجموع امتیازات شرکت کمتر از ۶ باشد، شرکت در مرحله افول قرار دارد.

ب) متغیرهای وابسته

عدم نقدشوندگی سهام ($ILLIQ$): به معنای واکنش قیمت روزانه سهام به یک واحد حجم معاملات قابل تفسیر است. سهامی که در آن نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود بالا است، تغییر قیمت زیادی بر اثر حجم کوچکی از معاملات واقع می‌گردد. نسبت آمیهود از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم معالات در یک بازده زمانی معین و به‌صورت میانگین برای هر سال محاسبه شده است. به‌عنوان مثال اگر نسبت نقدشوندگی ۳ محاسبه گردد، یعنی به ازای یک درصد افزایش در حجم معاملات انجام شده، قدر مطلق بازده در آن روز ۳ درصد می‌باشد. با توجه به رابطه (۶) چنانچه در یک سهم نسبت $ILLIQ$ بالا باشد آن سهم با عدم نقدشوندگی روبرو خواهد بود (یحیی زاده فر و خرمدین، ۱۳۸۷).

$$ILLIQ_t^i = \frac{1}{days_t^i}\sum_{d=1}^{days_{it}} \frac{\left|R_{td}^i\right|}{V_{td}^i} \qquad \text{رابطه (۶)}$$

در رابطه (۶)، V_{td}^i : حجم ریالی در روز d و ماه t و $days_{it}$ تعداد روزهایی است که سهم i در ماه t معامله شده است. ساختار مفهومی معادله بالا این است که سهمی که نقدشوندگی پایینی دارد، عدم نقدشوندگی یا $ILLIQ$ بالایی دارد. قیمت سهم در چنین سهامی در واکنش به حجم کم معامله تغییر قیمت بالایی را تجربه می‌کند. این مفهوم را اگر بخواهیم در مورد بازار بررسی کنیم، می‌توان گفت که اگر شاخص کل بازار در واکنش به حجم کم معاملات با تغییرات بالایی مواجه شود، می‌توان چنین استدلال کرد که چنین بازاری نقدشوندگی پایینی دارد.

ارزش شرکت ($Firm\ value$): در این پژوهش برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از موری و پاژوست[1] (۲۰۰۵) پیروی گردید که از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها برای این اندازه‌گیری بهره برده‌اند. ارزش بازار دارایی‌ها برابر است با مجموع ارزش بازار صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها (چهار محالی و همکاران، ۱۳۹۸).

1. Maury & Pajuste

ج) متغیر تعدیل گر

حاکمیت شرکتی (CG): در پژوهش حاضر بر طبق پژوهش القاداسی و عابدین[1] (۲۰۱۸) از یک معیار ترکیبی برای اندازه‌گیری کفایت نظام راهبری شرکتی با این استدلال که به‌کارگیری یک ترکیبی از متغیرهای ساختاری هرگونه خطای حاصل از به‌کارگیری مجزای متغیرهای ساختاری را کاهش می‌دهد، استفاده شده است. این معیار در پژوهش حاضر ترکیبی از امتیاز ۱۴ متغیر مرتبط با سازوکارهای مالکیتی (مالکیت نهادی، مالکیت داخلی، نوع مالکیت و تمرکز مالکیت)، مدیریتی (اندازه هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره، دوگانگی پست مدیرعامل و تخصص مالی هیئت‌مدیره) و حسابرسی (تخصص حسابرس در صنعت، دوره تصدی حسابرس، اندازه مؤسسه حسابرسی، واحد حسابرسی داخلی، استقرار کمیته حسابرسی و امتیاز کنترل کیفیت مؤسسات حسابرسی) می‌باشد. ازآنجاکه برای تمامی ۱۴ متغیر عدد ۱ برای مقادیر بالاتر از میانه صنعت و یا داشتن آن ویژگی اختصاص داده شد و عدد صفر برای مقادیر کمتر از میانه و یا نداشتن آن ویژگی اختصاص‌داده‌شده است ازاین‌رو از حاصل جمع این امتیازها برای هر شرکت یک امتیاز بین صفر تا ۱۴ اختصاص داده خواهد شد. در نهایت امتیاز حاصل برای هر شرکت بر عدد ۱۴ تقسیم می‌گردد تا امتیاز هر شرکت به عددی بین صفر و یک تبدیل گردد. هر چه این امتیاز به یک نزدیک‌تر باشد، کفایت حاکمیت شرکتی بالاتر و هرچه به صفر نزدیک‌تر باشد، کفایت کمتر خواهد بود.

د: متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی بر اساس ادبیات مربوطه مشخص شدند و این متغیرها عبارت‌اند از:

رشد فروش شرکت (CSG): برای محاسبه رشد فروش شرکت از تغییرات سالانه در میزان فروش سال t تقسیم بر میزان فروش سال $t-1$ استفاده می‌شود (سپاسی و همکاران، ۱۳۹۶).

بازده دارایی (ROA): از تقسیم سود قبل از کسر مالیات بر کل دارایی‌ها حاصل می‌شود (لی، ۲۰۱۰).

سن شرکت (AGE): برابر است با لگاریتم طبیعی فاصله زمانی از سال تأسیس شرکت تا سال جاری است (دیکینسون[2]، ۲۰۱۱).

سود تقسیمی (DIV): از تقسیم سود پرداختی هر سهم به سود هر سهم به دست می‌آید (آلیس و همکاران[3]، ۲۰۱۲).

1. AlQadasi & Abidin
2. Dickinson
3. Alias *et al.*

اندازه شرکت ($SIZE$): از طریق لگاریتم طبیعی فروش کل شرکت به دست می‌آید (پرز-کویروس و تیمرمن[1]، ۲۰۰۰).

دارایی‌های مشهود ($TANG$): از تقسیم خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌ها به دست می‌آید (لی، ۲۰۱۰).

٤- تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین خطر اخلاقی مدیران برابر ۱۸/۲ درصد است و نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی به طور میانگین ۰/۱۸۲ خطر اخلاقی مدیران را تجربه کرده‌اند.

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

Table (2) Descriptive statistics of variables

نام متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
خطر اخلاقی مدیران	۰/۱۸۲	۰/۱۴۰	۰/۲۵۲	-۰/۰۱۷	۳/۹۷۲
ارزش شرکت	۱/۷۵۹	۱/۴۶۸	۰/۹۷۸	۰/۰۴۱	۷/۸۴۲
عدم نقدشوندگی سهام	۰/۱۳۱	۰/۱۱۵	۰/۱۱۳	۰/۰۰۲	۲/۵۱۶
نمره حاکمیت شرکتی	۰/۴۶۲	۰/۴۲۸	۰/۱۳۸	۰/۰۷۱	۰/۹۲۸
بازده دارایی	۰/۱۰۴	۰/۰۹۱	۰/۱۳۰	-۰/۷۰۹	۰/۸۳۱
لگاریتم سن شرکت	۱/۱۸۸	۱/۱۴۶	۰/۴۳۰	۰/۳۰۱	۳/۸۴۵
سود تقسیمی	۰/۳۷۹	۰/۳۷۴	۰/۳۴۱	۰/۰۰۰	۰/۹۹۵
اندازه شرکت	۱۲/۰۲۳	۱۱/۸۹۰	۰/۸۶۷	۱۰/۰۰۷	۱۶/۹۱۲
رشد فروش شرکت	۰/۱۷۵	۰/۱۴۶	۰/۴۰۰	-۰/۹۸۷	۰/۷۵۳
دارایی‌های مشهود	۰/۲۶۰	۰/۲۰۹	۰/۱۹۱	۰/۱۲۴	۰/۸۹۲

میانگین عدم نقدشوندگی سهام برابر ۰/۱۳۱ است. همچنین میانگین ارزش شرکت برابر ۱/۷۵۹ است که نشان می‌دهد ارزش بازار سهام شرکت‌ها بیشتر از ارزش دفتری آنهاست. میانگین نمره حاکمیت شرکتی بر اساس ۱۴ شاخص برابر ۰/۴۶۲ می‌باشد. در بین متغیرهای پژوهش متغیر عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت به ترتیب با انحراف معیار ۰/۱۱۳ و ۰/۹۷۸ دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی هستند. کمترین مقدار خطر اخلاقی برابر ۰/۰۱۷- و بیشترین مقدار برابر ۳/۹۷۲ می‌باشد.

1. Perez-Quiros & Timmermann

نتایج جدول (۳) آزمون مانایی متغیرهای پژوهش را با استفاده از آزمون لوین، لین و چو نشان می‌دهد. نتایج آزمون نشان‌دهنده مانا بودن تمامی متغیرها پژوهش است.

جدول (۳) آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

Table (3) The Durability of research variable

نام متغیر	مقدار آماره	احتمال	نام متغیر	مقدار آماره	احتمال
خطر اخلاقی مدیران	-۸۰/۸۱۶	۰/۰۰۰	سود تقسیمی	-۲۴/۱۰۴	۰/۰۰۰
ارزش شرکت	-۱۸/۹۴۲	۰/۰۰۰	اندازه شرکت	-۱۹/۴۳۸	۰/۰۰۰
عدم نقدشوندگی سهام	-۱۵/۰۴۳	۰/۰۰۰	دارایی‌های نامشهود	-۱۱/۱۹۲	۰/۰۰۰
سن شرکت	-۲۳/۶۰۷	۰/۰۰۰	بازده دارایی	-۳۵/۷۴۴	۰/۰۰۰
رشد فروش شرکت	-۱۹/۳۷۰	۰/۰۰۰			

ابتدا مانایی متغیرهای پژوهش با استفاده از آزمون لوین، لین و چو مورد آزمون قرار گرفت. مانا نبودن متغیرها، چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه داده‌های ترکیبی مشکل رگرسیون کاذب را ایجاد می‌کند. از آزمون F لیمر و هاسمن برای تعیین الگوی مناسب جهت تخمین مدل پژوهش استفاده شده است. همچنین به‌منظور بررسی هم خطی از آماره VIF، از آزمون بروش پاگان گادفری جهت بررسی ناهمسانی واریانس و برای بررسی نرمال بودن جملات اخلال از آزمون جارک-برا استفاده گردید.

آزمون فرضیه‌های اول و دوم: نتایج جدول (۴) آزمون تأثیر خطر اخلاقی مدیران بر ارزش شرکت و عدم نقدشوندگی را نشان می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که خطر اخلاقی مدیران بر ارزش شرکت تأثیر منفی (۰/۱۸۹-) و معنی‌دار (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد. بدین معنا وجود خطر اخلاقی موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که خطر اخلاقی مدیران بر عدم نقدشوندگی سهام تأثیر مثبت (۰/۰۲۲) و معنی‌دار (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد. در حقیقت وجود خطر اخلاقی موجب افزایش عدم نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود.

جدول (۴) تأثیر خطر اخلاقی مدیران بر عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت

Table (4) The effect of moral hazard on stock illiquidity and firm value

شرح	متغیر وابسته: ارزش شرکت			متغیر وابسته: عدم نقدشوندگی		
	بتا	آماره t	معناداری	بتا	آماره t	معناداری
عدد ثابت	۰/۷۲۱	۲/۱۵۲	۰/۰۳۱۵	۰/۱۷۳	۲/۲۴۵	۰/۰۳۱۵
خطر اخلاقی مدیران	-۰/۱۸۹	-۴/۳۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۲	۴/۱۷۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی	-۰/۶۰۷	-۳/۱۲۴	۰/۰۰۲	۰/۰۲۳	۰/۹۶۷	۰/۳۳۳

رشد فروش شرکت	-۰/۱۲۷	-۲/۴۷۷	۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	۰/۸۰۱	۰/۴۲۲
اندازه شرکت	۰/۰۶۷	۲/۴۷۸	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۲	-۰/۶۴۰	۰/۵۲۲
دارایی‌های نامشهود	۰/۲۲۴	۲/۰۱۰	۰/۰۴۴	-۰/۰۲۸	-۲/۰۷۰	۰/۰۳۸
سود تقسیمی	۰/۱۸۴	۲/۷۹۷	۰/۰۰۵	-۰/۰۱۶	-۲/۰۲۱	۰/۰۴۳
سن شرکت	۰/۱۸۴	۳/۸۸۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۸	-۱/۴۶۵	۰/۱۴۳
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۴۶			۰/۱۶۱		
دوربین واتسون	۱/۶۸۶			۲/۲۴۷		
F آماره	۳/۴۶۷			۳/۰۴۷		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری F لیمر	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری هاسمن	۰/۰۰۶			۰/۰۰۶		
سطح معنی‌داری ناهمسانی واریانس	۰/۰۸۷			۰/۰۸۷		
سطح معنی‌داری جارک – برا	۰/۰۹۴			۰/۰۹۴		

به ترتیب ۲۴/۶ و ۱۶/۱ درصد تغییرات ارزش شرکت و عدم نقدشوندگی سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون قابل توضیح است. سطح معنی‌دار بودن آماره لیمر و هاسمن نشان از استفاده از رویکرد داده‌های پانلی است. آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای پژوهش خود همبستگی وجود ندارد. سطح معنی‌دار بودن آماره فیشر نیز حاکی از معنی‌داری کل مدل‌ها است. همچنین سطح معنی‌داری آزمون جارک–برا نشان‌دهنده نرمال بودن اجزاء اخلال است. سطح معنی‌داری آماره براش پاگان نیز نشان‌دهنده همسان بودن واریانس‌ها می‌باشد.

آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم: نتایج جدول (۵) آزمون تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه خطر اخلاقی مدیران با ارزش شرکت و عدم نقدشوندگی را نشان می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که شاخص تعاملی خطر اخلاقی مدیران و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت (۰/۳۳۸) و معنی‌دار (۰/۰۰۰) در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارد. بدین معنا که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی موجب تضعیف اثر منفی خطر اخلاقی بر ارزش شرکت می‌شود و با بهبود عملیات شرکت، به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند.

جدول (۵) تأثیر تعاملی خطر اخلاقی و حاکمیت شرکتی بر عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت

Table (5) The interactive effect of moral hazard and corporate governance on stock illiquidity and firm value

شرح	متغیر وابسته: ارزش شرکت			متغیر وابسته: عدم نقدشوندگی		
علائم اختصاری	بتا	آماره t	معناداری	بتا	آماره t	معناداری
عدد ثابت	۰/۵۷۰	۱/۶۶۱	۰/۰۹۶	۰/۶۶۶	۴/۴۹۲	۰/۰۰۰
خطر اخلاقی	-۰/۴۱۷	-۴/۹۷۹	۰/۰۰۰	۰/۰۶۱	۲/۰۰۱	۰/۰۴۵
حاکمیت شرکتی	۰/۶۲۵	۳/۲۵۱	۰/۰۰۱	-۰/۱۰۸	-۲/۲۴۵	۰/۰۲۴
خطر اخلاقی × حاکمیت شرکتی	۰/۳۳۸	۳/۳۸۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۷۳	-۲/۲۰۵	۰/۰۲۹
بازده دارایی	-۰/۵۹۰	-۳/۰۵۵	۰/۰۰۲	۰/۰۵۳	۰/۶۳۲	۰/۵۳۳
رشد فروش شرکت	-۰/۱۱۴	-۲/۲۳۸	۰/۰۲۵	۰/۰۶۴	۲/۸۵۷	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	۰/۰۵۸	۲/۱۲۷	۰/۰۳۳	-۰/۰۳۷	-۳/۱۵۱	۰/۰۰۱
دارایی‌های نامشهود	۰/۱۹۵	۱/۷۵۷	۰/۰۷۹	۰/۱۹۲	۳/۹۱۶	۰/۰۰۰
سود تقسیمی	۰/۱۷۱	۲/۶۲۲	۰/۰۸۸	-۰/۰۶۴	-۲/۲۲۸	۰/۰۲۶
سن شرکت	۰/۱۷۳	۳/۶۹۳	۰/۰۰۰	۰/۱۶۳	۰/۰۲۰	۷/۸۴۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۵۷			۰/۲۵۴		
دوربین واتسون	۱/۵۷۷			۲/۱۳۴		
F آماره	۳/۶۴۰			۳/۵۸۵		
احتمال آماره F	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری F لیمر	۰/۰۰۰			۰/۰۰۰		
سطح معنی‌داری هاسمن	۰/۰۱۴			۰/۰۳۲		
سطح معنی‌داری ناهمسانی واریانس	۰/۱۰۹			۰/۱۲۲		
سطح معنی‌داری جارک-برا	۰/۲۵۷			۰/۱۱۷		

همچنین نتایج نشان داد که شاخص تعاملی خطر اخلاقی مدیران و حاکمیت شرکتی بر عدم نقدشوندگی سهام تأثیر منفی (۰/۰۷۳-) و معنی‌دار (۰/۰۲۹) در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. بدین معنا که خطر اخلاقی در شرکت‌هایی که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی است، موجب کاهش ریسک نقدشوندگی سهام می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های آزمون نشان می‌دهد که به ترتیب ۲۵/۷ و ۲۵/۴ درصد تغییرات ارزش شرکت و عدم نقدشوندگی سهام توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. سطح معنی‌دار بودن آماره لیمر و هاسمن نشان از استفاده از رویکرد داده‌های پانلی است. آماره دوربین واتسون نشان می‌دهد که بین متغیرهای پژوهش خود همبستگی وجود ندارد. سطح معنی‌دار بودن آماره فیشر نیز حاکی از معنی‌داری کل مدل‌ها است. همچنین سطح معنی‌داری آزمون

جارک–برا نشان‌دهنده نرمال بودن اجزاء اخلال است. سطح معنی‌داری آماره براش پاگان نیز نشان از همسان بودن واریانس‌ها دارد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

در پژوهش حاضر ارتباط خطر اخلاقی مدیران با عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت بررسی گردید و در این میان با درنظرگرفتن نقش تعدیلگر برای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، میزان و نحوه اثرگذاری این مکانیزم‌ها بر رابطه خطر اخلاقی با عدم نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت. برای این منظور اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۱۸۰ شرکت طی ۱۴ سال (۲۵۲۰ سال – شرکت) جمع‌آوری و فرضیه‌های مطرح در پژوهش آزمون گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که وجود خطر اخلاقی مدیران موجب افزایش عدم نقدشوندگی سهام شرکت می‌شود. چنین استدلال می‌شود که هرچقدر اطلاعات محرمانه در خصوص عملکرد مدیریت که به معنی خطر اخلاقی مدیران است، بیشتر شود در نتیجه میزان بازده سرمایه‌گذارانی که به این اطلاعات دسترسی ندارند کاهش‌یافته و در نهایت منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌گردد.

همچنین نتیجه فرضیه دوم حاکی از آن است وجود خطر اخلاقی موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود. می‌توان چنین استدلال کرد، زمانی که در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی به‌ویژه خطر اخلاقی مدیران، سرمایه‌گذاری‌های شرکت به مرز ناکارا نزدیک می‌شود، قیمت بازار سهام تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد و موجب کاهش ارزش بازار حقوق صاحبان سهام گردیده و در نهایت باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود. این نتایج با نتیجه تحقیق جلیلی و همکاران (۱۳۹۲) مبنی بر اینکه با افزایش میزان معاملات سهام و نقدشوندگی سهام، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد و با نتایج پژوهش صدیقی و همکاران (۱۳۹۶) و مختاری (۱۴۰۰) مبنی بر اینکه بین عدم تقارن اطاعاتی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد، هم‌خوانی وجود دارد ولی با تحقیق بیگلر و همکاران (۱۳۹۶) مبنی بر اینکه عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام تأثیر معناداری ندارد هم‌خوانی ندارد. همچنین با تحقیق صورت‌گرفته توسط لین و همکاران (۲۰۱۲) مبنی بر اینکه عدم تقارن اطلاعاتی با ریسک نقدشوندگی هر شرکت، رابطه مثبت و با حجم و تعداد معاملات، رابطه منفی دارد، هم‌راستا بوده و با تحقیق فوسو و همکاران (۲۰۱۶) دراین‌خصوص که عدم تقارن اطلاعاتی اثرات منفی بر ارزش شرکت به دنبال دارد، هم‌خوانی دارد. نتیجه آزمون فرضیه سوم حاکی از آن است که خطر اخلاقی مدیران در شرکت‌هایی که از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی برخوردار هستند، موجب کاهش ریسک نقدشوندگی سهام می‌شود.

می‌توان چنین استدلال کرد که در شرکت‌هایی با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی، اطلاعات محرمانه در خصوص شرکت و عملکرد مدیریت کاهش می‌یابد و در نتیجه میزان بازده سرمایه‌گذارانی که به این اطلاعات دسترسی پیدا می‌کنند، افزایش‌یافته و این امر به نوبه خود منجر به افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. همچنین نتیجه آزمون فرضیه چهارم نشان داد تأثیر منفی خطر اخلاقی بر ارزش شرکت در شرکت‌های با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قوی، کاهش می‌یابد. چنین استدلال می‌شود که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کاهش خطر اخلاقی مدیران باعث افزایش کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت گردیده و با بهبود عملیات شرکت، به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند. این نتایج با نتیجه پژوهش کامیابی و بوربوری (۱۳۹۵) دراین‌خصوص که هر چه درصد سهام‌داران مدیریتی (یکی از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی) در یک شرکت بیشتر باشد، میزان مخاطرات اخلاقی در آن شرکت کاهش می‌یابد، هماهنگی دارد و با دیدگاه جان و سنبت (۱۹۹۸) و برگلوند (۲۰۲۰) مبنی بر اینکه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی می‌گردد، هم‌خوانی دارد. به‌طورکلی نتایج حاصل از پژوهش حاضر نشان می‌دهد، خطر اخلاقی مدیران بر نقدشوندگی سهام و ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنی‌دار دارد و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی باعث کنترل مخاطرات اخلاقی مدیران و در نهایت افزایش نقدشوندگی و ارزش سهام شرکت می‌گردد؛ لذا پیشنهاد می‌شود؛ به‌منظور افزایش نقدشوندگی و ارزش سهام شرکت، خطر اخلاقی مدیران به‌عنوان عامل اثرگذار مدنظر قرار گرفته و با تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از بروز پیامدهای نامطلوب جلوگیری گردد. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیش‌ازپیش در جهت رعایت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی اثرگذارتر، ملزم گردند تا به نحوی از انحاء با کاهش در خطر اخلاقی و در نتیجه کاهش ریسک نقدشوندگی و کاهش ارزش شرکت، ذی‌نفعان را در حفظ منافعشان یاری نمایند. برای مطالعات آتی پیشنهاد می‌شود: ۱) تأثیر خطر اخلاقی مدیران بر انواع ریسک‌های مالی و تجاری بررسی گردد. ۲) تأثیر خطر اخلاقی مدیران بر کیفیت اطلاعات مالی و ریسک حسابرسی موردمطالعه قرار گردد.

٦- منابع

ابزری، مهدی؛ صمدی، سعید؛ صفری، علی. (۱۳۸۶). نقش گروه‌های مرجع در ترغیب افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار (مطالعه موردی :بورس اوراق بهادار اصفهان). *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۴ (۲)، ۳-۲۲.

بیگلر، کیومرث؛ رضایی، غلامرضا؛ قدیمی، زهرا. (۱۳۹۶). تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه، *دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری*، تهران.

تهرانی، رضا؛ حصارزاده، رضا. (۱۳۸۸). تاثیر جریان های نقدی آزاد و محدودیت در تامین مالی بر بیش سرمایه گذاری و کم سرمایه گذاری. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۱(۳)، ۶۳-۵۰.

جلیلی، صابر؛ بادآور نهندی، یونس؛ کریمی، بهروز. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط بین عدم تقارن اطلاعاتی، معاملات و نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۲(۸)، ۹۹-۸۴.

چهار محالی، علی اکبر؛ زاهدی، جواد؛ محمدی، رضا. (۱۳۹۸). نقش ارزش بازار در رابطه بین بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۷(۴)، ۳۰-۱۷.

حساس‌یگانه، یحیی؛ باغومیان، رافیک. (۱۳۸۴)، حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی، *مجله حسابدار رسمی، شماره ویژه*، ۸۶-۴۵.

سپاسی، سحر؛ کیانی، آیدین؛ احمدیان، وحید. (۱۳۹۶). ارزیابی تأثیر فرصت‌های رشد در رفتار نامتقارن هزینه‌ها: اطلاعات مربوط به تجربیات تاریخی در مقایسه با اطلاعات آینده‌نگر. *حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۲)، ۵۷-۴۳.

صالحی، اله کرم. (۱۴۰۰). تأثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تأکید بر معیارهای آمیهود، حجم معامله و شکاف قیمتی. *دانش سرمایه‌گذاری*، ۱۰(۳۷)، ۵۵-۳۷.

صدیقی، روح اله؛ عالی‌فامیان، مجتبی؛ شاهوردی‌زاده، شاهین. (۱۳۹۶). رابطهٔ بین عدم تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت با تأکید بر نقش اهرم مالی و فرصت‌های رشد. *بررسی‌های حسابداری*، ۵(۱۷)، ۹۶-۸۱.

عبدی گلزار، بهمن؛ بادآور نهندی، یونس؛ زینالی، مهدی. (۱۴۰۰). ارائه مدلی برای سنجش خطر اخلاقی مدیران بر مبنای داده های مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش های تجربی حسابداری*، ۱۱(۴)، ۲۰۰-۱۸۱.

کامیابی، یحیی؛ بوربوری، فاطمه. (۱۳۹۵). مخاطرات اخلاقی و عدم تقارن اطلاعاتی در قیمتگذاری کمتر از حد عرضه‌های اولیه عمومی سهام. *حسابداری و منافع اجتماعی*، ۶(۱)، ۴۲-۲۱.

مختاری، ویدا. (۱۴۰۰). مطالعه تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین همزمانی قیمت و نقدشوندگی سهام. *چشم انداز حسابداری و مدیریت*، ۴(۳۹)، ۱۴۵-۱۳۳.

یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ خرمدین، جواد. (۱۳۸۷). نقش عوامل نقد شوندگی و ریسک عدم نقدشوندگی بر مازاد بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۴)، ۱۱۸-۱۰۱.

Abdigolzar, B., Badavar nahandi, Y., zeinali, M. (2021). Developing a Model for Measuring Moral Hazard of Managers Based on Financial Data in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting, 11*(4), 181-200. [In Persian].

Abzari, M., & Samadi, S., & Safari, A. (2007). The role of reference group in motivating individual on investing in stock exchange. *The iranian accounting and auditing revenwe, 14*(2), 3-22. [In Persian].

Alias, N., Rahim, R. A., Nor, F. M., & Yaacob, M. H. (2012). Board structure, capital structure and dividend per share: Do they interact?. *International Proceedings of Economics Development and Research, 57*, 148 .

AlQadasi, A., & Abidin, S. (2018). The effectiveness of internal corporate governance and audit quality: the role of ownership concentration – Malaysian evidence. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, 18*(2), 233–253.

Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices. *Journal of Accounting and Economics, 15(*2-3), 203–227.

Auronen, L.(2003). Asymmetric Information: Theory and Applications Helsinki University of Technology, *Seminar in Strategy and International Business,* Tu-91-167.

Bergh, D. D., & Lawless, M. W. (1998). Portfolio Restructuring and Limits to Hierarchical Governance: The Effects of Environmental Uncertainty and Diversification Strategy. *Organization Science, 9*(1), 87–102.

Berglund, T. (2020). Liquidity and Corporate Governance. *Journal of Risk and Financial Management, 13*(3), 54.

Berle, A. A., & Means, G. C. (1932). The Modern Corporation and Private Property. *California Law Review, 21*(1), 78.

Bigler, K; Rezaei, G; Ghadimi, Z. (2017). The Impact of Information Asymmetry on Stock Liquidity and Capital Capital, *2nd International Conference on Management and Accounting*, Tehran.

Chaharmahali, A., Zahedi, J., Mohammadi, R. (2019). The Role of Market Capitalization in the Relationship Between ROA, ROE and Stock Prices in Tehran Stock Exchange. *Journal of Asset Management and Financing, 7*(4), 17-30.

Chen, F., Hope, O.-K., Li, Q., & Wang, X. (2011). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency of Private Firms in Emerging Markets. *The Accounting Review, 86*(4), 1255–1288.

Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review, 86*(6), 1969–1994.

Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (2016). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? *International Review of Financial Analysis, 46*, 140–150.

Hart, O.D. and Holmström, B. (1986). The theory of contracts. *Department of Econo mics.*

Hassas Yeganeh, Y; Baghoomian, R. , (2005), Corporate Governance and Quality of Financial Reporting, *Journal of Certified Public Accountants, Special Issue,* 45-86. [In Persian].

Himmelberg, C. P., Hubbard, R. Glenn., & Palia, D. (1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics, 53*(3), 353–384.

Holmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics, 10*(1), 74-91.

Jalili, S., Badavareh Nahandi, Y., Karimi, B. (2013). The Investigate Relationship between Information Asymmetry with stock Liquidity and Transaction of Listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Studies, 2*(8), 84-99. [In Persian].

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics, 3*(4), 305–360.

John, K., & Senbet, L. W. (1998). Corporate governance and board effectiveness. *Journal of Banking & Finance, 22(*4), 371–403.

Kamyabi, Y., Borbori, F. (2016). Moral Hazard and Asymmetric Information in IPO Underpricing. *Journal of Accounting and Social Interests, 6*(1), 21-42. [In Persian].

Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints? *The Quarterly Journal of Economics, 112*(1), 169–215.

Kiefer, M., Jones, E. A. E., & Adams, A. T. (2017). Shareholders and managers as principal-agent hierarchies and cooperative teams. *Qualitative Research in Financial Markets, 9*(1), 48–71.

Lazear, E. P., & Rosen, S. (1981). Rank-Order Tournaments as Optimum Labor Contracts. *Journal of Political Economy, 89*(5), 841–864.

Lee, J. (2010). Moral Hazard, Firms' Internal Governance and Management Earnings Forecasts. *SSRN Electronic Journal.*

Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions. *The Journal of Finance, 44*(3), 771–787.

Lin, Y., You, S., & Huang, M. (2012). Information Asymmetry and Liquidity Risk. *International Review of Business Research Papers, 8*(1). 112131.

Lokko, G. W., Li, Y., Sarpong, F. A., & Akwetteh, L. N. (2021). Management Share Proprietory and Firm Value: Are There Peculiar Determinants? *Open Journal of Business and Management, 09*(06), 2653–2673.

Marcelo, J. L. M., & Quirós, M. del M. M. (2006). The role of an illiquidity risk factor in asset pricing: Empirical evidence from the Spanish stock market. *The Quarterly Review of Economics and Finance, 46*(2), 254–267.

Marris, R. (1998). Managerial Capitalism in Retrospect. *London Palgrave Macmillan Uk.*

Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance, 29(*7), 1813–1834.

Mirrlees, J. A. (1976). The Optimal Structure of Incentives and Authority within an Organization. *The Bell Journal of Economics,* 7(1), 105-131.

Mirrlees, J. A. (1999). The Theory of Moral Hazard and Unobservable Behaviour: Part I. *Review of Economic Studies, 66*(1), 3-21.

Omri, A., Zayani, M. & Loukil, N. (2004). Impact of liquidity on Stock returns: an empiricalinvestigation of the Tunis stock market, *Finance and Business Strategies, Social Science Electronic Publishing*.

Park, Y., & Chen, K. H. (2006). The Effect Of Accounting Conservatism And Life-Cycle Stages On Firm Valuation. *Journal of Applied Business Research (JABR), 22*(3).

Perez-Quiros, G., & Timmermann, A. (2000). Firm Size and Cyclical Variations in Stock Returns. *The Journal of Finance, 55*(3), 1229–1262.

Piot, C., & Janin, R. (2007). External Auditors, Audit Committees and Earnings Management in France. *European Accounting Review, 16*(2), 429–454.

Salehi, A. (2021). impact of corporate governance strength on stock market liquidity: Emphasizing criteria Amihud, transaction volume and bid-ask spread. *Journal of Investment Knowledge, 10*(37), 37-55.[In Persian].

Seddighi, R., Alifamian, M., Shahverdyzadeh, S. (2018). The Relationship between Information Asymmetry and Firm Value: The Role of Financial Leverage and Growth Opportunities. *Journal of Iranian Accounting Review, 5*(17), 81-96. [In Persian].

Sepasi, S., Kiani, A., Ahmadian, V. (2017). Evaluating The Impact of Growth Opportunities on Asymmetric Behavior of Costs: Information on Past (historical) Experiences Compared with Prospective Information. *Management Accounting, 10*(32), 43-57. [In Persian].

Tehrani, R., Hesarzadeh, R. (2009). The effect of free cash flow and financing constraints on over-investment and under-investment. *Accounting and Auditing Research, 1*(3), 50-67. [In Persian].

vida, M. (2021). The effect of information asymmetry on the relationship between price and liquidity of the stock Syndicate. *Journal of Accounting and Management Vision, 4*(39), 133-145. [In Persian].

Williamson, O. E. (1964). The economics of discretionary behavior: Managerial objectives in a theory of the firm. *Englewood Cliffs*, NJ : Prentice-Hall.

Yahyazadehfar, Y., Khoramdin , J .(2009). The Role of Liquidity Factors and Illiquidity Risk on Excess Stock Return in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review, 15*(4), 101-118. [In Persian].

The Effect of Moral Hazard of Managers on the Stock Illiquidity and Firm Value with Emphasis on Corporate Governance Mechanisms

Bahman Abdigolzar[1], Younes Badavar Nahandi[2]

Abstract

Moral hazard is created as a result of factors such as delegated powers to managers and their motivation to use these powers for self interest and can have consequences such stock illiquidity and devaluation of the company.

The main purpose of this study is to investigate the relationship between moral hazard with stock illiquidity and firm value with emphasis on corporate governance mechanisms. The research data were collected through the financial statements of 180 companies listed on the Tehran Stock Exchange over a period of 14 years from 2007 to 2021. Panel data and multiple regression model were used to test the research hypotheses. The results of the study showed that the moral hazard of managers has a positive and significant effect on the illiquidity of stocks Also, the moral hazard of managers has a negative and significant effect on the firm value.The interactive index of moral hazard and corporate governance has a negative and significant effect on stock illiquidity and has a positive and significant effect on firm value. Therefore, moral hazard of managers has undesirable consequences such as devaluation of the company and stock illiquidity, and corporate governance mechanisms weaken the destructive consequences of moral hazard of managers. By being aware of the adverse consequences of moral hazard of managers and also the effect of corporate governance mechanisms on weakening the severity of moral hazard, it is possible to make optimal decisions to control moral hazard by strengthening corporate governance mechanisms and serving the interests of stakeholders, especially shareholders.

Keywords: Moral Hazard of Managers, Firm Value, Stock Illiquidity, Corporate Governance.

JEL Classification: D82, D46, G33, G34.

1. Department of Accounting, Osku Branch, Islamic Azad University, Osku, Iran.
2. Department of Accounting, Tabriz Branch, Islamic Azad University, Tabriz, Iran. (Corresponding Author).
badavarnahandi@iaut.ac.ir