




Research Article

### Investigating the Mediating Effect of Credit Rating on the Relationship between Corporate Governance Quality and Stock Liquidity based on the Composite Liquidity Approach

**Amin Pourrezaei Nav:** M.A of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran.

[paminat68@gmail.com](mailto:paminat68@gmail.com)

**Hamzeh Didar\*** : Associate Professor of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran.

[h.didar@urmia.ac.ir](mailto:h.didar@urmia.ac.ir)

**Farzad Ghayour:** Assistant Professor of Accounting, Faculty of Economics and Management, Urmia University, Urmia, Iran.

[f.ghayour@urmia.ac.ir](mailto:f.ghayour@urmia.ac.ir)

#### Abstract

Considering that one of the factors influencing credit ratings is the quality of corporate governance and that credit ratings affect stock liquidity in the capital market by influencing investors' decisions, this study aims to investigate the mediating effect of credit ratings on the relationship between corporate governance quality and stock liquidity over 10 years from 2013 to 2022. In this regard, for the first time in Iran, a composite liquidity index was used to calculate stock liquidity. The data collection method involved document analysis and reference to databases, and the data analysis method was inferential. To test the research hypotheses, a panel data model was used. Emphasizing the reverse structure of the composite liquidity measure, the findings of the study indicated that corporate governance quality has a positive and significant impact on stock liquidity and that credit ratings play a partial mediating role in the relationship between corporate governance quality and stock liquidity.

**Key words:** Stock Liquidity, Composite Liquidity, Corporate Governance Quality, Credit Rating, Information Asymmetry.

#### Introduction

The purpose of this study was to investigate the mediating effect of credit rating on the relationship between the quality of corporate governance and stock liquidity. In this regard, it was first noted that the existence of a highly liquid market is important and necessary to encourage and attract investors to transfer wealth to such markets. This is because one of the key drivers of any country's economy is its capital market, and a crucial factor in these markets is stock liquidity. Therefore, understanding the factors that contribute to the creation of a highly liquid market is of great importance. Research literature indicates that information asymmetry is a phenomenon that reduces the level of awareness among market participants. In such cases, investors cannot accurately assess the value of a company's shares and make rational decisions to buy or sell them. Additionally, it has been noted that accounting information alone cannot adequately evaluate a company's performance or serve as a reliable basis for investors' decisions. In this context, corporate governance is presented as a set of relationships between the company's management, the board of directors, shareholders, and other stakeholders. It is argued that corporate governance, by improving company performance, significantly enhances the quality of information provided to the market and, by reducing information asymmetry, increases stock liquidity. Moreover, the advantages of rating institutions have been examined both theoretically and empirically. It has been stated that these institutions, by accessing confidential information and transferring it to the market in the form of credit ratings, can influence investors' decision-

\* Corresponding author

2322-3405 © The author(s) Publisher: University of Isfahan



making. Additionally, corporate governance is recognized as an influential factor in the credit rating process.

### **Methods & Material**

This research is applied in nature and employs multivariate regression analysis to examine the relationship between the study variables. The research methodology is of an ex post facto type. Additionally, since it aims to evaluate the relationship between two or more variables, it is descriptive-correlational in nature. Based on the criteria applied for selecting the statistical sample, 101 companies were chosen for the period from 2013 to 2022 to test the hypotheses. Data analysis was conducted using Stata and EViews software.

### **Finding**

The results indicate the presence of an inverse and significant relationship between the quality of corporate governance and credit rating with the composite liquidity criterion. Considering the inverse structure of the composite liquidity index and the negative and significant relationship between the quality of corporate governance and credit rating with this index, i.e., composite liquidity, it can be concluded that higher corporate governance quality scores and, consequently, higher credit ratings are associated with higher share liquidity. Conversely, lower governance quality scores and credit ratings correspond to lower share liquidity. The obtained results indicate that credit rating as a mediating variable is a partial mediating factor in the relationship between the quality of corporate governance and stock liquidity. In this way, the third hypothesis of the research is confirmed, and the quality of corporate governance has both a direct and an indirect effect on the liquidity of stocks. It can be said that the quality of corporate governance in companies with a high credit rating increases the liquidity of the companies' shares.

### **Discussion and Conclusion**


The results indicate that credit rating, as a mediating variable, is a partial mediator in the relationship between the quality of corporate governance and stock liquidity. Based on the findings, it can be stated that corporate governance directly influences the liquidity of a company's shares. Additionally, by achieving a higher credit rating, corporate governance indirectly encourages investors to buy and sell the company's shares, thereby increasing their liquidity.

## مقاله پژوهشی

# بررسی اثر میانجی رتبه‌بندی اعتباری در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر اساس رویکرد نقدشوندگی مرکب

امین پوررضایی ناو: کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.

[paminat68@gmail.com](mailto:paminat68@gmail.com)

حمزه دیدار\*:  دانشجویار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.

[h.didar@urmia.ac.ir](mailto:h.didar@urmia.ac.ir)

فرزاد غیور: استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران.

[f.ghayour@urmia.ac.ir](mailto:f.ghayour@urmia.ac.ir)

## چکیده

با توجه به اینکه یکی از عوامل تأثیرگذار بر رتبه‌بندی اعتباری کیفیت حاکمیت شرکتی است و همچنین، رتبه‌بندی اعتباری از طریق اثرگذاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی سهام را در بازار سرمایه تحت تأثیر قرار می‌دهد، هدف این پژوهش تعیین اثر میانجی رتبه‌بندی اعتباری در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام طی دوره ۱۰ ساله در بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ است. در این راستا، برای نخستین بار در ایران به منظور محاسبه نقدشوندگی سهام از شاخص نقدشوندگی مرکب استفاده شد. روش گردآوری داده‌ها اسنادکاوی و مراجعه به بانک‌های اطلاعاتی و روش تحلیل داده‌ها از نوع استنباطی است و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از الگوی داده‌های ترکیبی استفاده شد. با تأکید بر ساختار معکوس معیار نقدشوندگی مرکب، یافته‌های پژوهش نشان داد کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیری مثبت و معنادار بر نقدشوندگی سهام دارد و رتبه‌بندی اعتباری نقش میانجی جزئی را در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بازی می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** نقدشوندگی سهام، نقدشوندگی مرکب، کیفیت حاکمیت شرکتی، رتبه‌بندی اعتباری، عدم تقارن اطلاعاتی.



## مقدمه

نقدشوندگی یکی از مهم‌ترین معیارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی است و این معیار نقشی به‌سزا در پیشینه کردن ثروت سهامداران و افزایش ارزش شرکت دارد. آمیهود (Amihud, 2002) بر این نکته تأکید دارد که نقدشوندگی نقشی مهم در فرآیند کشف قیمت ایفا می‌کند و معیاری برای کارایی بازار، به ویژه از نظر اطلاعاتی، محسوب می‌شود. در این شرایط، زیاد بودن میزان نقدشوندگی در بورس نشان‌دهنده موفقیت آن بازار در شفاف‌سازی اطلاعات و نزدیکی قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن است (نیکبخت و کلهرنیا، ۱۳۹۶). در این میان، حضور اطلاعات به‌موقع و مرتبط در بازار شرایطی را فراهم می‌آورد که اختلاف بین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام به کمترین حد ممکن برسد. هرچه این اختلاف کمتر باشد، خریداران و فروشندگان سریع‌تر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد. این امر در نهایت به افزایش نقدشوندگی بازار سهام منجر می‌شود (Qiu & To, 2022). در این راستا، ساختار حاکمیت شرکتی منسجم و سازمان‌یافته نقش کلیدی در هدایت تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه ایفا می‌کند و می‌تواند به ایجاد بازارهایی با نقدشوندگی و عمق زیاد منجر شود (Berglund, 2020).

حاکمیت شرکتی اهدافی همچون پاسخ‌گویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان را مدنظر قرار می‌دهد. این سازوکار بر حل مشکلات نمایندگی، بهبود کیفیت اطلاعات ارائه‌شده توسط شرکت‌ها و ارتقای رعایت حقوق سهامداران و تمامی ذی‌نفعان، از جمله دولت‌ها و عموم مردم، تأکید دارد (حساس یگانه و سلیمی، ۱۳۹۰). بی‌تردید، ارتقای سطح کیفیت حاکمیت شرکتی در راستای تحقق این اهداف پاسخی مثبت به پیش‌بینی‌های مشارکت‌کنندگان در بازار خواهد داشت و انتشار این اخبار عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار را کاهش می‌دهد (Qiu & To, 2022). در این راستا، کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک در سرمایه‌گذاری و در نتیجه، افزایش نقدشوندگی سهام خواهد شد (Chung et al., 2010). با این حال، سرمایه‌گذاران فقط به واسطه اطلاعات صورت‌های مالی قادر به عکس‌العمل به‌موقع در بازار سهام نیستند و به کسب اطلاعات محرمانه تمایل دارند. در این میان، یکی از ابزارهای کلیدی برای افزایش شفافیت و اعتماد در بازار سرمایه رتبه‌بندی‌های انجام‌شده توسط مؤسسه‌های رتبه‌بندی است. این مؤسسه‌ها با ارائه اطلاعات محرمانه و مهم می‌توانند به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها کمک کنند (رحمانی و همکاران، ۱۴۰۲).

به عقیده ادزینگتون و گاه (Ederington & Goh, 1998)، ایزیلی و اوهارا (Easley & O'Hara, 2004)، جوریون و همکاران (Jorion et al., 2005)، جوریون و ژانگ (Jorion & Zhang, 2007)، ادزینگتون و یاویتز (Ederington & Yawitz, 1987) و آن و چان (An & Chan, 2008)، مؤسسه‌های رتبه‌بندی همواره به اطلاعاتی محرمانه از وضعیت حال و چشم‌انداز آتی شرکت‌ها دسترسی دارند که در اختیار سایر فعالان بازار نیست. بدون شک، انتشار این اطلاعات محرمانه عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار را کاهش می‌دهد و رتبه اعتباری صادرشده توسط این مؤسسه‌ها بر تصمیم‌های اتخاذشده از سوی سرمایه‌گذاران تأثیر قرار می‌گذارد (An & Chan, 2008).

علاوه بر این، طبق نظریه نمایندگی جنسن و مک‌کلینگ (Jensen & Meckling, 1976)، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی می‌توانند هزینه‌های نمایندگی را که ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سایر ذی‌نفعان است، کنترل کنند و در نتیجه، بر رتبه‌بندی اعتباری تأثیر بگذارند (Ashbaugh et al., 2006). به عبارت دیگر، رتبه‌بندی اعتباری نقش

حاکمیتی ایفا می‌کند و نظارت مداوم مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری باعث می‌شود مدیریت شرکت در جهت منافع سهامداران و بیشینه کردن ارزش شرکت گام بردارد. علاوه بر این، یکی از موضوع‌های مهمی که مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری به آن توجه دارند، حاکمیت شرکتی است. یک ساختار حاکمیتی ضعیف می‌تواند تأثیر منفی بر وضعیت مالی بنگاه‌ها داشته باشد و وام‌دهندگان و دارندگان اوراق بدهی را در معرض خطر زیان قرار دهد (An & Chan, 2008)؛ بنابراین، احتمالاً سطوح بالای کیفیت حاکمیت شرکتی با رتبه‌های اعتباری بالایی نیز همراه خواهد بود که نتیجه آن ممکن است افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها باشد.

برای بررسی تأثیر میانجی رتبه‌بندی اعتباری در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام، نظریه‌هایی مختلف وجود دارند که می‌توانند به درک بهتر این رابطه کمک کنند. از جمله این نظریه‌ها می‌توان به نظریه نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، علامت‌دهی، هزینه‌های معاملات و ذی‌نفعان اشاره کرد. در این راستا، نظریه نمایندگی به تضاد منافع بین مدیران و مالکان توجه دارد و وجود کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی می‌تواند این تضادها را کاهش دهد و به مدیران کمک کند تا در راستای منافع سهامداران عمل کنند (Ali et al., 2017). به همین ترتیب، رتبه‌بندی اعتباری معیاری برای ارزیابی توانایی شرکت در مدیریت بدهی‌ها است و با وجود کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی، این رتبه‌ها نیز بهبود خواهند یافت. در این راستا، رتبه‌بندی‌های اعتباری بهبودیافته می‌توانند اعتماد سرمایه‌گذاران را افزایش دهند و در نتیجه، موجب نقدشوندگی زیاد سهام شوند (Alkhalaf et al., 2021).

بر اساس نظریه عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران به اطلاعات کامل دسترسی ندارند و در نتیجه، با وجود عدم تقارن اطلاعاتی، نقدشوندگی سهام کاهش پیدا خواهد کرد. در این راستا، حاکمیت شرکتی با کیفیت زیاد، با ایجاد شفافیت و در نتیجه، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به افزایش نقدشوندگی سهام شرکت‌ها منجر خواهد شد (Ali et al., 2017). همچنین، کیفیت زیادتر حاکمیت شرکتی با رتبه‌بندی اعتباری بهتری نیز همراه است که این موضوع به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و در نتیجه، افزایش نقدشوندگی سهام کمک خواهد کرد (Ali et al., 2022). از دیدگاه نظریه علامت‌دهی، نیز کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی و رتبه‌بندی اعتباری بهتر را می‌توان به عنوان یک سیگنال مثبت در بازار در نظر گرفت که به افزایش نقدشوندگی سهام کمک می‌کند (Chung et al., 2012).

نظریه هزینه‌های معاملات نیز بر هزینه‌های مرتبط با انجام معاملات تأکید دارد و در این راستا، کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند به کاهش این هزینه‌ها کمک کند؛ زیرا شرکت‌هایی با حاکمیت بهتر ریسک‌های کمتری دارند و در نتیجه، معاملات آن‌ها با هزینه‌هایی کمتر انجام می‌شوند (Berglund, 2020). در این راستا، هزینه معاملات را می‌توان از طریق رتبه‌بندی اعتباری، بیشتر کاهش و نقدشوندگی سهام را افزایش داد (Alkhalaf et al., 2021). همچنین، نظریه ذی‌نفعان بر این موضوع تأکید دارد که شرکت‌ها باید نیازها و منافع تمامی ذی‌نفعان را در نظر بگیرند. حاکمیت شرکتی به مدیریت بهتر منافع ذی‌نفعان کمک می‌کند و می‌تواند به بهبود عملکرد مالی و افزایش نقدشوندگی سهام منجر شود (Badry, 2023)؛ بنابراین، بر اساس نظریه‌های نمایندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، علامت‌دهی، هزینه‌های معاملات و ذی‌نفعان، کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی با تأثیر مثبت خود بر ایجاد شفافیت و بهبود رتبه‌بندی‌های اعتباری، به افزایش نقدشوندگی سهام نیز کمک خواهد کرد.

با توجه به بررسی‌های انجام‌شده، از میان شاخص‌های اندازه‌گیری نقدشوندگی سهام، شاخص نقدشوندگی مرکب برای نخستین بار در پژوهش‌های داخلی استفاده شده است. از سوی دیگر، نتایج بررسی‌ها نشان از آن دارد

که تا کنون پژوهشی در رابطه با تأثیر میانجی رتبه‌بندی اعتباری در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام انجام نشده است؛ از این رو، نتایج پژوهش حاضر می‌تواند این خلأ پژوهشی را پر کند و از طرفی، نیز بر اهمیت و ضرورت وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی و تأثیر آنان بر شکوفایی بازارهای مالی و در نهایت، اقتصاد کشور بیفزاید. این موضوع از چندین جهت اهمیت دارد. نخست، وجود رتبه‌های اعتباری می‌تواند در شرکت‌ها انگیزه‌های رقابتی ایجاد کند تا بتوانند عملکرد خود را بهتر کنند؛ زیرا رتبه‌های اعتباری حاوی اطلاعاتی بااهمیت هستند که بر تصمیم‌گیری اعتباردهندگان و سهامداران اثرگذار است. در این راستا، شرکت‌ها سعی می‌کنند با کسب رتبه‌های بهتر اعتبارهای لازم را نیز به دست آورند. دوم، وجود رتبه‌های اعتباری انگیزه‌هایی را به منظور ایجاد شفافیت و افزایش کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌ها ایجاد می‌کند. از آنجا که افزایش کیفیت و شفافیت در گزارشگری مالی می‌تواند موجب نقدشوندگی بهتر سهام شود، اگر رتبه‌های اعتباری بتوانند این شفافیت و کیفیت را به همراه داشته باشند، پژوهش حاضر می‌تواند اطلاعاتی مفید را برای شرکت‌ها و ایجاد انگیزه در آنها ارائه دهد. افزون بر آن، با انجام این پژوهش نقش و اهمیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شفاف‌سازی، انتقال اطلاعات و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سهام و در نهایت، ایجاد بازارهایی نقدشونده بیش از پیش پررنگ‌تر خواهد شد. علاوه بر این، با بررسی موضوع پژوهش حاضر، می‌توان به سرمایه‌گذاران در رابطه با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آنان بیشتر اطمینان داد.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

منظور از نقدشوندگی سهولت خرید و فروش سهام بدون تغییر در قیمت یا به عبارت دیگر، قابلیت خرید و فروش مقادیری جالب توجه از اوراق بهادار به سرعت و با تأثیر اندک در قیمت است (Amihud, 2002). از ویژگی‌های اصلی بازارهای با درجه نقدشوندگی زیاد، اندک بودن فاصله قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. هرچه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد و این امر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام منجر می‌شود (قائمی و وطن‌پرست، ۱۳۸۴). با وجود این، هنگامی که شفافیت اطلاعاتی وجود نداشته باشد و ریسک عدم تقارن اطلاعاتی به حدی باشد که سرمایه‌گذاران نتوانند سهام خوب را از بد تشخیص دهند، میزان نقدشوندگی سهام به شدت کاهش پیدا می‌کند (Glosten & Milgrom, 1985). در چنین شرایطی، نقش کیفیت حاکمیت شرکتی در ایجاد شفافیت و کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بیش از پیش نمایان می‌شود. این امر می‌تواند با تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران، به افزایش نقدشوندگی سهام و بهبود عملکرد بازار سرمایه منجر شود (Qiu & To, 2022). به بیان بهتر، کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی با افزایش شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی به بهبود نقدشوندگی سهام شرکت‌ها کمک می‌کند (مهرانی و نصیری، ۱۳۹۶).

با وجود این، اگر اطلاعات تکمیلی و قابل اعتمادی در کنار اطلاعاتی که شرکت‌ها افشا می‌کنند در دسترس باشد، بی‌شک تأثیر آن بر کاهش مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر است و در نتیجه، موجب نقدشوندگی بهتر سهام می‌شود. در این میان، استفاده‌کنندگان از این اطلاعات، از جمله افراد درون‌سازمانی، مانند مدیران و تحلیل‌گران و همچنین، مؤسسه‌هایی که از این اطلاعات بهره می‌برند، به اخبار محرمانه دسترسی دارند (Easley & O'Hara, )

2004). از جمله این استفاده‌کنندگان مؤسسه‌های رتبه‌بندی اعتباری هستند که نقشی بسیار مهم در ایجاد شفافیت و کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی ایفا می‌کنند (محمدی خانقاه و همکاران، ۱۳۹۸؛ رحمانی و همکاران، ۱۴۰۲)؛ به طوری که نظارت مستمر این مؤسسه‌ها مدیر شرکت را وادار می‌کند تا در جهت منافع سهامداران و بیشینه کردن ارزش شرکت گام بردارد (An & Chan, 2008).

در این راستا، مزیت رتبه‌بندی‌های اعتباری بر پایه اطلاعاتی است که از طریق این رتبه‌بندی‌ها منتقل می‌شود؛ زیرا مؤسسه‌های رتبه‌بندی بحث‌های خصوصی با مدیران دارند و اطلاعاتی ارزشمند در رابطه با نظام راهبری شرکتی، گزارش‌های مالی پیش‌بینی‌شده، اطلاعات مربوط به بخش کسبوکار، زمان جلسات هیئت‌مدیره، طرح‌های جدید محصول و همچنین، طرح‌های مربوط به خرید، گسترش و صدور بدهی فراهم می‌کنند (Ederington et al., 1987, 1987, 2005; Jorion & Zhang, 2007; Ederington & Goh, 1998; Jorion et al., 2005). افشای چنین اطلاعات محرمانه‌ای در قالب رتبه‌های اعتباری احتمالاً در کنار سازوکارهای حاکمیت شرکتی عدم تقارن اطلاعاتی را در بازار کاهش می‌دهد و با افزایش حجم معاملات و کاهش شکاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش، موجب تقویت نقدشوندگی سهام می‌شود (An & Chan, 2008).

با در نظر گرفتن این فرض که هم کیفیت حاکمیت شرکتی و هم رتبه‌بندی اعتباری بر نقدشوندگی سهام اثرگذار است، این نکته را نیز باید مدنظر قرار داد که کیفیت حاکمیت شرکتی نقشی به‌سزا در تعیین رتبه‌های اعتباری شرکت‌ها ایفا می‌کند. حاکمیت شرکتی به مجموعه‌ای از قوانین، مقررات و فرآیندهایی اشاره دارد که از طریق آن‌ها شرکت‌ها مدیریت و کنترل می‌شوند. هرچه این ساختارها و رویه‌ها شفاف‌تر و کارآمدتر باشند، اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به شرکت بیشتر خواهد شد. این امر به کاهش ریسک‌های مرتبط با مدیریت و عملکرد شرکت منجر می‌شود که نتیجه آن رتبه‌بندی اعتباری بهتر است (Dorffleitner & Grebler, 2020; Mili & Alaali, 2023). علاوه بر این، کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی نشان‌دهنده تعهد شرکت به اصول اخلاقی، شفافیت و مسئولیت‌پذیری است. این اصول موجب می‌شوند تا تصمیم‌گیری‌های مدیریتی با دقتی بیشتر انجام شوند و منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان به‌خوبی حفظ شوند؛ در نتیجه، شرکت‌هایی که به استانداردهای بالای حاکمیت شرکتی پایبند هستند، کمتر با مشکلات قانونی و مالی مواجه می‌شوند و عملکرد مالی بهتری دارند. این عوامل همگی در بهبود رتبه‌های اعتباری شرکت‌ها تأثیرگذار هستند و موجب می‌شوند تا این شرکت‌ها بتوانند با هزینه‌ای کمتر به منابع مالی دست یابند و در بازارهای مالی به عنوان گزینه‌هایی مطلوب‌تر شناخته شوند (Cai et al., 2023)؛ بنابراین، از آنجا که رتبه‌بندی اعتباری متأثر از حاکمیت شرکتی است و بر نقدشوندگی سهام نیز اثرگذار است، پژوهش حاضر در پی بررسی میزان تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی به واسطه متغیر رتبه‌بندی اعتباری بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها است.

مطالعاتی متعدد در ارتباط با اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رتبه‌بندی اعتباری در داخل و خارج از ایران انجام شده‌اند؛ اما در هیچ یک از مطالعات داخلی و خارجی کانال رتبه‌بندی اعتباری به عنوان منتقل‌کننده این اثر بررسی نشده است. در ادامه، برخی از این مطالعات بررسی شده‌اند.

رحمانی و همکاران (۱۴۰۲) تأثیر رتبه اعتباری بر هزینه سرمایه و هزینه بدهی را بررسی کردند. آنان برای اندازه‌گیری رتبه اعتباری از مدل امتیاز بازار نوظهور استفاده کردند و آزمون‌های خود را بر روی نمونه‌ای شامل ۱۴۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ انجام دادند. آنان دریافتند افزایش رتبه

اعتباری به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و کاهش هزینه بدهی منجر می‌شود و این ارتباط از نظر آماری معنادار است. خواجه‌جوی و همکاران (۱۴۰۰) تأثیر ساختار سهامداران بر نقدشوندگی سهام را با تأکید بر نقش محدودیت مالی بررسی کردند. آن‌ها به منظور سنجش ساختار سهامداران از درصد مالکیت حقیقی، نهادی و درصد سهام شناور آزاد و برای محاسبه نقدشوندگی، از شکاف نسبی قیمت‌های خرید و فروش سهام استفاده کردند. آن‌ها دریافتند بین ساختار سهامداران و رابطه غیرخطی وجود دارد؛ به طوری که بین مالکیت حقیقی و نهادی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه غیرخطی (U معکوس) معناداری وجود دارد. همچنین، بین سهام شناور آزاد و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت‌ها رابطه غیرخطی (U شکل) معناداری مشاهده می‌شود. محمدی خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر میانجی‌گری مدیریت سود در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و رتبه اعتباری را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد کیفیت حاکمیت شرکتی اثری معکوس و معنادار بر مدیریت سود واقعی دارد و مدیریت سود واقعی نیز اثری منفی و معنادار بر رتبه اعتباری دارد. همچنین، نتایج حاکی از آن بود که کیفیت حاکمیت شرکتی به طور غیرمستقیم و از طریق مدیریت سود واقعی بر رتبه اعتباری تأثیرگذار است. مهرانی و نصیری (۱۳۹۶) اثر هم‌زمان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کرده‌اند. نتایج پژوهش مؤید وجود رابطه مثبت و معنادار بین دو سازوکار حاکمیت شرکتی (اندازه‌گیری شده توسط میزان تمرکز داشتن، کمیته حسابرسی و میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره) و رابطه منفی و معنادار معیار دیگر حاکمیت شرکتی (میزان تمرکز مالکیت) با نقدشوندگی سهام است.

وظیفه‌دوست و همکاران (۱۳۹۵) تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌ها را با استفاده از مدل امتیاز بازار نوظهور بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد از میان عوامل حاکمیت شرکتی، فقط عواملی که به حقوق سهامداران و ذی‌نفعان مربوط می‌شوند، رابطه‌ای مثبت و معنادار با رتبه اعتباری دارند؛ با این حال، ترکیب این عوامل با سایر عوامل که ساختار حاکمیتی شرکت را به طور کلی تشکیل می‌دهند، شواهدی از تأثیرگذاری بر رتبه اعتباری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان نداد.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهش خود ارتباط بین برخی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد شرکت‌هایی که امتیازی بیشتر از لحاظ کیفیت حاکمیت شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده‌اند.

کیم و سو (Kim & Su, 2024) رابطه بین نقدشوندگی، عدم تقارن اطلاعاتی، رتبه‌بندی ریسک سیاسی، رتبه‌بندی کیفیت دولتی و نظارتی را بررسی کردند. یافته‌های آنان نشان داد سهام کشورهای با کیفیت دولتی و نظارتی بیشتر و ریسک سیاسی کمتر با نقدشوندگی زیاده‌تر مرتبط است. در این راستا، آن‌ها برای بررسی تأثیر ریسک سیاسی بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی، شوک‌های سیاسی ناشی از درگیری تجاری ایالات متحده و چین بر سهام انرژی چین را تحلیل کردند. یافته‌های آنان نشان داد شوک‌های منفی تأثیری مخرب بر نقدشوندگی سهام کشورهای دارند که تنش‌های سیاسی در آن‌ها تشدید شده‌اند.



هی و همکاران (He et al., 2023) تأثیر رتبه‌بندی محیطی، اجتماعی و حاکمیتی (ESG)<sup>۱</sup> شرکتی بر نقدشوندگی سهام را بررسی کردند. آنان دریافتند رتبه‌بندی ESG نقدشوندگی سهام را به طریقی جالب توجه بهبود می‌بخشد؛ به طوری که این تأثیر در شرکت‌هایی با ارتباطات سیاسی کمتر، حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر و محیط اطلاعاتی شفاف‌تر بیشتر است. علاوه بر این، نتایج پژوهش آنان نشان داد توجه سرمایه‌گذار رابطه بین رتبه ESG و نقدشوندگی سهام را میانجی‌گری می‌کند.

لین و همکاران (Lin et al., 2018) تأثیر حاکمیت شرکتی بر رتبه‌بندی اعتباری را با تأکید بر مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تایوان آزمون کردند. آنان پس از بررسی نتایج به‌دست‌آمده از تجزیه و تحلیل داده‌ها بیان کردند شرکت‌ها برای ارتقای رتبه‌های اعتباری باید در راستای ارتقای سطح حاکمیت شرکتی قوی‌تر تلاش کنند و در فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی نیز این عوامل را به کار بگیرند.

مطالعه لیو و همکاران (Liu et al., 2017) درباره رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در بازار اوراق بهادار استرالیا، پس از بررسی ۱۲۰۷ شرکت، بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی اثری مثبت و معنادار بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها دارد و پژوهشگران بر این نکته به طور ویژه تأکید دارند؛ زیرا سطح بالای حاکمیت شرکتی با سطحی بالا از افشا همراه است. همچنین، سهام‌چنین شرکت‌هایی از هزینه‌های معاملاتی کمتر، تأثیر قیمتی اندک و سرعت معامله‌ی زیادی برخوردار است.

کارولینا و فیتریانی (Karolina & Fitriany, 2017) تأثیر حاکمیت شرکتی بر رتبه اعتباری شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار اندونزی با جامعه آماری متشکل از ۱۶۸ شرکت را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان با استفاده از شاخص‌های حاکمیت شرکتی (ساختار شرکت، ساختار مالکیت، کمیته حسابرسی و حسابرسی مستقل) نشان‌دهنده تأثیر مثبت اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، کمیته حسابرسی و اندازه حسابرس مستقل بر رتبه‌بندی شرکت‌ها تحت مطالعه در این پژوهش است؛ این در حالی است که افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و سهامداران عمده بر رتبه شرکت‌ها اثری منفی دارد.

نتایج پژوهش تجربی چانگ و همکاران (Chung et al., 2010) که ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام را بررسی کرده‌اند، بیانگر آن است که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی قوی هستند، از شکاف قیمتی باریک‌تر، شاخص‌های کیفیت بازار بیشتر، تأثیر قیمت ناشی از معاملات کمتر و همچنین، احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات کمتری برخوردار هستند.

از این رو، عمدتاً مطالعات داخلی و خارجی پیشنهاد می‌کنند کیفیت حاکمیت شرکتی عاملی مهم برای رسیدن به نقدشوندگی سهام و همچنین، تعیین رتبه‌های اعتباری است. همچنین، رتبه‌بندی اعتباری نیز در نقدشوندگی سهام شرکت‌ها به عنوان یک عامل بسیار مهم شناخته شده است. این یافته‌ها با مبانی نظری که پیش‌تر از نظر گذشت، سازگار است.

### فرضیه‌های پژوهش

طبق مطالبی که بیان شد، عدم تقارن اطلاعاتی می‌تواند بر حجم معاملات و نقدشوندگی سهام یک شرکت مؤثر

<sup>1</sup> Environmental, Social and Governance

باشد (Lin et al., 2018). در این راستا، حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ارتباطی معکوس با یکدیگر دارند؛ زیرا با افزایش سطح کیفی حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد. همچنین، رتبه‌های اعتباری حاوی اطلاعاتی هستند که می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و موجب شفافیت بیشتر شود. از طرفی، نیز هرچه میزان کیفیت حاکمیت شرکتی بیشتر باشد، رتبه‌های اعتباری نیز بهتر خواهند بود؛ از این رو، کیفیت حاکمیت شرکتی نه فقط موجب دست‌یابی به رتبه‌های اعتباری بهتر می‌شود، بلکه با ایجاد شفافیت اطلاعاتی موجب نقدشوندگی بیشتر سهام نیز می‌شود. در تأیید ضمنی این پیش‌بینی‌ها، مابانی تجربی نیز پیشنهادی یکسان داشتند؛ از این رو، فرضیه‌های مطالعه به قرار زیر تبیین شده‌اند:

فرضیه اول: کیفیت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام اثر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بر رتبه‌بندی اعتباری اثر مثبت و معنادار دارد.

فرضیه سوم: رتبه‌بندی اعتباری به عنوان متغیر میانجی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی است، برای بررسی رابطه بین متغیرهای پژوهش از تجزیه و تحلیل رگرسیونی چندمتغیره استفاده شده و روش‌شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی است. همچنین، از آنجا که این پژوهش به دنبال ارزیابی ارتباط بین دو یا چند متغیر است، از لحاظ ماهیت توصیفی-همبستگی است. اطلاعات مورد نیاز از کتب و مقاله‌های موجود در این زمینه، سایت کدال<sup>۲</sup> و نرم‌افزار ره‌آورد نوین<sup>۳</sup>، کتابخانه بورس اوراق بهادار و شرکت مدیریت فناوری بورس تهران تهیه و گردآوری شده است. سپس، داده‌های جمع‌آوری شده به وسیله اکسل<sup>۴</sup> طبقه‌بندی و با نرم‌افزارهای استاتا<sup>۵</sup> و ایویوز<sup>۶</sup> تجزیه و تحلیل شد.

با توجه به قلمرو مکانی، جامعه آماری پژوهش عبارت است از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اطلاعات که داده‌های آماری مربوط به این شرکت‌ها در نمونه آماری در فاصله زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ جمع‌آوری شده است. انتخاب نمونه نهایی با رعایت شرایط زیر از میان شرکت‌های جامعه انجام شد:

۱- پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد و نباید سال مالی خود را در طی سال‌های مدنظر تغییر داده باشند،

۲- تا پایان اسفند ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و جزء شرکت‌های مالی نظیر بانک‌ها، مؤسسه‌های بیمه و سرمایه‌گذاری نباشند و

۳- تا سال ۱۴۰۱ از فهرست شرکت‌های بورس خارج نشده باشند و دارای فعالیت مستمر باشند؛ به طوری که وقفه معاملاتی بیش از ۱۰۰ روز نداشته باشند.

<sup>2</sup> CODAL

<sup>3</sup> Rahavard Novin

<sup>4</sup> Excel

<sup>5</sup> Stata

<sup>6</sup> EViews

با توجه به معیارهای بیان‌شده، ۱۰۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ برای آزمون فرضیه‌ها انتخاب شدند. به پیروی از خواجهی و همکاران (۱۴۰۰)، برای آزمون فرضیه اول پژوهش از مدل (۱) استفاده شده است.

$$\text{Composite\_liq}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGQ}_{i,t} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{GR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن، *Composite\_liq* میزان نقدشوندگی سهام، *CGQ* نمره کیفیت حاکمیت شرکتی، *SIZE* اندازه شرکت، *Lev* اهرم مالی، *ROA* سودآوری و *GR* شاخص رشد شرکت است.

برای آزمون فرضیه دوم به پیروی از رحمانی و همکاران (۱۴۰۲)، از مدل (۲) استفاده شده است.

$$\text{Creditr}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGQ}_{i,t} + \beta_2 \text{Lev}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{LOSS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در آن، *Creditr* رتبه اعتباری و *LOSS* زیان شرکت است.

در نهایت، برای بررسی نقش میانجی رتبه‌بندی اعتباری در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام پس از اجرای مدل (۳) از آزمون سوئیل استفاده شده است.

$$\text{Composite\_liq}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{CGQ}_{i,t} + \beta_2 \text{Creditr}_{i,t} + \beta_3 \text{Lev}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \beta_6 \text{GR}_{i,t} + \beta_7 \text{LOSS}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

### اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

#### نقدشوندگی سهام

برای محاسبه نقدشوندگی سهام به پیروی از چوردیا و همکاران (Chordia et al., 2011) و آئور و روتمن<sup>۷</sup> (Auer & Rottmann, 2019)، از معیار نقدشوندگی مرکب استفاده شده است. این معیار توسط چوردیا و همکاران (Chordia et al., 2001) معرفی شده است و بر اساس رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

$$\text{Composite\_Liq} = \frac{\% \text{QuotedSpread}}{\$ \text{Depth}} \quad (1)$$

در این رابطه، *%QuotedSpread* شکاف عرضه و تقاضای محاسبه‌شده با قیمت میانگین (در این قسمت، قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش در حجم خرید و فروش ضرب و سپس، بر ۲ تقسیم می‌شوند) و *\$Depth* عمق ریالی (نسبت شکاف عرضه و تقاضا به میانگین بهترین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام) است. همچنین، عمق ریالی و شکاف عرضه و تقاضای نسبی محاسبه‌شده با قیمت متوسط نیز به صورت رابطه‌های (۲) و (۳) به دست می‌آیند.

$$\text{\$Depth} = \frac{P_t^A - P_t^B}{P_t^M} \quad (2)$$

$$\% \text{QuotedSpread} = \frac{q_t^A \times P_t^B + q_t^B \times P_t^A}{2} \quad (3)$$

که در این رابطه‌ها،  $q_t^A$  حجم بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام در زمان  $t$ ،  $q_t^B$  حجم بهترین قیمت پیشنهادی

<sup>7</sup> Auer and Rottmann

خرید سهام در زمان  $t$ ، بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام در زمان  $t$ ،  $P_t^A$  بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام در زمان  $t$  و  $P_t^M$  متوسط یا میانگین بهترین قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام در زمان  $t$  است. هرچه مقدار شاخص نقدشوندگی مرکب به صفر نزدیک‌تر باشد و به عبارتی، هرچه میزان این شاخص برای یک سهم کمتر باشد، آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. علت آن را می‌توان در ساختار این شاخص جست‌وجو کرد. یکی از ویژگی‌های بازار نقدشونده زیاد بودن حجم معاملات سهام به دلیل کم بودن فاصله قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش است. در چنین حالتی، حاصل افزایش حجم معاملات و قرار گرفتن آن در مخرج کسر این شاخص و همچنین، کاهش شکاف قیمتی و قرار گرفتن آن در صورت کسر شاخص نقدشوندگی مرکب رقمی نزدیک به صفر است؛ بنابراین، هرچه مقدار به‌دست‌آمده از این شاخص کوچک‌تر باشد، قدرت نقدشوندگی بیشتر است.

### کیفیت حاکمیت شرکتی

برای محاسبه کیفیت حاکمیت شرکتی در این پژوهش از مدل حساس یگانه و سلیمی (۱۳۹۰) استفاده شده است. این الگو یکی از الگوهای جامع حاکمیت شرکتی در محیط ایران است. در مدل آنان، ۴ بُعد با عنوان‌های اثرات مالکیت، حقوق سهامداران، شفافیت و اثربخشی هیئت‌مدیره به عنوان ابعاد مدل انتخاب شده‌اند. اثرات مالکیت دارای سه مؤلفه شامل تمرکز مالکیت، شفافیت مالکیت و مالکیت سهامداران نهادی است که این سه مؤلفه روی هم‌رفته دارای ۶ شاخص هستند. حقوق سهامداران دارای ۳ مؤلفه رویه‌های رأی‌دهی و جلسه‌های مجامع، حقوق مربوط به سود تقسیمی و رفتار یکسان با سهامداران است که این ۳ مؤلفه روی هم‌رفته ۱۸ شاخص دارند. شفافیت دارای ۴ مؤلفه رعایت آیین‌نامه افشای اطلاعات شرکت‌های بورسی، کیفیت و کفایت افشای اطلاعات، اطلاعات مربوط به حسابرسی و افشای مربوط به پاداش و سهام اعضای هیئت‌مدیره است که این ۴ مؤلفه روی هم‌رفته ۴۰ شاخص دارند. اثربخشی هیئت‌مدیره دارای ۴ مؤلفه ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره، جلسات هیئت‌مدیره، پاداش و ارزیابی عملکرد و ساختار حاکمیتی است که این ۴ مؤلفه روی هم‌رفته ۲۹ شاخص دارند. در مجموع، ۹۳ شاخص از طریق پرسش‌های مطرح‌شده اندازه‌گیری شده‌اند. در این مدل، با استفاده از روش علمی استفاده‌شده برای تجزیه و تحلیل نتایج، وزن هر یک از ابعاد، مؤلفه‌ها و شاخص‌ها مشخص شده است. هر کدام از شاخص‌ها به صورت جداگانه دارای یک ضریب شاخص در مؤلفه و یک ضریب شاخص در مدل نهایی است. بعد از اینکه به شرکت‌ها نمره صفر و یک برای هر شاخص داده شده است، نمره یادشده در ضریب شاخص در مؤلفه برای نمره هر بُعد و بار دیگر در ضریب شاخص در مدل نهایی برای نمره کلی کیفیت حاکمیت شرکت ضرب شده است. در نهایت، با ضرب عدد به‌دست‌آمده برای هر کدام از شاخص‌ها در ضریب نهایی مدل، نمره نهایی کیفیت حاکمیت شرکتی محاسبه شده و سپس، برای تجزیه و تحلیل وارد معادله رگرسیونی شده است.

### رتبه‌بندی اعتباری

برای محاسبه رتبه‌بندی اعتباری، مطابق پژوهش جعفری و احمدوند (۱۳۹۴) و شعری آناقیز و همکاران (۱۳۹۶)

و رحمانی و همکاران (۱۴۰۲)، از مدل امتیاز بازار نوظهور که آلتمن و هاچکس (Altman & Hotchkiss, 2005) ارائه دادند استفاده شده است. امتیاز بازار نوظهور با استفاده از رابطه (۴) اندازه گیری می‌شود:

$$EMS = 3.25 + 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در این رابطه،  $X_1$  سرمایه در گردش بر مجموع دارایی‌ها،  $X_2$  سود انباشته بر مجموع دارایی‌ها،  $X_3$  سود قبل از بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها و  $X_4$  ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها تعریف می‌شود. پس از محاسبه امتیاز بازار نوظهور، رتبه اعتباری معادل آن بر اساس نگاره (۱) به دست می‌آید.

#### نگاره ۱. امتیاز بازار نوظهور

Table 1. Emerging Market Score

رتبه اعتباری معادل	امتیاز بازار نوظهور
AAA	$\geq 8/15$
AA+	7/60-8/15
AA	7/30-7/60
AA-	7/00-7/30
A+	6/85-7/00
A	6/60-6/85
A-	6/40-6/60
BBB+	6/25-6/40
BBB	5/85-6/25
BBB-	5/65-5/85
+BB	5/25-5/65
BB	4/95-5/25
-BB	4/75-4/95
+B	4/50-4/75
B	4/15-4/50
-B	3/75-4/15
+CCC	3/20-3/75
CCC	2/50-3/20
-CCC	1/75-2/50
D	$\leq 1/75$

منبع: (Altman and Hotchkiss, 2005)

سپس، رتبه معادل امتیاز بازار نوظهور در سه مرحله به ترتیب زیر تعدیل می‌شود:

مرحله اول: تعدیل رتبه اعتباری معادل بر اساس آسیب‌پذیری در مقابل نوسانات نرخ ارز

در این مرحله، مطابق پژوهش انجام‌شده توسط جعفری و احمدوند (۱۳۹۴)، از نسبت میزان نقدینگی در مقایسه با بدهی‌های جاری آن که در سال آینده سررسید می‌شوند استفاده می‌شود. اگر نسبت وجه نقد بر بدهی جاری شرکت از متوسط صنعت کمتر باشد، رتبه اعتباری معادل آن به اندازه سه درجه تعدیل می‌شود؛ برای مثال، از BB+ به B+ تبدیل می‌شود. در صورت برابر بودن نسبت وجه نقد بر بدهی جاری شرکت با متوسط صنعت، کاهش یک‌درجه‌ای در رتبه اعتباری معادل رخ می‌دهد (برای مثال، BB+ به BB) و اگر نسبت وجه نقد بر بدهی جاری شرکت از نسبت متوسط صنعت بیشتر باشد، تغییری در رتبه اعتباری معادل ایجاد نمی‌شود.

#### مرحله دوم: تعدیل رتبه اعتباری معادل بر اساس صنعت

برای تعدیل در این مرحله، رتبه اعتباری هر شرکت با میانگین رتبه اعتباری محاسبه‌شده برای هر صنعت مقایسه شده است. در صورت وجود اختلاف یک تا سه درجه بین دو رتبه یادشده، رتبه اعتباری معادل تعدیل‌شده در مرحله اول به اندازه یک درجه تغییر می‌کند. برای مثال، اگر رتبه اعتباری معادل BBB و رتبه صنعت BBB-، BB+ یا BB باشد، در این صورت رتبه اعتباری معادل محاسبه‌شده در مرحله اول به اندازه یک درجه کاهش داده می‌شود. در صورت وجود اختلاف بیش از سه و کمتر از شش درجه، رتبه اعتباری معادل محاسبه‌شده در مرحله اول به اندازه دو درجه تعدیل می‌شود. اگر اختلاف شش‌درجه‌ای و بیشتر باشد، رتبه اعتباری یادشده به اندازه سه درجه تعدیل (مثبت یا منفی) می‌شود (محمدی خانقاه و همکاران، ۱۳۹۸).

#### مرحله سوم: تعدیل رتبه اعتباری معادل بر اساس توان رقابتی

در این مرحله، برای انجام تعدیل به توان رقابتی شرکت توجه می‌شود و بسته به پاسخ این پرسش که آیا شرکت در صنعت خود غالب و برجسته است یا از نظر اندازه، نفوذ سیاسی و کیفیت مدیریت یک قدرت داخلی محسوب می‌شود یا خیر، رتبه اعتباری مرتبه دوم یک درجه تغییر می‌کند. در صورت خنثی بودن توان رقابتی شرکت، تغییری در رتبه اعتباری آن اعمال نمی‌شود. پس از طی مراحل بالا، رتبه اعتباری تعدیل‌شده نهایی به دست می‌آید و به عنوان متغیر وابسته وارد مدل پژوهش خواهد شد.

رتبه‌های اعتباری که بر اساس طبقات (AAA، AA و ...) گزارش می‌شوند، از نوع متغیرهای ترتیبی گسسته هستند و می‌توان آن‌ها را به عنوان برآمدی از یک مقیاس پیوسته تحت عنوان «توان بازپرداخت تعهدات بدهی» در نظر گرفت. در این پژوهش، به پیروی از برخی از مطالعات، امتیازهای تخصیص‌یافته به رتبه اعتباری به هفت طبقه به شرح نگاره (۲) تقسیم‌بندی شده‌اند (Murcia et al., 2014).

## نگاره ۲. امتیاز تخصیص یافته به رتبه‌های اعتباری

Table 2. Assigned Scores for Credit Ratings

رتبه اعتباری	امتیاز
AAA	۷
AA+	۶
AA	۶
AA-	۶
A+	۵
A	۵
A-	۵
BBB+	۴
BBB	۴
BBB-	۴
سطح سرمایه‌گذاری خوب (منطقه سلامت مالی)	
+BB	۳
BB	۳
-BB	۳
+B	۲
B	۲
-B	۲
سطح سرمایه‌گذاری کم (منطقه تردید)	
+CCC	۱
CCC	۱
-CCC	۱
سطح سوداگرانه (بنجل) (منطقه درماندگی مالی)	
D	۱

منبع: (Ashbaugh-Skaife et al., 2006)

## متغیرهای کنترلی

با توجه به پژوهش‌های خواجهی و همکاران (۱۴۰۰) و رحمانی و همکاران (۱۴۰۲)، متغیرهای کنترلی پژوهش انتخاب شدند که در ادامه شرح داده شده‌اند.

اهرم مالی (*Lev*): برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت،

اندازه شرکت (*SIZE*): برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت،

سودآوری (*ROA*): برابر است با نسبت سود خالص بر کل دارایی‌های شرکت،

زیان (*LOSS*): اگر شرکت در سال جاری زیان داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به خود خواهد گرفت و

رشد شرکت (*GR*): برابر است با تقسیم تفاوت فروش سال جاری از سال قبل بر فروش سال قبل شرکت.

## یافته‌های پژوهش

در نگاره (۳)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه شده است. میانۀ ۰/۰۲۸ مربوط به متغیر نقدشوندگی سهام کمتر از میانگین آن، یعنی ۰/۰۷۶ است و این موضوع نشان می‌دهد ۵۰ درصد از سهام شرکت‌های تحت بررسی در جامعه آماری ما از نقدشوندگی زیادی برخوردار هستند؛ زیرا کوچک‌تر بودن نمره به دست آمده سهام شرکت‌ها بر

اساس شاخص نقدشوندگی مرکب مبین کوچک بودن اختلاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و همچنین، حجم زیاد معاملات سهام است و در نتیجه، چنین سهامی دارای نقدشوندگی زیادی است. در رابطه با متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی، می‌توان اظهار داشت میانه داده‌های مربوط به این متغیر (۰/۳۲۱) بیشتر از میانگین آن (۰/۳۱۷) است که نشان‌دهنده رتبه بالای شرکت‌ها در کشور از نظر حاکمیت شرکتی است. از طرفی، میانگین زیاد این متغیر هم بر کسب امتیازهای زیاد شرکت‌های تحت بررسی در این پژوهش نسبت به این متغیر دلالت دارد. همچنین، میانگین و میانه مربوط به متغیر رتبه‌بندی اعتباری که به عنوان متغیر میانجی در این پژوهش استفاده شده است، به ترتیب برابر ۴/۰۶ و ۴ است که نشان‌دهنده رتبه اعتباری متوسط برای بیشتر شرکت‌ها است. این موضوع با توجه به کمینه و بیشینه متغیر رتبه‌بندی اعتباری که اعداد ۱ تا ۷ را به خود اختصاص داده‌اند و همچنین، نزدیکی میانگین و میانه این متغیر دو از انتظار نیست. اطلاعات مربوط به سایر متغیرهای پژوهش نیز در نگاره (۳) آورده شده است.

## نگاره ۳. آمار توصیفی

Table 3. Descriptive Statistics

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	کمینه	بیشینه	انحراف معیار	کشیدگی	چولگی
نقدشوندگی سهام	Composite_liq	۰/۰۷۶	۰/۰۲۸	-۰/۰۰۰۸	۰/۳۸۶	۰/۱۰۵	۵/۲۴۳	۱/۷۹۵
کیفیت حاکمیت شرکتی	CGQ	۰/۳۱۷	۰/۳۲۱	۰/۰۷۱	۰/۴۵۲	۰/۰۴۵	۳/۹۸۷	-۰/۴۵۳
رتبه‌بندی اعتباری	Creditr	۴/۰۶	۴	۱	۷	۱/۷۷۹	۱/۹۲۱	-۰/۳۱۱
اهرم	Lev	۰/۵۶۱	۰/۵۵۵	۰/۱۷۵	۰/۹۴۵	۰/۱۹۱	۲/۳۲۳	-۰/۰۲۲
اندازه شرکت	SIZE	۱۰/۸۰۷	۱۱/۸۸۹	۵/۹۸۵	۱۳/۹۴۶	۲/۳۶۲	۲/۳۰۸	-۰/۸۹۱
سودآوری	ROA	۰/۰۸۱	۰/۰۳۲	-۰/۰۸۹	۰/۴۷۱	۰/۱۱۱	۵/۴۶۱	۱/۶۹۵
رشد شرکت	GR	۰/۳۶۲	۰/۲۷۹	-۰/۴۳۱	۱/۹۴۵	۰/۴۷۹	۴/۸۱۱	۱/۱۲۱
زیان شرکت	LOSS	۰/۱۲۳	۰	۰	۱	۰/۳۲۹	۶/۲۲۱	۲/۲۸۵

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره (۴) نتایج رابطه رگرسیونی فرضیه اول را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F برای رابطه رگرسیونی فرضیه اول نزدیک صفر و حاکی از معناداری کل معادله رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل‌شده تقریباً برابر ۲۹ درصد است و متغیرهای این رابطه توانسته‌اند ۲۹ درصد از تغییرات متغیر نقدشوندگی سهام را توضیح دهند. نتایج بیانگر وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت حاکمیت شرکتی با معیار نقدشوندگی مرکب است. علت رابطه منفی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی مرکب را می‌توان در ساختار شاخص نقدشوندگی مرکب یافت. هرچه مقدار شاخص نقدشوندگی مرکب به صفر نزدیک‌تر باشد و به عبارتی، هرچه میزان این شاخص برای یک سهم کمتر باشد، آن سهم از نقدشوندگی بیشتری برخوردار است. با این تفاسیر، با توجه به رابطه منفی بین متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی مرکب، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، دلیلی بر رد فرضیه اول این پژوهش وجود ندارد و به عبارتی، کیفیت حاکمیت شرکتی اثری مثبت و معنادار بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها دارد.



## نگاره ۴. آزمون فرضیه اول

Table 4. Testing the First Hypothesis

متغیر وابسته: نقدشوندگی مرکب				
متغیر	ضریب	آماره t	انحراف استاندارد	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۰/۱۹۱	۸/۳۱۴	۰/۰۲۲	۰/۰۰۰۱
کیفیت حاکمیت شرکتی	-۰/۱۲۲	-۲/۵۰۷	۰/۰۴۹	۰/۰۱۲
اهرم مالی	۰/۰۰۵	۰/۴۷۱	۰/۰۱۱	۰/۶۳۷
سودآوری	-۰/۰۲۳	-۱/۵۱۴	۰/۰۱۵	۰/۱۳۱
اندازه شرکت	-۰/۰۰۶	-۸/۲۱۵	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۱
رشد شرکت	-۰/۰۰۸	-۲/۸۰۴	۰/۰۰۳	۰/۰۰۵
اتورگرسیو مرتبه اول	-۰/۱۳۹	-۲/۲۱۵	۰/۰۶۲	۰/۰۲۷
آماره F	۴/۵۲۹		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۹
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱		آماره دوربین واتسون	۱/۸۲۲

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره (۵) نتایج رابطه رگرسیونی فرضیه دوم را نشان می‌دهد. سطح معناداری آماره F برای رابطه رگرسیونی فرضیه دوم نزدیک صفر و حاکی از معناداری کل معادله رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده تقریباً برابر ۸۴ درصد است و این مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مبین آن است که متغیرهای این رابطه توانسته‌اند ۸۴ درصد از تغییرات متغیر رتبه‌بندی اعتباری را توضیح دهند. نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین کیفیت حاکمیت شرکتی با متغیر میانجی این پژوهش یعنی رتبه‌بندی اعتباری است؛ بنابراین، در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه دوم پژوهش حاضر نیز تأیید می‌شود.

## نگاره ۵. آزمون فرضیه دوم

Table 5. Testing the Second Hypothesis

متغیر وابسته: رتبه‌بندی اعتباری				
متغیر	ضریب	آماره t	انحراف استاندارد	سطح معناداری
عرض از مبدأ	۳/۳۵۵	۹/۶۰۳	۰/۳۴۹	۰/۰۰۰۱
کیفیت حاکمیت شرکتی	۴/۵۵۸	۵/۳۸۵	۰/۸۴۶	۰/۰۰۰۷
اهرم مالی	-۰/۰۸۶	-۱/۰۸۴	۰/۰۷۹	۰/۳۰۹
سودآوری	۰/۰۷۵	۰/۳۱۶	۰/۲۳۹	۰/۷۶۱
اندازه شرکت	-۰/۰۶۲	-۴/۹۳۲	۰/۰۱۲	۰/۰۰۱۱
زیان شرکت	-۰/۰۱۱	-۰/۱۰۵	۰/۱۰۷	۰/۹۱۸
اتورگرسیو مرتبه اول	۰/۴۴۱	۸/۳۰۲	۰/۰۵۳	۰/۰۰۰۱
آماره F	۴۷/۹۱۱		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۴۵
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۱		آزمون دوربین واتسون	۱/۸۴۱

منبع: یافته‌های پژوهش

از آنجا که در این فرضیه به دنبال اثبات پاسخ خود به این پرسش هستیم که آیا متغیر رتبه‌بندی اعتباری به عنوان

متغیر میانجی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا خیر، برای دست‌یابی به این هدف و اجرای آزمون میانجی‌گری، رابطه رگرسیونی فرضیه سوم نیز آزمون شد. سپس، بر اساس ضریب به‌دست‌آمده از مدل فرضیه‌های دوم و سوم این پژوهش که برای متغیر مستقل و میانجی به‌ترتیب برابر ۵/۳۸۵ و ۲/۷۶۱- است، آزمون سوبل اجرا شد. با توجه به نتایج حاصل از ضرایب به‌دست‌آمده از آزمون سوبل در نگاره (۷) و احتمال آماره آن (۰/۰۰۲۳) در سطح اطمینان ۹۵ درصد، متغیر رتبه‌بندی اعتباری به عنوان متغیر میانجی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. با ورود هم‌زمان متغیر مستقل و متغیر میانجی به معادله رگرسیون، ضریب رگرسیون متغیر مستقل نسبت به همبستگی ساده آن با متغیر وابسته کاهش یافته، اما همچنان معنادار است. این یافته نشان می‌دهد متغیر رتبه‌بندی اعتباری به طور جزئی نقش میانجی را در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام ایفا می‌کند.

نگاره ۶. آزمون فرضیه سوم

Table 6. Testing the Third Hypothesis

متغیر وابسته: نقدشوندگی مرکب				
سطح معناداری	انحراف استاندارد	آماره t	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰۱	۰/۰۲۴	۸/۸۷۱	۰/۲۱۴	عرض از مبدأ
۰/۰۲۷	۰/۰۵۱	-۲/۲۰۳	-۰/۱۱۱	کیفیت حاکمیت شرکتی
۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۱	-۲/۷۶۱	-۰/۰۰۴	رتبه‌بندی اعتباری
۰/۹۲۱	۰/۰۱۴	۰/۰۹۸	۰/۰۰۱	اهرم
۰/۲۱۱	۰/۰۱۷	-۱/۲۵۴	-۰/۰۲۱	سودآوری
۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۸	-۸/۶۶۱	-۰/۰۰۷	اندازه شرکت
۰/۰۳۷	۰/۰۰۳	-۲/۰۸۴	-۰/۰۰۷	رشد شرکت
۰/۲۰۶	۰/۰۰۶	۱/۲۶۵	۰/۰۰۷	زیان شرکت
۰/۰۳۷	۰/۰۴۸	۲/۰۸	۰/۱۳	اتورگرسیو مرتبه اول
۰/۲۹۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۴/۴۹۱		آماره F
۱/۸۳۲	آزمون دوربین واتسون	۰/۰۰۰۱		احتمال آماره F

منبع: یافته‌های پژوهش

نگاره ۷. آزمون میانجی‌گری

Table 7. Mediation Test

آزمون سوبل		
مقدار آماره t	احتمال آماره آزمون سوبل	نتیجه نهایی
۲/۴۵۶	۰/۰۱۴	تأیید فرض میانجی

منبع: یافته‌های پژوهش

### بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر این بود تا اثر میانجی رتبه‌بندی اعتباری را در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بررسی کند. در این راستا، نخست بیان شد وجود بازاری با نقدشوندگی زیاد برای ترغیب و

جذب سرمایه‌گذاران به منظور انتقال ثروت به چنین بازارهایی مهم و ضروری به نظر می‌رسد؛ زیرا یکی از منابع شکوفاکننده اقتصاد هر کشور بازار سرمایه آن و از عوامل بسیار مهم چنین بازارهایی نقدشوندگی سهام در آن‌ها است؛ بنابراین، با توجه به چنین ضرورتی، شناخت عوامل مؤثر بر ایجاد بازاری با نقدشوندگی زیاد از اهمیت بسیار برخوردار بود.

در این راستا، ادبیات پژوهشی بیان کرد عدم تقارن اطلاعاتی پدیده‌ای است که سطح آگاهی مشارکت‌کنندگان بازار را کاهش می‌دهد و در چنین حالتی، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به نتیجه‌ای درست در رابطه با ارزش سهام یک شرکت و تصمیمی منطقی برای خرید یا فروش سهام آن دست یابند. از طرفی، نیز بیان شد اطلاعات حسابداری به‌تنهایی نمی‌تواند عملکرد شرکت را به‌درستی ارزیابی کند و مبنایی مناسب برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران باشد. در چنین حالتی، حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع مطرح و بیان شد حاکمیت شرکتی با بهبود عملکرد شرکت‌ها کیفیت اطلاعات ارائه‌شده به بازار را تا میزانی جالب توجه افزایش می‌دهد و با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب افزایش نقدشوندگی سهام می‌شود.

علاوه بر آن، مزایای وجود مؤسسه‌های رتبه‌بندی بر اساس مبانی نظری و تجربی بررسی و بیان شد دسترسی آنان به اطلاعات محرمانه و انتقال این اطلاعات به بازار در قالب رتبه‌های اعتباری ممکن است بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار باشد. همچنین، بیان شد حاکمیت شرکتی به عنوان یک عامل مؤثر در فرآیند رتبه‌بندی اعتباری شناخته شده است. در این راستا، اطلاعات مربوط به ۱۰۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۱ جمع‌آوری شد و در نهایت، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از نرم‌افزارهای استاتا و ایویوز آزمون شدند.

نتایج فرضیه اول بیانگر وجود رابطه معکوس و معنادار بین کیفیت حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی مرکب است. با توجه به ساختار معکوس شاخص نقدشوندگی مرکب و رابطه منفی و معنادار بین متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی و شاخص نقدشوندگی مرکب، می‌توان بیان کرد هرچه نمره کیفیت حاکمیت برای یک شرکت افزایش (کاهش) یابد، سهام آن از نقدشوندگی بیشتری (کمتری) برخوردار است. به بیان دیگر، می‌توان گفت کیفیت حاکمیت شرکتی اثری مثبت و معنادار بر نقدشوندگی سهام شرکت‌ها دارد. نتیجه به‌دست‌آمده از فرضیه اول هم‌راستا با پژوهش‌های کیم و همکاران (Kim et al., 2024)، لیو و همکاران (Liu et al., 2017) و چانگ و همکاران (Chung et al., 2010) است و بیان می‌کند سرمایه‌گذاران به خرید و فروش سهام شرکت‌هایی مبادرت می‌کنند که از کیفیت حاکمیت شرکتی بهتری برخوردار هستند؛ زیرا عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با چنین شرکت‌هایی بسیار کم است و این بدان معنا است که کیفیت حاکمیت شرکتی موجب کاهش عدم آگاهی و عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با چنین شرکت‌هایی می‌شود.

نتایج فرضیه دوم نشان داد کیفیت حاکمیت شرکتی اثری مثبت و معنادار بر رتبه‌بندی اعتباری دارد. این نتیجه هم‌راستا با نتایج پژوهش محمدی خانقاه و همکاران (۱۳۹۸) و لین و همکاران (Lin et al., 2018) و مخالف پژوهش وظیفه‌دوست و همکاران (۱۳۹۵) است. ادبیات پژوهشی در این باره بیان می‌کند کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی موجب افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان می‌شود که این مهم می‌تواند به کاهش ریسک‌های مرتبط با مدیریت و عملکرد شرکت منجر شود. همچنین، کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی با حفظ منافع سهامداران و

سایر ذی‌نفعان نیز در ارتباط است. تمامی این مزایای حاکمیت شرکتی موجب می‌شود تا شرکت‌های دارای کیفیت زیاد حاکمیت شرکتی رتبه‌هایی بهتر نیز دریافت کنند (Cai Dorfleitner & Grebler, 2020; Mili & Alaali, 2023; et al., 2023).

در نهایت، نتایج به‌دست‌آمده از فرضیه سوم حاکی از آن است که رتبه‌بندی اعتباری به عنوان یک متغیر میانجی در رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام به صورت جزئی میانجی است؛ این میانجی‌گری جزئی به این معناست که بخشی از تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی سهام از طریق رتبه‌بندی اعتباری انجام می‌شود؛ اما این تأثیر به طور مستقیم نیز وجود دارد. به عبارت دیگر، رتبه‌بندی اعتباری نمی‌تواند به طور کامل مسیر این رابطه را توضیح دهد و همچنان رابطه‌ای مستقیم بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام وجود دارد. به این ترتیب، فرضیه سوم پژوهش تأیید و مشخص می‌شود کیفیت حاکمیت شرکتی هم اثر مستقیم و هم اثر غیرمستقیم بر نقدشوندگی سهام دارد و می‌توان بیان کرد کیفیت حاکمیت شرکتی با تأثیری مثبت که بر رتبه اعتباری دارد، نقدشوندگی سهام شرکت‌ها را افزایش می‌دهد؛ بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت کیفیت حاکمیت شرکتی و به تبع آن رتبه‌بندی اعتباری با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجود انتخابات‌های نادرست سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهند. در چنین حالتی، پیش‌بینی‌ها نسبت به قیمت سهام بهبود می‌یابند و تمایل سرمایه‌گذاران به خرید و فروش سهام افزایش می‌یابد؛ در نتیجه، یک سرمایه‌گذار اطمینان خاطر بیشتری در رابطه با خرید یا فروش سهام خواهد داشت که این امر خود موجب افزایش حجم معاملات، کاهش شکاف قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نهایت، افزایش نقدشوندگی سهام مربوط به آن می‌شود.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش به شرکت‌های بورسی و مدیران آن‌ها پیشنهاد می‌شود که آیین‌نامه حاکمیت شرکتی را به صورت مناسب اجرا کنند تا هم به صورت مستقیم موجب نقدشوندگی سهام شرکت خود شوند و هم به صورت غیرمستقیم با کسب رتبه اعتباری بهتر، سرمایه‌گذاران را به خرید و فروش سهام خود ترغیب کنند و در نتیجه، موجب نقدشوندگی بیشتر سهام شوند.

نتایج پژوهش همچنین نشان داد رتبه‌های اعتباری حاوی اطلاعاتی بااهمیت برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران هستند و انتشار اخبار مربوط به رتبه‌بندی اعتباری موجب افزایش اعتماد و اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران می‌شود و به این ترتیب، با افزایش رغبت سرمایه‌گذاران به خرید و فروش سهام، میزان نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد؛ از این رو، طبق یافته‌های حاصل از این پژوهش، به مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که به مؤسسه‌های رتبه‌بندی در کشور بیشتر توجه کنند.

به پژوهشگران در زمینه حسابداری و مالی پیشنهاد می‌شود که تأثیر حاکمیت شرکتی و رتبه‌بندی اعتباری بر اعتماد و رفتار سرمایه‌گذاران را بررسی کنند. همچنین، پیشنهاد می‌شود اثر رتبه‌بندی اعتباری بر پایداری شرکتی و مؤلفه‌های آن بررسی شود. در رابطه با جمع‌آوری داده‌های مربوط به قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش سهام (عرضه و تقاضا)، می‌توان بیان کرد به دلیل حجم بسیار زیاد این داده‌ها، مراجعه حضوری به کتابخانه بورس اوراق بهادار و همچنین، شرکت مدیریت فناوری بورس تهران ضروری است که پروسه نامه‌نگاری پژوهشگران در این زمینه را با مشکل روبه‌رو کرده است؛ از این رو، به پایگاه‌های داده معتبر پیشنهاد می‌شود در رابطه با جمع‌آوری این داده‌ها و کاهش حجم آن به منظور تسهیل دسترسی، اقداماتی مثبت را انجام دهند.

## منابع

- جعفری، سیده محبوبه، و احمدوند، میثم (۱۳۹۴). رتبه‌بندی اعتباری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از رویکرد امتیاز بازار نوظهور. *پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار*، ۶(۱۰)، ۳۷-۵۶.  
[https://journals.iau.ir/article\\_526598](https://journals.iau.ir/article_526598)
- حساس یگانه، یحیی، و سلیمی، محمدجواد (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۹(۳۰)، ۳۵-۱. [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_4313.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_4313.html)
- خواجه‌جوی، شکراله، ویسی حصار، ثریا، و نصیری‌فر، هاشم (۱۴۰۰). تأثیر ساختار سهامداران بر نقدشوندگی سهام با تأکید بر نقش محدودیت مالی. *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳(۴)، ۶۷-۹۲.  
<https://doi.org/10.22108/far.2022.133883.1892>
- رحمانی، علی، پارسایی، منا، و محمدی خانقاه، گلشن (۱۴۰۲). رتبه اعتباری و هزینه سرمایه. *تحقیقات مالی*، ۲۵(۱)، ۱۲۶-۱۱۰.  
<https://doi.org/10.22059/frj.2022.342131.1007325>
- شعری آناقیز، صابر، احمدوند، میثم، و لاریجانی، ریحانه (۱۳۹۶). آزمون رابطه مدیریت سود واقعی و رتبه اعتباری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲(۲۶)، ۱۱۷-۱۴۶.  
<https://doi.org/10.22051/jera.2017.7329.1060>
- قائم، محمدحسین، و وطن‌پرست، محمدرضا (۱۳۸۴). بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲(۴۱)، ۸۵-۱۰۳.  
[https://journals.ut.ac.ir/article\\_18461.html](https://journals.ut.ac.ir/article_18461.html)
- کاشانی‌پور، محمد، مهرانی، ساسان، و یوسف پاشانژاد (۱۳۸۹). بررسی ارتباط برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲(۱)، ۷۶-۶۱.  
<https://library.tebyan.net/fa/Viewer/pdf/187541/1>
- محمدی خانقاه، گلشن، پیری، پرویز، و منصورفر، غلامرضا (۱۳۹۸). مدیریت سود واقعی، کیفیت حاکمیت شرکتی و رتبه اعتباری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۴)، ۶۱۴-۵۹۵.  
<https://doi.org/10.22059/acctgrev.2020.287779.1008254>
- مهرانی، کاوه، و نصیری، علیرضا (۱۳۹۶). بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان*، ۲۸(۱)، ۲۷-۷.  
[https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_17090\\_de2207deef4d3290d49d26bee4549db4.pdf](https://jik.srbiau.ac.ir/article_17090_de2207deef4d3290d49d26bee4549db4.pdf)
- نیکبخت، محمدرضا، و کلهرنیا، حمید (۱۳۹۶). تعیین رابطه بین شفافیت اطلاعاتی، نقدشوندگی و ارزشیابی شرکت. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۹(۳۳)، ۱-۱۶.  
[https://journals.iau.ir/article\\_531505.html](https://journals.iau.ir/article_531505.html)
- وظیفه‌دوست، حسین، احمدوند، میثم، و ساده‌وند، محمدجواد (۱۳۹۵). آزمون تأثیر عوامل حاکمیت شرکتی بر رتبه اعتباری در قالب مدل امتیاز بازار نوظهور. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۳۰(۹)، ۹۵-۱۱۳.  
[https://journals.srbiau.ac.ir/article\\_9199.html](https://journals.srbiau.ac.ir/article_9199.html)

## References

- Ali, S., Liu, B., & Su, J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: panel evidence from pure order-driven australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50, 275-304. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.03.005>
- Ali, S., Zhongxin, W., Ali, Z., Usman, M., & Yu, Z. (2022). Does financial transparency substitute

- corporate governance to improve stock liquidity? evidence from emerging market of pakistan. *Frontiers in Psychology*, 13. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.1003081>
- Alkhawaldeh, A., Jaber, J., Boughaci, D., & Ismail, N. (2021). A novel investigation of the influence of corporate governance on firms' credit ratings. *Plos One*, 16(5). <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0250242>
- Altman, E., & Hotchkiss, E. (2005). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (3rd Ed.). New York, John Wiley and Sons. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/book/10.1002/9781118267806>
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns, Cross-Section and Timeseries Effects. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 5-31. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1295244](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1295244)
- An, H., & Chan, K. (2008). Credit ratings and IPO pricing. *Journal of Corporate Finance*, 14(5), 584-595. <https://ideas.repec.org/a/eee/corfin/v14y2008i5p584-595.html>
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & LaFond, R. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1), 203-243. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>
- Auer, B. R., & Rottmann, H. (2019). Have capital market anomalies worldwide attenuated in the recent era of high liquidity and trading activity?. *Journal of Economics and Business*, 103, 61-79. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2018.12.003>
- Badry, A. (2023). The mediating role of good corporate governance on the effects of liquidity and firm growth on dividend policy in manufacturing companies listed on the indonesia stock exchange from 2019 to 2021. *Marginal Journal of Management Accounting General Finance and International Economic Issues*, 2(4), 857-875. <https://doi.org/10.55047/marginal.v2i4.746>
- Berglund, T. (2020). Liquidity and corporate governance. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(3), 54. <https://doi.org/10.3390/jrfm13030054>
- Cai, Y., Pan, C. H., & Statman, M. (2023). Estimating the effects of ESG scores on corporate credit ratings using multivariate ordinal logit regression. *Empirical Economics*, 66(2), 573-590. <https://ssrn.com/abstract=3932137>
- Chordia, T., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2001). Market liquidity and trading activity. *The Journal of Finance*, 56(2), 501-530. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00335>
- Chordia, T., Sarkar, A., & Subrahmanyam, A. (2011). Liquidity dynamics and cross-autocorrelations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 46(3), 709-736. <https://doi.org/10.1017/S0022109011000081>
- Chung, K. H., Elder, J., & Kim, J. C. (2010). Corporate governance and liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 265-291. <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109010000104>
- Chung, K., Kim, J., Park, K., & Sung, T. (2012). Corporate governance, legal system, and stock market liquidity: evidence around the world. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 41(6), 686-703. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12002>
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2009). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland, Corporate Governance. *An International Review*, 16(5), 416-29. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00692.x>
- Dorfleitner, G., & Grebler, J. (2020). The social and environmental drivers of corporate credit ratings: international evidence. *Business Research*, 13(3), 1343-1415. <https://doi.org/10.1007/s40685-020-00127-9>
- Easley, D., & M. O'Hara. (2004). Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 59(4), 1553-1583. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00672.x>
- Ederington, L., & Goh, J. (1998). Bond rating agencies and stock analysts: Who knows what when?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(4), 569-585. <https://www.jstor.org/stable/2331132>
- Ederington, L. H., Yawitz, J. B., & Roberts, B. E. (1987). The Informational Content of Bond Ratings. *Journal of Financial Research*, 10(3), 211-226. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1987.tb00492.x>
- Ghaemi, M. H., & Watanparast, M. R. (2004). Investigating the role of accounting information in reducing information asymmetry in Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Reviews*, 12(41), 85-103. [https://journals.ut.ac.ir/article\\_18461.html](https://journals.ut.ac.ir/article_18461.html). [In Persian]
- Glosten, L., & Milgrom, P. (1985). Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with

- Heterogeneously Informed Traders. *Journal of Financial Economics*, 4(1), 71-100. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(85\)90044-3](https://doi.org/10.1016/0304-405X(85)90044-3)
- Hassas Yeganeh, Y., & Salimi, M. J. (2010). A model for ranking corporate governance in Iran. *Financial Accounting Quarterly*, 9(30), 1-35. [https://qjma.atu.ac.ir/article\\_4313.html](https://qjma.atu.ac.ir/article_4313.html) [In Persian]
- He, F., Feng, Y., & Hao, J. (2023). Corporate ESG rating and stock market liquidity: Evidence from China. *Economic Modelling*, 129. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2023.106511>
- Jafari, S. M., & Ahmadvand, M. (2014). Credit rating of companies admitted to Tehran Stock Exchange using emerging market score approach. *Journal of Economics and Business*, 6(10), 56-37. [https://journals.iau.ir/article\\_526598](https://journals.iau.ir/article_526598) [In Persian]
- Jensen, M., & W. H. Meckling. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Jorion, P., Liu, Z., & Shi, C. (2005). Informational effects of regulation FD: evidence from rating agencies. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 309-330. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.05.001>
- Jorion, P., & Zhang, G. (2007). Information effects of bond rating changes: The role of the rating prior to the announcement. *Journal of Fixed Income*, 16(4), 45-59. <http://dx.doi.org/10.3905/jfi.2007.683317>
- Karolina, C., & Fitriany, F. (2017). *Impact of Corporate Governance on Credit Rating*. 6th International Accounting Conference (IAC 2017). <https://doi.org/10.2991/iac-17.2018.44>
- Kashanipour, M., Mehrani, S., & Pashanejad, Y. (2009). Investigating the relationship between some of the mechanisms of the company's management system and market liquidity. *Financial Accounting Research*, 2(1), 61-76. <https://library.tebyan.net/fa/Viewer/pdf/187541/1>. [In Persian]
- Khajovi, Sh., Veisi Hissar, S., & Nasirifar, H. (2021). The effect of shareholder structure on stock liquidity with an emphasis on the role of financial constraints. *Journal of Financial Accounting Research*, 13(4), 67-92. <https://doi.org/10.22108/far.2022.133883.1892>. [In Persian]
- Kim, J. C., & Su, Q. (2024). Political ratings, government quality, and liquidity: evidence from Non-US energy stocks listed on the NYSE. *Journal of Economics and Finance*, 1-30. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhj004>
- Lin, C. M., Chen, C. C. S., Yang, S. Y., & Wang, W. R. (2018). The Effects of Corporate Governance on Credit Ratings: The Role of Corporate Social Responsibility. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-20. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1512486>
- Liu, B., Ali, S., & Su, J. J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: Panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50(C), 275-304. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.03.005>
- Mehrani, K., & Nasiri, A. (2016). Investigating the effect of corporate governance mechanisms and dividend management on the illiquidity of shares of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Faculty of Management and Economics, Shahid Bahonar University of Kerman*, 28(1), 7-27. [https://jik.srbiau.ac.ir/article\\_17090\\_de2207deef4d3290d49d26bee4549db4.pdf](https://jik.srbiau.ac.ir/article_17090_de2207deef4d3290d49d26bee4549db4.pdf). [In Persian]
- Mili, M., & Alaali, Y. (2023). Does corporate governance quality improve credit ratings of financial institutions? Evidence from ownership and board structure. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 23(4), 867-887. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2022-0232>
- Mohammadi Khangah, G., & Piri, P., & Mansoorfar, Gh. (2020). Real earnings management, corporate governance quality and credit rating. *Accounting and Auditing Reviews*, 26(4), 595-614. <https://doi.org/10.22059/acctgrev.2020.287779.1008254>. [In Persian]
- Murcia, F. C. D. S., Dal-Ri Murcia, F., Rover, S., & Borba, J. A., (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence. *BAR-Brazilian Administration Review*, 11(2), 188-209. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2183686>
- Nikbakht, M. R., & Kalthornia, H. (2016). Determining the relationship between information transparency, liquidity and company evaluation. *Financial Accounting and Audit Research*, 9(33), 1-16. [https://journals.iau.ir/article\\_531505.html](https://journals.iau.ir/article_531505.html). [In Persian]
- Qiu, B., & To, T. Y. (2022). Board reforms, stock liquidity, and stock market development. *Review of*

- Corporate Finance Studies, Forthcoming*. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfac030>.
- Rahmani, A., Parsaei, M., & Mohammadi Khanghah, G. (2022). Credit rating and cost of capital. *Financial Research*, 25(1), 110-126. <https://doi.org/10.22059/frj.2022.342131.1007325>. [In Persian]
- Sheri, A, S., Ahmadvand, M., & Larijani, R. (2016). The test of the relationship between real profit management and credit rating of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Experimental Accounting Research*, 2 (26), 117-146. <https://doi.org/10.22051/jera.2017.7329.1060>. [In Persian]
- Vazifedoust, H., Ahmadvand, M., & Sadehvand, M, J. (2015). Examining the effect of corporate governance factors on credit rating in the form of emerging market score model. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 30(9), 113-95. [https://journals.srbiau.ac.ir/article\\_9199.html](https://journals.srbiau.ac.ir/article_9199.html). [In Persian]