Archive of SID

فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
سال پنجم / شماره ۱۹/ پائیز ۱۳۹۵

تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

یونس بادآورنهندی
دانشیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، گروه حسابداری، تبریز، ایران

مهدی زینالی
استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، گروه حسابداری، تبریز، ایران

الهه نیکویان
کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی ارس، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)
elahe.nikooyan@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۴/۱۱/۱۸ تاریخ پذیرش: ۹۵/۱/۲۳

چکیده

هدف اصلی این پژوهش، تعیین تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. حاکمیت شرکتی شامل قوانین، مقررات، فرایندها، فرهنگ ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌گردد. از بین سازوکارهای مختلف حاکمیت شرکتی، چهار معیار شامل مالکیت نهادی، سهام شناور آزاد، استقلال اعضای هیات مدیره و تمرکز مالکیت به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی انتخاب و تاثیر آن‌ها بر کارایی اطلاعاتی، مورد آزمون قرار گرفته است. کارایی اطلاعاتی نیز بدین معنی است که اگر اطلاعات جدیدی به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها نیز متناسب با اطلاعات جدید تغییر خواهند کرد. در این پژوهش از مدل رگرسیون به عنوان مدل پژوهش استفاده شده است که برای محاسبه کارایی اطلاعاتی از آزمون نسبت واریانس با بازده‌های ماهانه استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ می‌باشد. نتایج حاصل از این پژوهش حاکی از آن بود که مالکیت سرمایه گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معکوسی دارد. اما سازوکارهای دیگر حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این پژوهش از جمله سهام شناور آزاد، استقلال اعضای هیات مدیره و تمرکز مالکیت بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر ندارند.

واژه‌های کلیدی: استقلال اعضای هیات مدیره، تمرکز مالکیت، سهام شناور آزاد، کارایی اطلاعاتی، مالکیت نهادی.

www.SID.ir

Archive of SID

۱- مقدمه

حاکمیت شرکتی یا نظام راهبری‌شرکتی در سه دهه گذشته در دنیا و در سال‌های اخیر در کشور ایران بسیار شهرت یافته است. حاکمیت شرکتی شامل مکانیزم‌هایی است که به وسیله آن‌ها بر عملکرد مدیران نظارت صورت می‌گیرد. زیرا سهامداران اختیار تصمیم‌گیری در مورد سرمایه خود را به مدیران واگذار می‌کنند، بنابراین نیاز به مکانیزم‌هایی دارند که به وسیله آن‌ها اطمینان حاصل‌کنند مدیران حقوق‌شان را رعایت خواهندکرد. اگرچه شرکت‌های سهامی به منظور افزایش ثروت و رفاه جوامع به وجود آمده اند، اما باید نظارتی بر حاکمیت آن‌ها وجود داشته باشد تا این شرکت‌ها از موقعیت خود سوء استفاده نکنند. تعریف‌های مختلفی از حاکمیت شرکتی وجود دارد که برای درک بهتر مفهوم حاکمیت شرکتی می‌توان از دو دیدگاه کلان و خرد آن را تشریح کرد. از دیدگاه خرد، حاکمیت شرکتی دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیات‌مدیره آن، سهامداران و سایر ذی‌نفعان است. از دیدگاه کلان، حاکمیت شرکتی مناسب یعنی حدی که شرکت‌ها در یک فضای باز و صادقانه اداره می‌شوند. شایان توجه است که در هر دو تعریف خرد و کلان، مفهوم شفافیت نقش اصلی را ایفا می‌کند و در هر دو حالت، منجر به اختصاص کارایی سرمایه خواهد شد [۸]. یکی از مهم‌ترین مزایای استقرار نظام حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه، حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سیستم‌های حاکمیت شرکتی قوی همانند مکانیزم‌های پاسخگویی، با قرار دادن شرکت‌ها در مقام پاسخگو به حقوق و نیازهای ذی‌نفعان از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، خدمت‌رسانی می‌کنند[۵].

سرمایه‌گذاری از نیازهای اولیه جهت‌گذار از یک اقتصاد توسعه‌نیافته به توسعه‌یافته است و میزان سرمایه‌گذاری در هر سیستم اقتصادی، تعیین کننده میزان رشد اقتصادی، رونق بازار و در نهایت بهبود رفاه عمومی است [۷]. بنابراین می‌توان گفت، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند و سرمایه‌گذاران خواهان اطلاعاتی هستند که به آن‌ها در جهت انجام یک سرمایه‌گذاری موفق یاری رساند. اطلاعات، هسته مرکزی کارایی می‌باشد. اطلاعات، نحوه تفسیر و سرعت انتشار آن نقش عمده و حساسی در کارایی بازار دارد. در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود به سرعت بر قیمت تاثیر می‌گذارد. بنابراین در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است [۶]. در اینجاست که هرچه بازار کاراتر باشد امنیت بازار بیشتر و به تبع آن اطمینان مردم به بازار نیز بیشتر خواهد شد.

مقاله حاضر به تعیین تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بنابراین ابتدا به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش موضوع پرداخته و فرضیه‌های پژوهش و روش پژوهش را بیان می‌کنیم سپس به یافته‌های پژوهش اعم از توصیفی و آزمون فرضیه‌ها پرداخته و سرانجام، مقاله با نتیجه‌گیری و بحث خاتمه می‌یابد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تفاوت‌های چشمگیری در تعریف حاکمیت شرکتی براساس کشور مورد نظر وجود دارد. به طور کلی می‌توان تعریف جامع و کامل زیر را در مورد حاکمیت شرکتی ارائه کرد:

حاکمیت شرکتی: قوانین، مقررات، ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود [۲]. در نگاه کلی حاکمیت‌شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت‌شان، اعضای هیات مدیره و ترکیبات‌شان، مدیریت شرکت که توسط مدیرعامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می‌شود و سایر ذی‌نفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند [۳]. در این پژوهش از بین سازوکارهای مختلف حاکمیت شرکتی، سازوکارهای میزان سرمایه‌گذاران نهادی، میزان سهام شناور آزاد، میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره و میزان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر موسسه‌هایی هستند که به خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار می‌پردازند [۱۲]. سرمایه گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های مدیران را تحت تاثیر قرار دهند و با ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها به رعایت اخلاق حرفه‌ای بپردازند [۱]. از سوی دیگر به دلیل انگیزه زیاد این سرمایه‌گذاران برای دسترسی به اطلاعات می‌توانند با پنهان کردن اطلاعات از سایر سرمایه‌گذاران در عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه آن، کاهش کارایی اطلاعاتی نقش مهمی ایفا کنند.

www.SID.ir

Archive of SID

میزان سهام شناور آزاد، میزان سهامی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. یعنی در تملک مالکان اصلی و عمده شرکت‌ها نبوده بلکه در اختیار کسانی است که آماده‌اند در صورت دریافت پیشنهاد مناسب، آن را بفروشند [۲۱].

اعضای هیات‌مدیره شرکت‌ها را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: اعضای موظف و غیرموظف. تفاوت اصلی میان اعضای موظف و غیرموظف آن است که اعضای موظف دارای اختیارات اجرایی بوده و وظیفه مدیریت فعالیت‌های جاری شرکت بر عهده آن‌هاست، در حالی‌که اعضای غیرموظف، مسئولیت اجرایی در شرکت را بر عهده ندارند و می‌توانند به دانش و تجربه شخصی خود تکیه کرده و با استقلال رای خود به تصمیم‌گیری‌ها در هیات‌مدیره کمک کنند.

تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران یک شرکت که هر چه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود.

کارایی اطلاعاتی به معنی امکان دسترسی به اطلاعات برای همه سرمایه‌گذاران است. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس سریع آن بر قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. بدین معنی که اگر اطلاعات جدیدی به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها نیز متناسب با اطلاعات جدید تغییر خواهند کرد. کارایی اطلاعاتی خود به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می‌شود که شکل ضعیف کارایی اطلاعاتی بیان می‌کند که قیمت‌های جاری صرفا در برگیرنده اطلاعات مربوط به قیمت‌های گذشته اوراق بهادار است. شکل نیمه قوی کارایی اطلاعاتی بیان می‌کند که قیمت‌های جاری بازار، بازتابی از تمام اطلاعات عمومی و در دسترس است. اطلاعات عمومی و در دسترس نه تنها شامل قیمت های گذشته اوراق بهادار است بلکه اطلاعات ارائه شده در گزارش مالی شرکت، اعلام سود، تقسیم سود، تجزیه سهام، طرح های ادغام، موقعیت مالی رقبای شرکت و حتی اطلاعات عمومی مربوط به عوامل کلان اقتصادی نظیر تورم و بیکاری را نیز شامل می شود [۱۱]. شکل قوی کارایی اطلاعاتی نیز بیان می‌کند قیمت‌های جاری بازتابی از تمام اطلاعات موجود اعم از اطلاعات عمومی و محرمانه یا اطلاعاتی که هنوز از طریق جراید پخش نشده است می‌باشد. جریان آزاد اطلاعات، اطلاع‌رسانی بهنگام و شفاف، عدم دست‌اندازی نهادهای سرمایه‌گذاری یا نهادهای قانون‌گذاری و مجری و ... از مهم‌ترین ملزومات رسیدن به کارایی اطلاعاتی است. بنابراین با توجه به اینکه اطلاعات، هسته مرکزی کارایی است و سرمایه‌گذاران خواهان اطلاعاتی هستند که به آن‌ها در جهت انجام یک سرمایه‌گذاری موفق یاری رساند، به طور خلاصه می‌توان گفت که در صورت کارا بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه، که مهم‌ترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به صورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود. در فرضیه بازار کارا، به علت تاثیر سریع اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار و دسترسی یکسان همه فعالان به این اطلاعات موجب می‌شود که: ۱) تغییرات آتی قیمت‌ها قابل پیش‌بینی نباشد، ۲) قیمت‌ها از یک گردش تصادفی تبعیت کنند، و ۳) هیچ‌کس نتواند بازده غیرعادی به دست آورد. بنابراین زمانی بازار کارا به وجود می‌آید که شرایط زیر فراهم گردد.

۱) حضور تعداد زیادی سرمایه‌گذار منطقی که به دنبال حداکثر سود خود باشند و به طور فعال از طریق تجزیه و تحلیل، ارزشیابی و معامله سهام در بازار مشارکت داشته باشند، ۲) اطلاعات به صورت تصادفی ایجاد شده و مستقل از سایر اطلاعات باشد، ۳) دریافت اطلاعات بدون هزینه است و بلافاصله در اختیار همه افراد قرار می‌گیرد، ۴) سرمایه‌گذاران در مقابل اطلاعات جدید سریعا عکس‌العمل نشان می‌دهند. بر اساس پژوهش موسسه تدبیر اقتصاد (۱۳۸۷)، در یک بازار کارا فرض می‌شود عرضه و تقاضا به طور نامحدودی در مورد قیمتی که بازار به طور عقلایی تعیین کرده، کشش پذیرند. اگر قیمت واقعی سهام کمی پایین‌تر از سطح عقلایی بیاید، تقاضاکنندگان بسیار سریع برای خرید سهام، پول وارد بازار می‌کنند. بر عکس، اگر قیمت کمی بالاتر از سطح عقلایی برود، فروشندگان بازار را پر از سهم می‌کنند. کارایی بازار سرمایه وابستگی به صحت ارزش سهام شرکت که در بازار فهرست شده است، دارد. اگر بازار، ارزش اوراق بهادار را مغایر با ارزش ذاتی آن‌ها تعیین کند، بنابراین بازار سرمایه کارا نخواهد بود و اگر بازار نتواند بین شرکت‌های کارا (آن‌هایی که به طور موثر از فرصت‌ها استفاده می‌کنند) و شرکت‌های غیرکارا تمایز قائل شود، بنابراین منابع کمیاب را نمی‌تواند به درستی به مصارف صحیح اختصاص دهد. معیار تشخیص کارایی شرکت توجه به قیمت سهام آن می‌باشد. تخصیص منابع از طریق مقایسه قیمت‌ها صورت می‌گیرد. سه مکتب در زمینه بررسی ارزش اوراق بهادار وجود دارد که عبارتند از: روش تکنیکی، روش گشت تصادفی و روش بنیادی، در دیدگاه تکنیکی، قیمت‌های آینده منعکس‌کننده قیمت‌های گذشته هستند و برای پیش بینی قیمت‌های آینده به طور اختصاصی باید از تئوری قیمت استفاده شود. منطق این نظریه به فرضیاتی وابسته است که فشار عرضه و تقاضا را در این امر مهم می‌داند و از آنجایی که عرضه و تقاضا خود نیز وابسته به فاکتورهای دیگری هستند، بسیار مشکل است که مدلی تحلیلی برای حرکت قیمت‌ها در آینده ارائه داد. در روش

www.SID.ir

Archive of SID

گشت تصادفی، محققان معتقدند که تغییرات قیمت‌های جاری از قیمت‌های گذشته پیروی نمی‌کنند. در این روش، محققان معتقدند که ارزش هر سهم را می توان به طور علمی تعیین نمود و تکیه آن‌ها بیشتر بر روی شرایط حاکم بر اقتصاد، آمار مالی و اطلاعات است. آنان به صورتحساب درآمد، ترازنامه، سوابق تقسیم سود، سیاست‌های مدیریت، رشد فروش، قدرت مدیریت و فشارهای رقابتی توجه خاص می‌نمایند. در روش بنیادی نیز ارزش هر سهم را می توان به طریق علمی تعیین نمود. بنابراین وجه غالب ادبیات موجود در خصوص ارزش‌گذاری سهام بر این موضوع تاکید دارند که برای تعیین قیمت سهام باید ارزش ذاتی آن را محاسبه کرد و قیمت، چیزی در حدود ارزش ذاتی باشد. اما محاسبه ارزش ذاتی به خودی خود کاری بس مشکل می‌باشد و به پیش بینی درآمد در شرایط نامطمئن آینده نیاز خواهد داشت. اگر بازار سرمایه دارای کارایی کامل باشد، قیمت‌ها خود نشان‌دهنده ارزش ذاتی هستند و می‌توانند راهنمای خوبی برای تخصیص منابع محدود باشند [۴].

بوهمر و کلی (۲۰۰۹) پژوهشی را با عنوان تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کیفیت حاکمیت شرکتی و سپس کارایی اطلاعاتی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی، کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهند و وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها، افزایش شفافیت اطلاعاتی را به دنبال دارد که این به نوبه خود در کارایی بازار سرمایه نقش مهمی ایفا می‌کند[۱۴]. روبین (۲۰۰۷) پژوهشی را با عنوان تاثیر میزان مالکیت بر کارایی اطلاعاتی انجام داد و به این نتیجه رسید که تمرکز مالکیت، شاخصی برای کژگزینی و عدم تقارن اطلاعاتی است. زیرا تمرکز اطلاعات شرکت در دست تعداد کمی از سرمایه‌گذاران موجب تحمیل ریسک کژگزینی بر سایر سهامداران می‌شود و عدم تقارن اطلاعاتی افزایش پیدا می‌کند و به نوبه خود می‌تواند کارایی اطلاعاتی را کاهش دهد [۲۰]. بنابراین انتظار می‌رود که سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌کاررفته در این پژوهش تاثیری مثبت بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشند. زیرا حاکمیت شرکتی به عنوان یک عنصر اساسی در افزایش اعتماد سرمایه‌گذار، ارتقای حس رقابتی و کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای نقش مهمی ایفا می‌نماید، در نتیجه ارزش شرکت را افزایش می‌دهد که این موضوع منجر به جذب سرمایه‌گذاری و اشتغال بیشتری می‌گردد اما با توجه به تحقیقات بسیاری که نشان می‌دهد بازار سرمایه ایران فاصله بسیاری با کارایی دارد احتمال تاثیر معکوس و یا نبود تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی را نیز می‌توان انتظار داشت. زیرا بسیاری از سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران بیشتر به دنبال اخبار محرمانه شرکت‌ها و صنایع هستند تا تحلیل‌های عمیق بنیادی. این مساله موجب شده است تنها سرمایه‌گذارانی مشتاق ورود به بازار سرمایه باشند که خود را دارای اطلاعات می‌دانند و بسیاری از افراد عادی تمایل چندانی به ورود به بازار سرمایه ندارند و بازارهای سکه، ارز و مسکن را مناسب‌تر می‌دانند. احتمالا آن‌ها معتقدند حداقل از بعد اطلاعاتی در این بازارها عقب نیستند. این‌گونه است که درصد سهامداران فعال (نسبت به جمعیت) در ایران در مقایسه با کشورهای توسعه‌یافته بسیار کمتر است. در بازار سرمایه ایران نهادهای دولتی و شبه‌دولتی بسیاری فعال هستند که حجم بالایی از معاملات را به خود اختصاص می‌دهند. این نهادها دارای رانت‌های اطلاعاتی و منابع عظیم مالی هستند. این مساله خود عاملی است برای برتری اطلاعاتی برخی از سرمایه‌گذاران نسبت به برخی دیگر. هرچند طی سالیان گذشته و پس از تصویب قانون بازار اوراق بهادار تلاش‌های بسیاری برای فراهم کردن زیرساخت‌های قانونی شده است، اما عدم اجرای این قوانین نیز عامل موثر دیگری برای ناکارایی اطلاعاتی بازار ایران است.

آگاروال (۲۰۰۸) پژوهشی را در زمینه رابطه بین نقدشوندگی و تمرکز مالکیت نهادی از دو منظر کژگزینی و کارایی اطلاعاتی انجام داد و به این نتیجه رسید که بین تمرکز مالکیت نهادی و نقدشوندگی رابطه غیرخطی وجود دارد. در سطوح مالکیت پایین‌تر فرضیه کژگزینی حاکم است و نقدشوندگی کاهش می‌یابد بنابراین کارایی اطلاعاتی دیده نمی‌شود. در حالی‌که با افزایش سطح مالکیت نهادها، نقدشوندگی افزایش می‌یابد و جز کژگزینی عدم تقارن اطلاعاتی با حضور این سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد که این امر موجب افزایش سطح اطمینان و کارایی اطلاعاتی می‌گردد [۱۳].

بوهل، برزسینسکی و ویلفلینگ (۲۰۰۹) در مطالعات خود به تاثیر حضور سرمایه‌گذاران نهادی در بازار سرمایه بر کارایی اطلاعاتی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت‌ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده و دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند که در نتیجه آن کارایی اطلاعاتی که به عنوان یکی از انواع کارایی در بازار سرمایه می‌باشد، افزایش می‌یابد [۱۵].

چانگ، الدر و کیم (۲۰۱۰) پژوهشی را با عنوان تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بهتر بر کارایی اطلاعاتی انجام دادند و

www.SID.ir

Archive of SID

به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی با ساختار حاکمیت بهتر ممکن است به طور غیرمستقیم، کارایی اطلاعاتی را از طریق توسعه نقدینگی بالاتر بهبود بخشند زیرا ساختار حاکمیت شرکتی بهتر، نقدینگی بیشتر بورس اوراق بهادار را می‌طلبد که در نتیجه منجر به بهبود کارایی اطلاعاتی می‌گردد [۱۷].

چانگ و هاو (۲۰۱۳) پژوهشی با عنوان تاثیر سرمایه گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که با توجه به حرفه‌ای بودن و آگاه بودن سرمایه‌گذاران نهادی به جای سرمایه‌گذاران فردی، آن‌ها انگیزه بیشتری برای دسترسی به اطلاعات و کسب سود پیدا می‌کنند در این صورت با پنهان کردن آن از سایر سرمایه‌گذاران می‌توانند در عدم تقارن اطلاعاتی و در نتیجه آن، کاهش کارایی اطلاعاتی نقش مهمی ایفا کنند [۱۶].

فریرا، میگوئل و کلارا (۲۰۱۳) پژوهشی را با عنوان تاثیر هیات‌مدیره موثر بر کارایی اطلاعاتی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که بین اثربخش‌بودن هیات‌مدیره و کارایی اطلاعاتی رابطه مستقیم وجود دارد، زیرا هیات‌مدیره به عنوان جزء اصلی حاکمیت شرکتی می‌باشد که نقش عمده‌ای را در کنار سهامداران و مدیرعامل در برابر ذی‌نفعان بر عهده دارد که در این صورت با اثربخش بودن آن، کارایی اطلاعاتی افزایش پیدا می‌کند [۱۸].

فتاحی، احمدی و ترکمان‌احمدی (۱۳۹۱)، در مطالعه خود تحت عنوان "بررسی فرضیه گام تصادفی در بازار سهام ایران با رویکردی مبتنی بر آزمون نسبت واریانس"، کارایی بورس اوراق بهادار تهران را با استفاده از آزمون‌های نسبت واریانس ارزیابی کرده و نتایج حاکی از رد گام تصادفی و در نتیجه عدم کارایی بازار بود [۱۰].

عباسیان و ذوالفقاری (۱۳۹۲)، پژوهشی را با عنوان "تحلیل پویای کارایی سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران توسط فیلتر کالمن" انجام دادند و کارایی بورس اوراق بهادار تهران در سطح ضعیف را با رویکردی نوین (کارایی در طول زمان یا تحلیل پویا) مورد بحث قرار دادند که طبق یافته‌های این پژوهش پس از سال ۱۳۸۲ نشانه‌هایی از حرکتی کند و آرام به سمت بهبود کارایی احساس می‌شود [۹].

۳- فرضیه‌های پژوهش

۳-۱- فرضیه اصلی

سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۳-۲- فرضیه های فرعی

۱) میزان مالکیت نهادی بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۲) میزان سهام شناور آزاد بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۳) میزان استقلال اعضای هیات مدیره بر کارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۴) میزان تمرکز مالکیت برکارایی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی است و از میان انواع پژوهش‌های توصیفی از نوع علی پس از وقوع است زیرا موضوع پژوهش، بررسی اثرگذاری و اثرپذیری دو متغیر حاکمیت شرکتی و کارایی اطلاعاتی است. بنابراین از روش رگرسیون چندمتغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است و از آنجا که می‌توان نتایج پژوهش را در فرایند تعیین ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها استفاده کرد از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف، از نوع کاربردی است. تحلیل داده‌ها نیز با استفاده از روش داده‌های ترکیبی صورت گرفته که برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده شده است. همچنین برای اطمینان از قابل اتکابودن نتایج از آزمون پیش فرض‌های مدل رگرسیون، برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرها از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف[1] و برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی میان متغیرها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. همچنین برای بررسی رابطه بین متغیرها از آزمون همبستگی پیرسون استفاده شده است.

جامعه آماری در نظر گرفته شده در پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه مورد مطالعه این پژوهش از بین جامعه آماری و با اعمال شرایط و محدودیت های متغیرهای آن و با توجه به محدوده ۵ ساله پژوهش، انتخاب شده است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذفی سیستماتیک استفاده شده است. بنابراین نمونه پژوهش، شامل شرکت‌هایی خواهد بود که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۱ (روند اعمال و انتخاب جامعه آماری با روش حذفی سیتماتیک)

ردیف	شرح	تعدادشرکت	باقی مانده
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده بورس اورق بهادار تهران تا سال ۱۳۸۶	-	۴۵۰
۲	معاملات سهام شرکت به طور فعال در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه در مورد سهام یاد شده اتفاق نیفتاده باشد.	۱۸۰	۲۳۰
۳	سال مالی شرکت به ۲۹ اسفند ختم شود.	۷۰	۱۶۰
۴	شرکت طی سال های ۱۳۹۱-۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداده باشد.	۲۰	۱۴۰
۵	جزء بانک‌ها و موسسات‌مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌مالی، شرکت‌های هلدینگ ، بیمه و لیزینگ‌ها نباشند.	۴۵	۹۵
۶	باقی مانده شرکت‌ها		۹۵

با اعمال محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و از بین ۲۰ صنعت، تعداد ۹۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است که با توجه به محدوده ۵ ساله پژوهش، تعداد ۴۷۵ مشاهده می‌باشد.

۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن

متغیرهای مستقل: سازوکارهای حاکمیت شرکتی

الف- میزان سهامداران نهادی

در این پژوهش برای محاسبه میزان مالکیت نهادی، از فرمول زیر استفاده شده است:

کل سهام منتشره شرکت / مجموع سهام در مالکیت سهامداران نهادی= میزان مالکیت نهادی

ب- میزان سهام شناور آزاد

در این پژوهش، برای محاسبه میزان سهام شناور آزاد از فرمول زیر استفاده شده است:

تعداد کل سهام / (تعداد سهام غیر قابل معامله - کل سهام شرکت) = میزان سهام شناور آزاد

ج- میزان استقلال اعضای هیات مدیره

در این پژوهش، برای اندازه‌گیری میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره، از فرمول زیر استفاده شده است:

کل اعضای هیات‌مدیره / تعداد اعضای غیرموظف = میزان استقلال اعضای هیات‌مدیره

د- میزان تمرکز مالکیت

در این پژوهش، برای اندازه‌گیری میزان تمرکز مالکیت، از شاخص هرفیندال هیرشمن[۲] استفاده شده است:

$$HHI=\sum_{i=1}^{n}\left(\text{میزان مالکیت سرمایه گذار نهادی i}\right)^2$$

عددی که از محاسبه این فرمول بدست می‌آید اگر به سمت یک میل کند تمرکز مالکیت رخ داده است و اگر به سمت صفر میل کند عدم تمرکز مالکیت رخ داده است.

متغیر وابسته: کارایی اطلاعاتی

در این پژوهش، برای محاسبه مقدار متغیر کارایی اطلاعاتی (IE)[۳]، از فرمول نسبت واریانس VR(n,m) برای هر سال استفاده شده است (پروتی و ویندیچ، ۲۰۱۲) [۱۹]. بدین منظور، مراحل زیر به ترتیب طی شده است و به ازای هر ۵ سال یک مقدار برای متغیر کارایی اطلاعاتی محاسبه گردیده است.

$$VR(n,m) - 1 \times (-1) = IE$$

IE= کارایی اطلاعاتی

VR (n,m) = نسبت واریانس برای هر سال

واریانس بازده های ماهانه برای مدت n ماه/ واریانس بازده های ماهانه برای مدت m ماه = VR(n,m)

m= دوره بلندمدت یا دوره ۱۲ماهه

n= دوره کوتاه مدت یا دوره ۶ماهه

بدین منظور در مرحله اول، بایستی بازده‌های ماهانه را برای هر سال طبق فرمول زیر محاسبه نمود:

$$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \times 100$$

R_t= بازده های ماهانه قیمت سهام P_t = قیمت سهام در پایان هر ماه

P_{t-1} = قیمت سهام در اول هر ماه یا قیمت سهام در پایان ماه قبل

در این صوت برای محاسبه صورت کسر، ابتدا بازده‌های ماهانه برای ۱۲ماه محاسبه می‌شود، سپس برای ۱۲بازده ماهانه یک واریانس استخراج می‌گردد.

$$n / X_i - X^{-})^2 = \sum(var$$

www.SID.ir

Archive of SID

در مرحله بعد برای محاسبه مخرج کسر، یک بار از بازده ماهانه ماه ۱تا ۶ واریانس گرفته می‌شود و همینطور از بازده ماهانه ماه ۲تا ۷ و ماه ۳ تا ۸ و ماه ۴ تا ۹ و ماه ۵ تا ۱۰ و ماه ۶ تا ۱۱ و ماه ۷ تا ۱۲ گرفتن واریانس ادامه می‌یابد. در این صورت هفت عدد واریانس محاسبه می‌گردد که در انتها از این هفت عدد واریانس، میانگین گرفته شده و در مخرج کسر نسبت واریانس از آن استفاده می‌شود.

در انتها، واریانس بازده‌های ماهانه برای ۱۲ ماه بر واریانس بازده‌های ماهانه برای هر ۶ ماه تقسیم می‌شود تا نسبت واریانس هر سال بدست آید. سپس در هر سال عدد نسبت واریانس منهای عدد یک می‌شود تا میزان انحراف نسبت واریانس از عدد یک بدست آید. سپس قدرمطلق عدد بدست آمده در عدد (۱-) ضرب می‌شود تا معیار کارایی اطلاعاتی بدست آید. به طور کلی در محاسبه کارایی اطلاعاتی هرچه نسبت واریانس به سمت عدد یک میل کند (چه از سمت اعداد منفی و چه از سمت اعداد مثبت) آن سال دارای کارایی اطلاعاتی است در غیر این صورت آن سال دارای کارایی اطلاعاتی نخواهد بود. اما زمانی که مقدار نسبت واریانس منهای عدد یک می‌شود، هرچه عبارت قدرمطلق به صفر میل کند بهتر است، زیرا با کسر کردن عدد (۱-) از نسبت واریانس، مبنا صفر خواهد بود و تبدیل به یک شاخص معکوس می‌گردد. در انتها برای اینکه عدد شاخص کارایی به شاخص مستقیم تبدیل شود ضربدر عدد منفی یک می‌شود. مشابه مراحل بالا برای ۴سال دیگر نیز مجددا تکرار شده است.

متغیرهای کنترلی

الف- نقدشوندگی

در این پژوهش برای محاسبه نقدشوندگی از فرمول زیر استفاده شده است:

جمع دارایی ها / (وجوه نقد و موجودی‌های نزد بانک‌ها + حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری)= نقدشوندگی

ب- اندازه شرکت

در این پژوهش، اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه در پایان دوره مالی محاسبه شده است.

N_t = تعداد سهام در پایان سال t

p_t = قیمت سهام در پایان سال t

$Size_t = ln\ (N_t * P_t)$

ج- قیمت سهام

در این پژوهش، برای محاسبه قیمت سهام از لگاریتم طبیعی آن استفاده شده است.

د- اهرم مالی

در این پژوهش، برای محاسبه اهرم مالی نیز از فرمول زیر استفاده شده است:

دارایی ها در پایان دوره مالی همان سال / بدهی های بلندمدت = اهرم مالی

هـ- ریسک سیستماتیک

واریانس بازده پرتفوی بازار/ (بازده اوراق بهادار و بازده پرتفوی بازار)COV= ریسک سیستماتیک

و- بازده دارایی ها

کل دارایی ها / سود خالص شرکت = (ROA) بازده دارایی‌ها

ی- سود یا زیان

سود یا زیان، متغیر مجازی (متغیر موهومی) است که در صورتی‌که شرکت در سال مورد بررسی زیان کسب کرده باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد.

۶- یافته های پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه‌و تحلیل داده‌های جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌ها از روش‌های آماری توصیفی و استنباطی استفاده شده است که به منظور انجام تجزیه‌و تحلیل‌های آماری به نرم افزار EVIEWS منتقل گردید.

۶-۱- تجزیه و تحلیل توصیفی

تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها در جداول شماره ۲ و ۳ ارائه شده است. کمترین مقدار کارایی اطلاعاتی برابر با (۰/۶۰۳-) و بیشترین مقدار آن برابر با (۰/۰۳۰-) می‌باشد و به صورت میانگین کارایی‌اطلاعاتی شرکت‌ها برابر با (۰/۲۲۲-) می‌باشد. کمترین مقدار مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی برابر با (۰/۲۲۵) و بیشترین مقدار آن برابر با (۰/۹۷۱) می‌باشد و به صورت میانگین مالکان‌نهادی ۷۴درصد مالکیت شرکت‌ها را عهده‌دار می‌باشند. کمترین مقدار سهام شناور آزاد (۰/۰۶۷) و بیشترین مقدار آن (۰/۵۵۰) می‌باشد و به صورت میانگین میزان مالکیت سهام شناور آزاد برابر با (۰/۲۶۱) می‌باشد. همچنین به صورت میانگین میزان اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات‌مدیره برابر با (۰/۶۲۷) می‌باشد. کمترین مقدار تمرکز مالکیت (۰/۰۱۰) و بیشترین مقدار آن (۰/۷۴۳) می باشد و به صورت میانگین تمرکز مالکیت در شرکت‌های جامعه آماری برابر با ۲۷ درصد مالکیت می‌باشد. کمترین مقدار نقدشوندگی شرکت (۰/۰۱۳) و بیشترین مقدار آن (۰/۶۹۴) می‌باشد و به صورت میانگین نقدشوندگی شرکت برابر با (۰/۲۷۶) می‌باشد. همچنین به صورت میانگین اندازه شرکت

www.SID.ir

Archive of SID

برابر با (۲۰/۰۷۳) می‌باشد. کمترین مقدار قیمت سهام (۵/۷۱۰) و بیشترین مقدار آن (۱۰/۷۳۴) و میانگین آن (۸/۰۸۹) می باشد. کمترین مقدار ریسک سیستماتیک (۳/۹۷۳-) و بیشترین مقدار آن (۳/۹۵۳-) می باشد و میانگین حساسیت نوسانات بازده اوراق بهادار در ازای نوسانات بازده پرتفوی بازار برابر با (۰/۲۱۵) می‌باشد. کمترین مقدار بازده دارایی‌ها برابر با (۰/۳۱۲-) و بیشترین مقدار آن (۰/۶۳۷) می‌باشد و به صورت میانگین مقدار (۰/۱۲۰) سود از دارایی‌های سرمایه‌گذاری شده شرکت بدست آمده است. همچنین به صورت میانگین اهرم مالی شرکت برابر با (۰/۵۹۵) می‌باشد که بیانگر میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت است.

با توجه به جدول شماره۳، در طی این ۵ سال و از بین ۴۷۵ مشاهده صورت گرفته، شرکت۴۴۰ بار سود کسب کرده است و تنها ۳۵ بار با زیان مواجه شده است.

نتایج مدل رگرسیونی، زمانی می‌تواند اعتبار داشته باشد که پیش‌فرض‌های بکارگیری آن برقرار باشد. یکی از این پیش‌فرض‌ها، نرمال بودن متغیر وابسته می‌باشد. برای نرمال بودن داده‌ها از آزمون کولموگروف- اسمیرنوف *(K-S)* استفاده شده است.

H_0: توزیع داده‌ها نرمال است.

H_1: توزیع داده‌ها نرمال نیست.

اگر Sig آزمون (سطح معنی‌داری آزمون) بیشتر از ۵ درصد باشد فرض H_1 رد شده و ادعای نرمال بودن توزیع داده‌ها پذیرفته می‌شود، در غیر این صورت فرض H_1 پذیرفته می‌گردد. در این پژوهش، نتیجه آزمون کولموگروف–اسمیرنوف نشان از نرمال بودن داده‌ها خصوصا متغیر وابسته دارد.

جدول شماره ۲: نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های کمی پژوهش

متغیر	نماد	مشاهدات	کوچکترین	بزرگترین	میانگین	انحراف معیار
کارایی اطلاعاتی	IE	۴۷۵	-۰/۶۰۳	-۰/۰۳۰	-۰/۲۲۲	۰/۱۳۲
مالکیت سرمایه گذاران نهادی	inst	۴۷۵	۰/۲۲۵	۰/۹۷۱	۰/۷۴۷	۰/۱۳۴
سهام شناور آزاد	Free Float	۴۷۵	۰/۰۶۷	۰/۵۵۰	۰/۲۶۱	۰/۱۱۲
استقلال اعضای هیات مدیره	IB	۴۷۵	۰	۱	۰/۶۲۷	۰/۲۰۱
میزان تمرکز مالکیت	con	۴۷۵	۰/۰۱۰	۰/۷۴۳	۰/۲۷۶	۰/۱۹۲
نقدشوندگی	Liquidity	۴۷۵	۰/۰۱۳	۰/۶۹۴	۰/۲۷۶	۰/۱۶۷
اندازه شرکت	Size	۴۷۵	۱۷/۰۴۷	۲۴/۱۱۳	۲۰/۰۷۳	۱/۳۲۳
قیمت سهام	Stock Prices	۴۷۵	۵/۷۱۰	۱۰/۷۳۴	۸/۰۸۹	۰/۸۹۲
ریسک سیستماتیک	Beta	۴۷۵	-۳/۹۷۳	-۳/۹۵۳	۰/۲۱۵	۱/۳۲۶
بازده دارایی ها	ROA	۴۷۵	-۰/۳۱۲	۰/۶۳۷	۰/۱۲۰	۰/۱۱۱
اهرم مالی	Lev	۴۷۵	۰/۴۰	۰/۹۷۱	۰/۵۹۵	۰/۱۷۸

جدول شماره۳: نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های کیفی پژوهش

متغیر	نماد	مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
سود یا (زیان)	LOSS	۴۷۵	سود (۰)	۴۴۰	۹۲/۷۰
			زیان (۱)	۳۵	۷/۳۰

۶-۲- آزمون فرضیه ها و نتایج آن ها

۶-۲-۱- نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد:

مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$IE_t = ß_0 + ß_1\ Inst_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$$

www.SID.ir

Archive of SID

H_0: مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد.

H_1:مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو

ابتدا برای تعیین روش به‌کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره F لیمر استفاده شده است. فرضیه‌های آماری این آزمون به شرح زیر است:

داده‌های ترکیبی = عرض از مبدا برای کلیه مقاطع یکسان است = H_0 = Pooled Data

داده‌های پانلی = عرض از مبدا برای تمامی مقاطع مختلف است = H_1= Panel Data

در این آزمون فرض H_0 مبنی بر همگن‌بودن داده‌هاست و در صورت تایید، می‌بایست تمامی داده‌ها را با یکدیگر ترکیب کرد و به وسیله یک رگرسیون کلاسیک تخمین پارامترها را انجام داد. در غیر این صورت داده‌ها را باید به صورت داده‌های پانلی در نظر گرفت. در صورتی‌که نتایج این آزمون، مبنی بر به‌کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی شود، می‌بایست برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا تصادفی استفاده شود که برای انتخاب یکی از این دو مدل باید آزمون هاسمن اجرا شود. فرض صفر آزمون هاسمن مبنی بر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل‌های رگرسیونی داده‌های تابلویی است. در الگوی اثرات تصادفی فرض می‌شود که همبستگی بین جزء خطا با متغیرهای توضیحی وجود ندارد اما در الگوی اثرات ثابت جزء خطا می‌تواند با متغیرهای توضیحی همبسته باشد.

بنابراین زمانی که سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو بیشتر از ۰/۰۵ باشد بدین معنی است که فرض صفر پذیرفته می‌شود، بنابراین برای تخمین پارامترها از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌کنیم و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیب شده مورد آزمون قرار خواهند گرفت. در غیر این صورت و در صورت رد فرضیه H_0، روش داده‌های پانلی پذیرفته می‌شود که برای تخمین پارامترها از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانلی آزمون می‌شوند.

بنابراین با توجه به نتایج حاصل از آزمون چاو که در جدول شماره ۴ ارائه شده است همانگونه که مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو (۰/۱۶۶) بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش (۰/۰۵) بوده در نتیجه فرضیه (H_0) مورد تایید قرار می‌گیرد و در نهایت مدل داده‌های pooled (روش ترکیبی) ارجح می‌باشد و دیگر نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد.

جدول شماره ۴: نتایج آزمون چاو (همسانی عرض از مبدا مقاطع)

فرضیه صفر (H_0)	مدل آزمون	میزان آماره (statistic)	سطح معنی داری (Prob.)	نتیجه آزمون
عرض از مبدا تمامی مقاطع برابر است	فرضیه فرعی اول	۱/۶۲۶	۰/۱۶۶	فرضیه (H_0) پذیرفته می‌شود

با توجه به جدول شماره ۴، سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو (۰/۱۶۶) بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل رگرسیون معمولی برای برازش انتخاب می‌شود. با توجه به جدول شماره ۵، میزان ضریب تعیین مدل برابر با (۰/۰۵) می‌باشد که نشان می‌دهد ۵ درصد تغییرات متغیر کارایی اطلاعاتی توسط متغیر مالکیت نهادی و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. میزان آماره دوربین واتسون نیز برابر با (۱/۹۴۷) می‌باشد. آزمون دوربین واتسون بیانگر این است که بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده توسط مدل رگرسیون تفاوت وجود دارد یا به عبارت دیگر بیانگر استقلال بین خطاهاست بنابراین چنانچه آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد فرض H_0 پذیرفته می‌شود. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون در این فرضیه (۱/۹۴۷) می‌باشد و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد در نتیجه همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد و فرض H_0 پذیرفته می‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۰۵) کمتر از سطح خطای مورد نظر (۵ درصد) بوده در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار می‌گردد، زیرا در آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون، فرض H_0 بیانگر معنی‌دار نبودن معادله رگرسیونی و فرض H_1 بیانگر معنی‌دار بودن معادله رگرسیونی است.

گام دوم: بررسی تایید یا رد فرضیه

نتایج جدول شماره ۵ نشان می‌دهد که میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با ضریب (۰/۳۵۹-) و معنی‌داری (۰/۰۲۴) تاثیر منفی بر کارایی اطلاعاتی دارد. زیرا سطح معنی‌داری مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (۰/۰۲۴) کمتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) می‌باشد بنابراین فرض H_0

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون فرضیه اول رد می‌شود و مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر کارایی اطلاعاتی تاثیرگذار می‌گردد اما با توجه به ضریب منفی مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (۰/۳۵۹-)، این تاثیر دارای اثر معکوس می‌باشد. همچنین از سایر متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، ریسک سیستماتیک با ضریب (۰/۰۴۷-) و سطح معنی‌داری (۰/۰۱۹) تاثیر منفی بر کارایی اطلاعاتی دارد. زیرا سطح معنی‌داری آن (۰/۰۱۹) کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد در نتیجه فرض H_0 رد می‌شود و نشان می‌دهد که ریسک سیستماتیک بر کارایی اطلاعاتی تاثیرگذار است اما به علت وجود ضریب منفی آن (۰/۰۴۷-) این تاثیر از نوع تاثیر معکوس می‌باشد. در مورد سایر متغیرهای کنترلی به علت بیشتر بودن سطح معنی‌داری آن‌ها نسبت به خطای موردنظر (۰/۰۵) فرض H_0 پذیرفته می‌شود بنابراین بیانگر این است که این متغیرهای کنترلی بر کارایی اطلاعاتی تاثیری ندارند.

جدول شماره ۵: نتیجه آزمون فرضیه اول

$IE_t = ß_0 + ß_1\ Inst_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$

متغیر وابسته: کارایی اطلاعاتی

متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.
		ضریب	میزان خطا		
مقدار ثابت	c	۰/۲۱۰-	۰/۳۲۰	۰/۶۵۷-	۰/۵۱۱
مالکیت سرمایه گذاران نهادی	Inst	۰/۳۵۹-	۰/۱۵۹	۲/۲۵۸-	۰/۰۲۴
نقدشوندگی	Liquidity	۰/۱۰۱	۰/۱۲۸	۰/۷۸۷	۰/۴۳۱
اندازه شرکت	Size	۰/۰۵۰	۰/۰۹۵	۰/۰۳۲	۰/۹۷۴
قیمت سهام	Stock Prices	۰/۰۵۱	۰/۰۸۱	۰/۰۵۷	۰/۹۵۳
ریسک سیستماتیک	Beta	۰/۰۴۷-	۰/۰۶۵	۳/۱۳۴-	۰/۰۱۹
بازده دارایی ها	ROA	۰/۲۱۱-	۰/۳۰۸	۰/۶۸۵-	۰/۴۹۳
سود یا (زیان)	Loss	۰/۰۸۷	۰/۱۰۴	۰/۸۴۴	۰/۳۹۹
اهرم مالی	Lev	۰/۰۹۰	۰/۱۶۰	۰/۵۶۳	۰/۵۷۳
آماره F		۲/۷۸۰	ضریب تعیین (R^2)		۰/۰۵۶
سطح معنی‌داری F (Prob.)		۰/۰۰۵	ضریب تعیین تعدیل شده (R^2A)		۰/۰۳۶
			آماره دوربین واتسون(D.W)		۱/۹۴۷
نوع آزمون پنل		میزان آماره (statistic)		سطح معنی داری (Prob.)	
آزمون چاو		۱/۶۲۶		۰/۱۶۶	
آزمون هاسمن		-		-	

۶-۲-۲- نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد:

سهام شناور آزاد بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$IE_t = ß_0 + ß_1\ Free\ Float_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$

H_0: مالکیت سهام شناور آزاد بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد.

H_1: مالکیت سهام شناور آزاد بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو

داده‌های ترکیبی = عرض از مبدا برای کلیه مقاطع یکسان است = H_0 = Pooled Data

داده‌های پانلی = عرض از مبدا برای تمامی مقاطع مختلف است = H_1= Panel Data

نتایج حاصل از آزمون چاو در جدول شماره ۶ ارائه شده است همانگونه که مشاهده می‌شود فرضیه (H_0) مورد تایید قرار می‌گیرد زیرا سطح معنی‌داری آزمون (۰/۱۲۴) بالاتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین برای تخمین پارامترها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته اند. بنابراین مدل داده‌های pooled (روش ترکیبی) ارجح می‌باشد و دیگر نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد.

با توجه به جدول شماره ۶، سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو (۰/۱۲۴) بالاتر از سطح خطای مورد نظر بوده و مدل رگرسیون معمولی برای برازش انتخاب می‌شود. با توجه به جدول شماره۷ میزان ضریب تعیین مدل برابر با (۰/۰۴) می‌باشد که نشان می‌دهد ۴ درصد تغییرات متغیر کارایی اطلاعاتی توسط متغیر سهام شناور آزاد و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. آزمون دوربین واتسون بیانگر

www.SID.ir

Archive of SID

استقلال بین خطاهاست بنابراین چنانچه آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد فرض H_0 پذیرفته می‌شود. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون در این فرضیه (۱/۹۶۲) می‌باشد و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد و فرض H_0 پذیرفته می‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۴۸) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است زیرا در آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون، فرض H_0 بیانگر معنی‌دار نبودن معادله رگرسیونی و فرض H_1 بیانگر معنی‌دار بودن معادله رگرسیونی است.

جدول شماره ۶: نتایج آزمون چاو (همسانی عرض از مبدا مقاطع)

فرضیه صفر (H_0)	مدل آزمون	میزان آماره (statistic)	سطح معنی داری (Prob.)	نتیجه آزمون
عرض از مبدا تمامی مقاطع برابر است	فرضیه فرعی دوم	۱/۸۲۲	۰/۱۲۴	فرضیه (H_0) پذیرفته می‌شود

گام دوم: بررسی تایید یا رد فرضیه

نتایج جدول شماره ۷ نشان می‌دهد که سهام شناور آزاد با ضریب (۰/۰۶۲-) و معنی‌داری (۰/۷۱۹) تاثیری بر کارایی اطلاعاتی ندارد زیرا سطح معنی‌داری سهام شناور آزاد (۰/۷۱۹) بیشتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین فرض H_0پذیرفته می‌شود و در نتیجه مالکیت سهام شناور آزاد بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد. همچنین از سایر متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، ریسک سیستماتیک با ضریب (۰/۰۴۴-) و سطع معنی‌داری (۰/۰۰۳) تاثیر منفی بر کارایی اطلاعاتی دارد زیرا سطح معنی داری آن (۰/۰۰۳) کمتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) می باشد بنابراین فرض H_0 رد می‌شود و نشان می‌دهد که ریسک سیستماتیک بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد اما به علت وجود ضریب منفی آن (۰/۰۴۴-) این تاثیر دارای اثر معکوس می‌باشد. در مورد سایر متغیرهای کنترلی به علت بیشتر بودن سطح معنی‌داری آن‌ها نسبت به خطای موردنظر (۰/۰۵) فرض H_0 پذیرفته می‌شود و بیانگر این است که این متغیرهای کنترلی بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارند.

جدول شماره ۷: نتیجه آزمون فرضیه دوم

$$IE_t = ß_0 + ß_1\ Free\ Float_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$$

متغیر وابسته: کارایی اطلاعاتی

متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.
		ضریب	میزان خطا		
مقدار ثابت	c	۰/۳۹۷-	۰/۳۲۳	۱/۲۱۸-	۰/۲۲۳
سهام شناور آزاد	Free float	۰/۰۶۲-	۰/۱۷۵	۰/۳۵۹-	۰/۷۱۹
نقدشوندگی	Liquidity	۰/۰۵۲	۰/۱۳۱	۰/۴۰۲	۰/۶۸۷
اندازه شرکت	Size	۰/۰۳۳-	۰/۰۶۶	۰/۲۴۳-	۰/۸۰۸
قیمت سهام	Stock Prices	۰/۰۴۳	۰/۰۷۲	۰/۱۲۰	۰/۹۰۳
ریسک سیستماتیک	Beta	۰/۰۴۴-	۰/۰۶۵	۲/۹۰۵-	۰/۰۰۳
بازده دارایی ها	ROA	۰/۲۲۴-	۰/۳۶۵	۰/۶۱۳-	۰/۵۴۰
سود یا (زیان)	Loss	۰/۰۹۷	۰/۱۰۵	۰/۹۲۱	۰/۳۵۷
اهرم مالی	Lev	۰/۰۷۷	۰/۱۸۰	۰/۴۳۲	۰/۶۶۵
آماره F		۱/۹۷۲	ضریب تعیین (R^2)		۰/۰۴۱
سطح معنی داری F (Prob.)		۰/۰۴۸	ضریب تعیین تعدیل شده (R^2A)		۰/۰۲۰
			آماره دوربین واتسون(D.W)		۱/۹۶۲

نوع آزمون پنل	میزان آماره (statistic)	سطح معنی داری (Prob.)
آزمون چاو	۱/۸۲۲	۰/۱۲۴
آزمون هاسمن	-	-

www.SID.ir

Archive of SID

۶-۲-۳- نتیجه آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد:

استقلال اعضای هیات‌مدیره بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه سوم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$IE_t = ß_0 + ß_1\ BI_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$$

H_0: استقلال اعضای هیات‌مدیره بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد.

H_1: استقلال اعضای هیات‌مدیره بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده ها با استفاده از آزمون چاو

داده‌های ترکیبی = عرض از مبدا برای کلیه مقاطع یکسان است = H_0 = Pooled Data

داده‌های پانلی = عرض از مبدا برای تمامی مقاطع مختلف است = H_1= Panel Data

نتایج حاصل از آزمون چاو در جدول ۸ ارائه شده است همانگونه که مشاهده می‌شود فرضیه (H_0) مورد تایید قرار می‌گیرد زیرا سطح معنی‌داری آزمون (۰/۱۳۰) بالاتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین برای تخمین پارامترها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیب شده مورد آزمون قرار گرفته اند و در نهایت مدل داده‌های pooled (روش ترکیبی) ارجح می‌باشد و دیگر نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد.

جدول شماره ۸: نتایج آزمون چاو (همسانی عرض از مبدا مقاطع)

فرضیه صفر (H_0)	مدل آزمون	میزان آماره (statistic)	سطح معنی داری (Prob.)	نتیجه آزمون
عرض از مبدا تمامی مقاطع برابر است	فرضیه فرعی سوم	۱/۷۹۰	۰/۱۳۰	فرضیه (H_0) پذیرفته می‌شود

با توجه به جدول شماره ۸، سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو (۰/۱۳۰) بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل رگرسیون معمولی برای برازش انتخاب می‌شود. با توجه به جدول شماره ۹، میزان ضریب تعیین مدل برابر با (۰/۰۴۶) می‌باشد که نشان می‌دهد ۴ درصد تغییرات متغیر کارایی اطلاعاتی توسط متغیر استقلال اعضای هیات‌مدیره و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. آزمون دوربین واتسون بیانگر استقلال بین خطاهاست بنابراین چنانچه آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد فرض H_0 پذیرفته می‌شود. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون در این فرضیه (۱/۹۷۶) می‌باشد و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد و فرض H_0 پذیرفته می‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۲۲) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است زیرا در آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون، فرض H_0 بیانگر معنی‌دار نبودن معادله رگرسیونی و فرض H_1 بیانگر معنی‌دار بودن معادله رگرسیونی است.

گام دوم: بررسی تایید یا رد فرضیه

نتایج جدول شماره ۹ نشان می‌دهد که استقلال اعضای هیات‌مدیره با ضریب (۰/۱۲۵-) و معنی‌داری (۰/۲۵۸) تاثیری بر کارایی اطلاعاتی ندارد زیرا سطح معنی‌داری استقلال اعضای هیات مدیره (۰/۲۵۸) بیشتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین فرض H_0 پذیرفته می‌شود در نتیجه استقلال اعضای هیات مدیره بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد. همچنین از سایر متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، ریسک سیستماتیک با ضریب (۰/۰۴۶-) و سطع معنی‌داری (۰/۰۰۱) تاثیر منفی بر کارایی اطلاعاتی دارد زیرا سطح معنی‌داری آن (۰/۰۰۱) کمتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) می‌باشد بنابراین فرض H_0 رد می شود و نشان می‌دهد که ریسک سیستماتیک بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد اما به علت وجود ضریب منفی آن (۰/۰۴۶-) این تاثیر دارای اثر معکوس می‌باشد. در مورد سایر متغیرهای کنترلی به علت بیشتر بودن سطح معنی‌داری آن‌ها نسبت به خطای موردنظر (۰/۰۵) فرض H_0 پذیرفته می‌شود و بیانگر این است که این متغیرهای کنترلی بر کارایی اطلاعاتی تاثیری ندارند.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۹: نتیجه آزمون فرضیه سوم

$IE_t = ß_0 + ß_1 BI_t + ß_2 Liquidity_t + ß_3 Size_t + ß_4 Stock\ price_t + ß_5 Beta_t + ß_6 Roa_t + ß_7 Loss_t + ß_8 Lev_t + e_{i,t}$				
متغیر وابسته: کارایی اطلاعاتی				
متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.
		ضریب	میزان خطا		
مقدار ثابت	c	-۰/۲۸۰	۰/۳۱۲	-۰/۸۹۸	۰/۳۶۹
استقلال اعضای هیات مدیره	BI	-۰/۱۲۵	۰/۱۱۰	-۱/۱۳۲	۰/۲۵۸
نقدشوندگی	Liquidity	۰/۰۳۸	۰/۱۲۶	۰/۳۰۷	۰/۷۵۹
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۴۴	۰/۰۵۵	-۰/۲۵۸	۰/۷۹۶
قیمت سهام	Stock Prices	-۰/۰۳۰	۰/۰۶۰	-۰/۰۲۳	۰/۹۸۱
ریسک سیستماتیک	Beta	-۰/۰۴۶	۰/۰۱۴	-۳/۱۲۲	۰/۰۰۱
بازده دارایی ها	ROA	-۰/۲۱۳	۰/۳۰۸	-۰/۶۹۴	۰/۴۸۷
سود یا (زیان)	Loss	۰/۱۰۱	۰/۱۰۲	۰/۹۹۳	۰/۳۲۱
اهرم مالی	Lev	۰/۰۵۷	۰/۱۵۶	۰/۳۶۶	۰/۷۱۳
آماره F		۲/۲۵۷	ضریب تعیین (R^2)		۰/۰۴۶
سطح معنی داری (Prob.) F		۰/۰۲۲	ضریب تعیین تعدیل شده (R^2A)		۰/۰۲۵
			آماره دوربین واتسون(D.W)		۱/۹۷۶
نوع آزمون پنل		میزان آماره (statistic)		سطح معنی داری (Prob.)	
آزمون چاو		۱/۷۹۰		۰/۱۳۰	
آزمون هاسمن		-		-	

۶-۲-۴- نتیجه آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم بیان می‌دارد:

میزان تمرکز مالکیت بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

برای آزمون فرضیه چهارم از مدل رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$IE_t = ß_0 + ß_1 Con_t + ß_2 Liquidity_t + ß_3 Size_t + ß_4 Stock\ price_t + ß_5 Beta_t + ß_6 Roa_t + ß_7 Loss_t + ß_8 Lev_t + e_{i,t}$

H_0: میزان تمرکز مالکیت بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد.

H_1: میزان تمرکز مالکیت بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد.

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون چاو

داده‌های ترکیبی = عرض از مبدا برای کلیه مقاطع یکسان است = H_0 = Pooled Data

داده‌های پانلی = عرض از مبدا برای تمامی مقاطع مختلف است = H_1= Panel Data

نتایج حاصل از آزمون چاو در جدول شماره ۱۰ ارائه شده است همانگونه که مشاهده می‌شود فرضیه (H_0) مورد تایید قرار می‌گیرد زیرا سطح معنی‌داری آزمون (۰/۱۲۵) بالاتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین برای تخمین پارامترها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش داده‌های ترکیب شده مورد آزمون قرار گرفته اند و در نهایت مدل داده‌های pooled (روش ترکیبی) ارجح می‌باشد و دیگر نیازی به آزمون هاسمن نمی‌باشد.

جدول شماره ۱۰: نتایج آزمون چاو (همسانی عرض از مبدا مقاطع)

فرضیه صفر (H_0)	مدل آزمون	میزان آماره (statistic)	سطح معنی داری (Prob.)	نتیجه آزمون
عرض از مبدا تمامی مقاطع برابر است	فرضیه فرعی چهارم	۱،۸۱۴	۰،۱۲۵	فرضیه (H_0) پذیرفته می‌شود

با توجه به جدول شماره ۱۰، سطح معنی‌داری آماره آزمون چاو (۰/۱۲۵) بالاتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و مدل رگرسیون معمولی برای برازش انتخاب می‌شود. با توجه به شماره ۱۱، میزان ضریب تعیین مدل برابر با (۰/۰۳۷) می‌باشد که نشان می‌دهد ۳ درصد تغییرات متغیر کارایی اطلاعاتی

www.SID.ir

Archive of SID

توسط میزان تمرکز مالکیت و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. آزمون دوربین واتسون بیانگر استقلال بین خطاهاست بنابراین چنانچه آماره دوربین واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار گیرد فرض H_0 پذیرفته می‌شود. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون در این فرضیه (۱/۹۵۸) می‌باشد و در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، در نتیجه همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد و فرض H_0 پذیرفته می‌گردد. سطح معنی‌داری آماره F (۰/۰۴۹) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده در نتیجه فرض صفر رد می‌شود و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است زیرا در آزمون معنی‌داری مدل رگرسیون، فرض H_0 بیانگر معنی‌دار نبودن معادله رگرسیونی و فرض H_1 بیانگر معنی‌دار بودن معادله رگرسیونی است.

گام دوم: بررسی تایید یا رد فرضیه

نتایج جدول شماره ۱۱ نشان می‌دهد که میزان تمرکز مالکیت با ضریب (۰/۰۲۹-) و معنی‌داری (۰/۷۸۰) تاثیری بر کارایی اطلاعاتی ندارد زیرا سطح معنی‌داری تمرکز مالکیت (۰/۷۸۰) بیشتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) است بنابراین فرض H_0 پذیرفته می‌شود، در نتیجه تمرکز مالکیت بر کارایی اطلاعاتی تاثیر ندارد. همچنین از سایر متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، ریسک سیستماتیک با ضریب (۰/۰۴۷-) و سطع معنی‌داری (۰/۰۰۴) تاثیر منفی بر کارایی اطلاعاتی دارد زیرا سطح معنی‌داری آن (۰/۰۰۴) کمتر از سطح خطای موردنظر (۰/۰۵) می‌باشد بنابراین فرض H_0 رد می شود و نشان می‌دهد که ریسک سیستماتیک بر کارایی اطلاعاتی تاثیر دارد اما به علت وجود ضریب منفی آن (۰/۰۴۷-) این تاثیر دارای اثر معکوس می‌باشد. در مورد سایر متغیرهای کنترلی به علت بیشتر بودن سطح معنی‌داری آن‌ها نسبت به خطای موردنظر (۰/۰۵) فرض H_0 پذیرفته می‌شود و بیانگر این است که این متغیرهای کنترلی بر کارایی اطلاعاتی تاثیری ندارند.

جدول شماره ۱۱: نتیجه آزمون فرضیه چهارم

$IE_t = ß_0 + ß_1\ Con_t + ß_2\ Liquidity_t + ß_3\ Size_t + ß_4\ Stock\ price_t + ß_5\ Beta_t + ß_6\ Roa_t + ß_7\ Loss_t + ß_8\ Lev_t + e_{i,t}$

متغیر وابسته: کارایی اطلاعاتی

متغیر	نماد	ضرایب استاندارد نشده		آماره t	Prob.
		ضریب	میزان خطا		
مقدار ثابت	c	۰/۳۴۴-	۰/۲۹۷	۱/۱۵۷-	۰/۲۴۷
تمرکز مالکیت	con	۰/۰۲۹-	۰/۱۰۶	۰/۲۷۹-	۰/۷۸۰
نقدشوندگی	Liquidity	۰/۰۷۷	۰/۱۳۶	۰/۵۶۵	۰/۵۷۱
اندازه شرکت	Size	۰/۰۴۵-	۰/۰۷۵	۰/۳۳۰-	۰/۷۴۱
قیمت سهام	Stock Prices	۰/۰۳۷-	۰/۰۵۵	۰/۲۹۷-	۰/۷۶۶
ریسک سیستماتیک	Beta	۰/۰۴۷-	۰/۰۸۵	۲/۸۹-	۰/۰۰۴
بازده دارایی ها	ROA	۰/۱۴۶-	۰/۲۷۴	۰/۵۳۳-	۰/۵۹۳
سود یا (زیان)	Loss	۰/۱۲۹	۰/۰۸۴	۱/۵۳۵	۰/۱۲۵
اهرم مالی	Lev	۰/۱۰۷	۰/۱۲۲	۰/۸۷۲	۰/۳۸۳
آماره F		۲/۰۲۷	ضریب تعیین (R^2)		۰/۰۳۷
سطح معنی داری F (Prob.)		۰/۰۴۹	ضریب تعیین تعدیل شده (R^2A)		۰/۰۱۹
			آماره دوربین واتسون(D.W)		۱,۹۵۸
نوع آزمون پنل		میزان آماره (statistic)		سطح معنی داری (Prob.)	
آزمون چاو		۱/۸۱۴		۰/۱۲۵	
آزمون هاسمن		-		-	

۷- نتیجه گیری و بحث

نتایج حاصل از تعیین تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی با استفاده از اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و آزمون فرضیه‌های این پژوهش نشان داد که در مجموع سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش تاثیری بر بهبود کارایی اطلاعاتی سهام ندارند و حتی

www.SID.ir

Archive of SID

مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی نیز، بر کارایی اطلاعاتی تاثیر معکوس دارند.

یافته‌ها و نتایج پژوهش با یافته‌ها و نتایج پژوهش‌های مشابه انجام شده در خارج از کشور همچون چانگ و هاو (۲۰۱۳) مطابقت دارد و با یافته‌ها و نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط روبین (۲۰۰۷)، آگاروال (۲۰۰۸)، بوهل، برزسینسکی و ویلفلینگ (۲۰۰۹)، بوهمر و کلی (۲۰۰۹)، چانگ، الدر و کیم(۲۰۱۰) و همچنین فریرا، میگوئل و کلارا (۲۰۱۳) مطابقت ندارد.

به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت که درحال حاضر در بورس ایران، به دلیل پررنگ‌بودن نقش سهامداران عمده و بی‌توجهی به سهامداران خرد و سایر ذی‌نفعان، سازوکارهای حاکمیت شرکتی نمی‌تواند نقش مهمی در کاهش فضای عدم‌تقارن‌اطلاعاتی و افزایش کارایی اطلاعاتی بورس ایفا نماید، زیرا سهامداران جزء هیچ‌گونه ابزاری جهت نظارت بر مدیران و حتی اطلاع از مصوبات هیات‌مدیره و دسترسی به صورت‌های مالی کامل، ندارند. در حالی‌که در آیین‌نامه شرکتی، پیش بینی شده است که بایستی شرکت‌های بورسی (که مشمول آیین‌نامه حاکمیتی شرکت‌ها می‌شوند) دارای پایگاه اطلاع‌رسانی الکترونیکی باشند و کلیه اخبار و آمار و اطلاعات مالی را به موقع در اختیار همه سهامداران بگذارند و در هیات رئیسه مجمع و همچنین در هیات‌مدیره شرکت نیز از بین سهامداران جزء نیز نماینده وجود داشته باشد تا احتمال تخلف کاهش یابد. همچنین وضعیت بازار سرمایه، ساختار مالکیت شرکت‌ها و تفکیک ناچیز مالکیت از مدیریت و غلبه اقتصاد دولتی در ایران، باعث شده است تا پاسخگویی و رعایت اصول حاکمیت شرکتی نزد بسیاری از مدیران واحدهای اقتصادی ضرورتی نداشته و از اولویت لازم برخوردار نباشد و در شرکت‌های ما نیز توجه به این اصل کمرنگ باشد. بنابراین تا زمانی‌که چنین فرهنگی تعدیل نگردد و حاکمیت شرکتی توسط دولت به عنوان ذی‌نفع اصلی پذیرفته و اجرا نشود، نمی‌توان انتظار یک نظام حاکمیت شرکتی مناسب را داشت. بنابراین:

۱. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، به جنبه کنترلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر روی شرکت‌ها و فضای اطلاعاتی آن‌ها اتکا نکنند زیرا قوت حاکمیت شرکتی، به عنوان مزیت نسبی در حوزه بهبود کارایی اطلاعاتی سهام محسوب نمی‌شود و حتی در تصمیمات سرمایه‌گذاری، به مالکیت سهامداران نهادی به عنوان یک عامل کاهنده کارایی اطلاعاتی توجه داشته باشند، زیرا موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و ناکارایی بازار می‌گردد.

۲. به سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد که به عنوان نهادی نظارتی در بازار سرمایه ایران، در خصوص اجرای سازوکارهای حاکمیت شرکتی، در جهت نظارت بر ارکان حاکمیت شرکتی و حسن اجرای وظایف هر بخش دقت لازم را به عمل آورد تا ضمن بازنگری بر سازوکارها، ضمانت اجرایی و اثربخشی آن‌ها را نیز تقویت نمایند.

۳. به مسئولان و مدیران شرکت‌های فعال در بورس پیشنهاد می‌شود همزمان با اجرای آیین‌نامه‌های حاکمیت شرکتی باید به این نکته نیز توجه کنند که تنها اجرای آیین‌نامه باعث رونق و کارایی بیشتر بازار نخواهد شد و باید ابزارهای دیگری که در آیین‌نامه‌های حاکمیت شرکتی تعریف شده و همگی بازار را در جهت صحیح هدایت می‌کنند نیز به کار گرفته شوند تا سهامداران بتوانند با اعتماد بیشتر و درک درست از شرایط، تصمیم گرفته و معامله کنند.

فهرست منابع

* پورعلی، محمدرضا و حجامی، محدثه، (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت (علمی-پژوهشی)، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۱۵۷-۱۴۲.
* حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران. فصلنامه حسابرس، شماره ۳۲، جلد ۷، صص ۳۳-۳۹.
* دارابی، رویا و امام جمعه، سیمین، (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر صحت پیش بینی سود، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت (علمی-پژوهشی)، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۷۸-۶۲.
* رهنمای رودپشتی، فریدون و صالحی اله کرم، (۱۳۸۹)، مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری، چاپ دوم، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی، صص ۵۰۳- ۴۹۶.
* سپاسی، سحر و اسمعیلی کجانی، محمد، (۱۳۹۳)، ارائه مدلی برای تبیین رابطه میان حاکمیت شرکتی و افشای زیست محیطی مبتنی بر رویکرد مدیریت هزینه، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت (علمی-پژوهشی)، سال سوم، شماره ۹، صص ۱۶۵-۱۵۳.
* سلیمی فر، مصطفی و شیرزور، زهرا، (۱۳۸۹)، بررسی کارایی اطلاعاتی بازار بورس به روش آزمون نسبت واریانس، مجله دانش و توسعه (علمی-پژوهشی)، شماره ۳۱، صص ۵۹-۳۰.

www.SID.ir

Archive of SID

* سینایی، حسنعلی و داوودی، عبدالله، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه شفاف سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، شماره ۱۱، جلد ۲۷، صص۴۳-۰ .
* سینا قدس، علی، (۱۳۸۷)، حاکمیت شرکتی، تدبیر سال نوزدهم، شماره ۱۹۵، مرداد۸۷ .
* عباسیان، عزت الله و ذوالفقاری، مریم، (۱۳۹۲)، تحلیل پویای کارایی سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران توسط فیلتر کالمن، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی سال بیست و یکم، شماره ۶۵، بهار ۱۳۹۲، صفحات ۲۳۱ –۲۵۴.
* فتاحی، شهرام، احمدی، آرش و ترکمان احمدی، معصومه، (۱۳۹۱)، بررسی فرضیه گام تصادفی در بازار سهام ایران با رویکردی مبتنی بر آزمون نسبت واریانس، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۱۹(۳)، صص ۹۸-۷۹.
* نمازی، محمد و شوشتریان، زکیه، (۱۳۷۴)، بررسی کارایی بازار بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۷ و ۸، صص ۱۰۴-۸۲ .
* نوروش، ایرج و ابراهیمی کردلر، علی، (۱۳۸۸)، بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص۱۲۴-۹۷.
* 13.Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity (2008); Working
* paper. http://ssrn.com/
* 14.Boehmer, E. and Kelley E. (2009). Institutional Investors and The Informational Efficiency of Prices, Review of Financial Studies 22, 3563-3594.
* 15.Bohl, M. Brzezcynski, J. and Wilfling, B. (2009). Institutional investors and stock returns Volatility: Emperical evidence from a natural experiment, Journal of Banking & Finance, Vol 33,pp. 627-639.
* 16.Chung, H. and Hao, Zh. (2013). Corporate governance and institutional ownership, Journal of Financial and Quantitative Analysis 45, 401-440.
* 17.Chung, H., Elder J. and Kim, Ch. (2010). Corporate governance and liquidity, Journal of Financial and Quantitative Analysis 45, 265-291.
* 18.Ferreira, D., Miguel A. and Clara C. (2013). Board structure and price informativeness, Journal of Financial Economics, Vol. 93, pp. 1155-77.
* 19.Perotti Pietro .and Windisch David (2012). Managerial Discretion in Accruals and Informational Efficiency. Review of Accounting Studies, 15: 779-807.
* 20-Rubin A, (2007) Ownership level, ownership concentration and liquidity. Journal of Financial Markets, 10(3): 219–248.
* 21.Shingo, I. (2001)." Considering the Free Float-Adjustment of the Topix: The Need For New Index and Possibe Effects of Implementation", NLI Research Institute. No.150.

یادداشت‌ها

1. Klomogorov-Smironov Test
2. *Durbin-Watson Test*
3. *Herfindal Hirshman*
4. *Informational Efficiency*

www.SID.ir