پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، سال چهارم، شماره پانزدهم، پاییز ۱۳۹۱، از صفحه ۶۳ تا ۸۳

# تأثیر برخی ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود فصلی با استفاده از روش خودبازگشت برداری

محسن دستگیر*  جواد آقانقی**  امیر رسائیان***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۰۴/۱۰  تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۶/۱۲

## چکیده

در این پژوهش تأثیر برخی ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده فصلی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. به همین منظور نمونه‌ای مشتمل بر ۳۲۶ اعلامیه سود مربوط به ۱۵۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ انتخاب گردید. جهت آزمون فرضیه‌ها از روش خودبازگشت برداری(VAR) استفاده شده است. معیارهای مورد استفاده جهت ابزارهای حاکمیت شرکتی، درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره می‌باشد. متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی (که خود، از معیارهای نقدشوندگی سهام می‌باشد) مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج به دست آمده نشانگر عدم تأثیرگذاری متغیرهای درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده فصلی بوده و بیانگر این مطلب می‌باشد که ابزارهای انتخابی حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه‌های سود فصلی تأثیرگذار نیست.

**واژهای کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سهامداران نهادی، اعضای غیر موظف هیات مدیره، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نقدشوندگی سهام.

* استاد دانشگاه شهید چمران اهواز، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات dastmw@yahoo.com

** کارشناس ارشد رشته حسابداری از دانشگاه آزاد اسلامی- واحد مبارکه.

*** کارشناس ارشد رشته حسابداری از دانشگاه مازندران.

Archive of SID

www.SID.ir

## ۱- مقدمه

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام[1] به عنوان یکی از معیارهای مهم عدم تقارن اطلاعاتی، اخیرا از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار گشته است (احمدپور و رسائیان،۱۳۸۵:۳۰). حاکمیت شرکتی بر شفافیت و افشای اطلاعات و حذف اطلاعات درونی تأکید داشته و با استفاده از تمهیدات و مکانیزم‌هایی سعی در عدم تمرکز قدرت در شرکت‌ها، تفکیک کامل مدیریت از مالکیت و سعی در رعایت صرفه و صلاح سهامداران به طور یکسان دارد (شلیفر و ویشنی[2]،۳۸:۱۹۹۷). ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مقوله‌های زیادی را شامل می‌شود که دو مورد بسیار مهم آن، درصد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت و دیگری درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره است. اگر افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت گردد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش یافته و در نتیجه نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. اما چنانچه افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت گردد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش و نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد (اعتمادی و همکاران،۱۳۸۹:۳۱). پژوهش حاضر به منظور فراهم نمودن شواهدی در ارتباط با تأثیر ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده فصلی صورت گرفته است.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظام مناسب راهبری شرکتی به دنبال استقرار چارچوبی مدون و مکانیزم‌های مناسب برای برقراری رابطه‌ای متعادل میان منافع سهامداران جزء از یک سو و سهامداران کنترلی یا اکثریت از سوی دیگر می‌باشد (شلیفر و ویشنی،۳۸:۱۹۹۷).

1. Bid-Ask spread
2. Shleifer and Vishny

Archive of SID

www.SID.ir

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می‌گردد: هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه‌های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست. هزینه‌های انتخاب نادرست از اجزای بسیار با اهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بوده که ناشی از عدم تقارن اطلاعات در مورد سهام شرکت می‌باشند. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه‌های انتخاب نادرست را افزایش و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد(احمدپور و رسائیان، ۱۳۸۵: ۳۸).

چانگ و همکاران[1] (۲۰۱۰) به بررسی رابطه تجربی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کم‌تری داشته و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی نیز در آن‌ها کم‌تر می‌باشد. علاوه بر این، آن‌ها نشان دادند که تغییرات در معیارهای نقدشوندگی ارتباط معنی‌داری با تغییرات در شاخص حاکمیت شرکتی در طول زمان دارد. احتمالا شرکت‌ها با به‌کارگیری استانداردهای حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش و از این طریق، نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند.

کاناگارتنام و همکاران[2] (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییرات نقدشوندگی سهام، قبل و بعد از آگهی‌های سود سه ماهه پرداختند. آن‌ها نقدشوندگی سهام را با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اندازه گیری کردند. معیارهای حاکمیت شرکتی پژوهش آن‌ها شامل استقلال هیات مدیره، اثربخشی هیات مدیره، فعالیت‌های هیات مدیره و درصد سهام متعلق به مدیران و کارکنان می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر آن است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه‌ای منفی و معنی‌دار دارد. یعنی فرضیهٔ وجود رابطهٔ مثبت و معنی‌دار بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام

1. Chung and and et. al
2. Kanagartenam and et. al

Archive of SID

www.SID.ir

مورد تأیید می‌باشد. کارامانو و وافیس[1] ( ۲۰۰۵) نشان دادند که شرکت‌های دارای هیات مدیره کاراتر نتیجتا پیش‌بینی‌های سود مناسب‌تر و دقیق‌تری خواهند داشت. کیفیت بالاتر هیات مدیره (به لحاظ کارایی) باید با مقادیر و میزان دقت پیش‌بینی‌های سود و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون سود اعلام شده در ارتباط باشد . لئوز و همکاران[2] (۲۰۰۳) با به‌کارگیری معیارهای متعددی از حاکمیت شرکتی از جمله اعضای غیر موظف هیات مدیره نشان دادند که حاکمیت شرکتی قوی و مؤثر با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت باعث افزایش شفافیت مالی و عملیاتی می‌گردد و نقدشوندگی سهام را از طریق کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌دهد.

جنینگز و همکاران[3] (۲۰۰۲) به بررسی رابطهٔ سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بورس نزدک[4] پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که درصد بالای سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی به طور معنی‌داری بسته به نوع نهادهای سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند و بستگی به بزرگ‌ترین بلوک سهام که توسط یک نهاد نگهداری می‌شود دارد. اکر و دیگران[5] (۲۰۰۲) نمونه ای شامل ۱۹۵شرکت انگلیسی در بورس سهام لندن را از سال ۱۹۸۶تا ۱۹۹۴بررسی واثبات نمودند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش از ۱۵روز قبل از اعلان سود کاهش می‌یابد و حداکثر تا ۹۰ روز بعد از اعلان سود همچنان محدود می‌ماند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر تغییرات اندک در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات پیرامون زمان اعلان سود می‌باشد. سارین و همکاران[6]

1. Karamanou and Vafeas
2. Leuz and et. al
3. Jennings and et. al
4. NASDAQ
5. Acker and et. al
6. Sarin and et. al

Archive of SID

www.SID.ir

(۱۹۹۶) به وجود رابطه مثبت بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی برای نمونه ای شامل ۷۸۶ سهم از NYSE و AMEX پی بردند.

دریائی و همکاران (۱۳۹۰) با انتخاب نمونه‌ای مشتمل بر ۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معنی‌داری بین نرخ حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی در سطح معناداری نود و پنج درصد وجود دارد.

ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۹) به بررسی رابطه درصد سهام بلوکی در دست سهامداران (معیاری از پراکندگی سهام) و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداختند و در راستای آن اطلاعات هفت ساله (۸۱ – ۸۷) یکصد و پنجاه شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش بیان‌گر آن است که بین پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه ابزارهای حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان متغیر مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۱ تا ۸۵ پرداختند، که نتایج به‌دست آمده بیانگر آن بوده است که بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

کاشانی‌پور و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام پرداختند که در این راستا نمونه ای مشتمل بر ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ که حداقل ۱۰۰ روز از سال در بورس معامله داشته‌اند را انتخاب نمودند. نتایج مؤید این مطلب بوده که شرکت‌هایی با ساختار هیات مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیات مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی بازار بیش‌تری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند. در واقع، شرکت‌هایی که امتیاز بیش‌تری از لحاظ کیفیت حاکمیت شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کم‌تر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای

Archive of SID

www.SID.ir

بیشتری را دارا بوده‌اند.

رحیمیان و همکاران(۱۳۸۸) به بررسی رابطه میان تغییرات نقدینگی بازار در اطراف اعلامیه‌های سود(۱۰ روز قبل و بعد از اعلام سود پیش‌بینی شده) و سازوکارهای حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۳ تا ۸۶ پرداختند. برای بررسی این رابطه از برخی آزمون‌های ناپارامتریک آماری استفاده نمودند و نتایج بدست آمده نشان داد که میان نسبت مدیران غیر موظف هیات مدیره و واحد حسابرسی داخلی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی‌داری وجود ندارد ولی میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.

در پژوهش‌های دیگر همچون کاناگارتنام (۲۰۰۷) و ... و برخی پژوهش‌های داخلی همچون پژوهش‌های احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵)، رحیمیان و همکاران(۱۳۸۸) و ... از متغیرهای اندازه شرکت، قیمت سهام، حجم معاملات سهام و نوسانات بازده سهام به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است. در این پژوهش نیز از متغیرهای کنترلی یاد شده استفاده می‌شود. تفاوت اصلی پژوهش حاضر با برخی پژوهش‌های داخلی قبلی در روش‌های آماری مورد استفاده، دوره زمانی پژوهش و یا تفاوت در متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده می‌باشد.

## ۳- روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی – همبستگی بوده و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است و می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین نوع پژوهش کاربردی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون خودبازگشت برداری استفاده می‌شود.

در راستای نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌ها به این شرح تدوین شده‌اند:

ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیردارد.

Archive of SID

www.SID.ir

در نتیجه با توجه به مطالب فوق، دو فرضیه فرعی زیر مطرح می‌گردند:

۱ – درصد سرمایه‌گذاران نهادی بر تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلام سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیردارد.

۲ – درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلام سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیردارد.

## ۳-۱- سنجش متغیرهای پژوهش

در این پژوهش رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و همچنین معیارهای اندازه شرکت، قیمت سهام، حجم معاملات و نوسانات بازده سهام به عنوان متغیرهای کنترل و معیاری که نشان‌دهنده زمان اعلام سود است (سه ماهه دوم یا سوم ) تحت عنوان متغیر مجازی بررسی گردیده است.

درصد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است، با استفاده از رابطه شماره (۱) که در پژوهش کاناگارتنام و همکاران (۲۰۰۹) و برخی از پژوهش‌های داخلی همچون پژوهش‌های احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵)، ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۸)، صلواتی و رسائیان (۱۳۸۶)، پژوهش‌های مهرانی و رسائیان (۱۳۸۸)، هاشمی و رسائیان (۱۳۸۸)، اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) و رحیمیان و همکاران (۱۳۸۸) به‌کار گرفته شده است، به‌دست می‌آید.

$$BA_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{\frac{AP_{i,t} + BP_{i,t}}{2}} \qquad (۱)$$

Archive of SID

www.SID.ir

i= نمونه مورد بررسی

$BA_{i,t}$ = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام شرکت i در هر روز

$AP_{i,t}$ = بهترین قیمت قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز

$BP_{i,t}$ = بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز

درصد سهامداران نهادی: سهامداران نهادی به سهامدارانی اطلاق می‌شود که دارای حداقل ۵ درصد از سهام منتشره شرکت باشند(آئین‌نامه نظام راهبری شرکت، ۱۳۸۵). در نهایت درصد سهام متعلق به دارندگان بلوک‌های سهام به عنوان متغیر مستقل پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره: یکی از مهم‌ترین سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی، ترکیب هیات مدیره و نسبت حضور اعضای غیرموظف در آن می‌باشد که به عنوان یکی از متغیرهای مستقل در این پژوهش مورد استفاده قرارگرفته است. حضور اعضای غیرموظف در هیات مدیره، از نشانه‌های حاکم بودن نظارت مؤثر بر شرکت می‌باشد .

درصد اعضای غیرموظف در هیات مدیره هر شرکت از طریق تقسیم تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره محاسبه می‌گردد.

اندازه شرکت : لگاریتم طبیعی جمع دارائی‌ها در پایان سال.

قیمت سهام : میانگین قیمت روزانه سهام.

نوسانات بازده سهام : تغییرات بازده سهام شرکت‌ها در پایان سال نسبت به سال قبل.

حجم معامله : لگاریتم طبیعی حجم معامله در روز اعلام سود.

### ۳-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه‌گیری در این پژوهش روش هدفمند برمبنای حذف سیستماتیک می‌باشد، لذا شرکت‌های نمونه شامل تمامی شرکت‌های عضوجامعه بوده که حائز شرایط زیر باشند:

Archive of SID

www.SID.ir

الف) قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۸۳، سهام آن‌ها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

ب) نباید در طول سال‌های ۱۳۸۳–۱۳۸۸ معاملاتشان در بورس، دچار وقفه شده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها باید در طول سال‌های مذکور در بورس، فعال بوده و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.

ج) سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و نباید در فاصله سال‌های۱۳۸۳–۱۳۸۸ تغییر سال مالی داده باشند.

د) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی نباشند.

و) دسترسی لازم به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آن‌ها وجود داشته باشد.

ه) در پایان سه ماهه سوم اعلام سود پیش‌بینی شده داشته باشند.

باتوجه به شرایط فوق نمونه مورد مطالعه مشتمل بر ۱۵۸ شرکت می‌باشد.

## ۳–۳– روش جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها

برای گردآوری اطلاعات لازم به منظور انجام این پژوهش از نرم افزار شرکت تدبیرپرداز و همچنین سایت شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

## ۳–۴– مدل مورد استفاده در پژوهش

با توجه به فرضیه پژوهش و مطالب گفته شده در مورد روش‌های آماری، از مدل رگرسیون چند متغیره به شرح رابطه (۲) استفاده می‌شود:

(۲)

$$BA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OUTD_{i,t} + \beta_2 INSTOWN_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \beta_5 VOLATILITY_{i,t} + \beta_6 VOLUME + \beta_7 DVQ + e$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0$$
$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

Archive of SID

www.SID.ir

$BAi,t$ = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت i در سال t

$OUTDi,t$ = درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره شرکت i در سال t

$INSTOWNi,t$ = درصد سرمایه‌گذاران نهادی شرکت i در سال t

$SIZEi,t$ = اندازه شرکت i در سال t (لگاریتم طبیعی مجموع دارائی‌ها در پایان سه ماهه سوم)

$PRICEi,t$= قیمت سهام شرکت i در سال t (میانگین قیمت روزانه سهام)

$VOLATILITYi,t$= نوسانات بازده سهام شرکت i در سال t

منظور از بازده سالانه سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم، مانند: مزایای ناشی از حق تقدم؛ سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره (رسائیان و اصغری، ۱۳۸۶). رابطه شماره ۳ بیانگر چگونگی محاسبه آن است:

(۳)

$$K_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_n) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}}$$

که در آن:

$K_t$= بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم $P_t$= قیمت سهم در انتهای سال مالی

$P_{t-1}$= قیمت سهم در ابتدای سال مالی $P_n$= ارزش اسمی سهم

$D_t$= سود نقدی ناخالص هرسهم $N_e$ = تعداد سهام افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته

$N_c$= تعداد سهام افزایش یافته از طریق آورده نقدی $N_t$ =تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه

*VOLUME*= حجم معامله (لگاریتم طبیعی حجم معامله در روز اعلام سود)

*DVQ* = سه ماهه دوم یا سوم (اعلام سود مربوط به سه ماه سوم باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد ۰)

Archive of SID

www.SID.ir

$\beta_0$ = نیز ضریب ثابت

$e$ =ضریب خطا که برای هر دوره مستقل ، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی می‌باشد.

### ۳-۵- آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از روش خودبازگشت برداری استفاده شده است. معیارهای مورد استفاده جهت ابزارهای حاکمیت شرکتی، درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بوده و همچنین متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی(که خود، از معیارهای نقدشوندگی سهام می‌باشد) مورد استفاده قرار گرفته است.

### ۳-۶- مدل خود بازگشت برداری (Vector Autoregressive Model)(VAR)

از رایج‌ترین الگوهای سری زمانی، الگوی خود بازگشت برداری یا همان VAR می‌باشد. VAR مجموعه‌ای از مدل‌های رگرسیون است(یعنی بیش از یک متغیر مستقل وجود دارد). از نکات مهم در این الگو بررسی ایستایی متغیرها می‌باشد.

ساده‌ترین موردی که در زمینه این مدل‌ها وجود دارد، VAR دو متغیره است که در آن تنها دو متغیر $y_{1t}$ , $y_{2t}$ وجود داردکه مقادیر جاری هر کدام از آن‌ها به ترکیبات متفاوتی از k مقدار قبلی هر دو متغیر و اجزاء خطا بستگی دارد.

(۴)

$$y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11}y_{1t} + \alpha_{11} y_{2t-1} + \dots + \alpha_{1k} y_{2t-k} + u_{1t}$$

$$y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21}y_{2t} + \alpha_{21} y_{1t-1} + \dots + \alpha_{2k}y_{1t-k} + u_{2t}$$

رابطه شماره ۴ مدل VAR(k) یعنی با k وقفه زمانی، می‌باشد.

متغیرهای مدل VAR به صورت بالا، همگی درون‌زا هستند یعنی مقدارشان در سیستم VAR تعیین می‌شود. اگر متغیری غیر از اینها در مدل باشد، به عنوان متغیر

Archive of SID

www.SID.ir

برون‌زا شناخته می‌شود چون مقدار آن خارج از سیستم VAR تعیین می‌شود.

معمولا برای شناسایی مدل برتر از معیارهای اطلاعاتی مختلفی استفاده می‌شود که سه نمونه از متداول‌ترین معیارهای اطلاعاتی عبارتند از : معیار اطلاعاتی آکائیک، شوارز بیزین و حنان- کویین. مدلی برتر می‌باشد که معیار اطلاعاتی آن حداقل باشد. نمایش جبری این سه معیار به ترتیب عبارتست از روابط ۵، ۶ و ۷ :

معیار آکائیک(Akaike's Information Criterion):

$$AIC= Ln(\sigma^2)+\frac{2K}{T} \qquad (۵)$$

معیار شوارز بیزین(Schwarz ,s Baycsian Criterion):

$$SBIC= Ln(\sigma^2)+\frac{K}{T}(LnT) \qquad (۶)$$

معیار حنان-کویین( Hannan-Quinn Criterion):

$$HQIC= Ln(\sigma^2)+\frac{2K}{T}Ln(Ln(T)) \qquad (۷)$$

که در این رابطه‌ها $\sigma^2$ واریانس پسماندها(که برابر با مجموع مربعات پسماندها تقسیم بر تعداد مشاهدات (T) می‌باشد)، $K=p+q+1$ است که برابر با تعداد کل پارامترهای برآورد شده است و T اندازه نمونه است (بروکز،۱۳۸۹).

## ۴- تجزیه و تحلیل نتایج

در این قسمت فرضیات با استفاده از روش خود بازگشت برداری آزمون می‌شوند. در این روش ابتدا باید مانایی متغیرها بررسی شود که در قسمت قبل آزمون شد. سپس باید طول وقفه مناسب الگو را به‌دست آوریم که برای این کار از روش معیار اطلاعاتی چندمتغیره استفاده می‌شود. در این روش با توجه به مقادیر مختلف معیار اطلاعاتی که شامل معیارهای آکائیک(AIC)، شوارتز(SC) و حنان –کویین(HQ) می‌باشند، نسبت به انتخاب طول وقفه مناسب تصمیم می‌گیریم. برای طول وقفه‌ها، طول وقفه‌ای که این معیارها کم‌ترین مقدار باشد، طول وقفه بهینه است. در جدول شماره (۱) خروجی این روش آمده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود معیارهای شوارتز و حنان- کویین برای

Archive of SID

www.SID.ir

طول وقفه صفرکم‌تر از بقیه است و معیار آکائیک برای طول وقفه ۲ کم‌تر می‌باشد. در نتیجه یک مدل VAR با وقفه صفر بر روی داده‌ها برازش می‌دهیم.

**جدول ۱- نتایج روش معیار اطلاعاتی چندمتغیره برای انتخاب طول وقفه**

| طول وقفه | AIC | SC | HQ |
|---|---|---|---|
| ۰ | ۲.۷۹۸۱ | ۲.۸۹۲۸ | ۲.۸۳۵۹ |
| ۱ | ۲.۸۰۲۲ | ۲.۹۰۸۶ | ۲.۸۴۴۷ |
| ۲ | ۲.۷۹۷۶ | ۲.۹۱۵۹ | ۲.۸۴۴۹ |
| ۳ | ۲.۸۰۳۹ | ۲.۹۳۴۰ | ۲.۸۵۵۸ |
| ۴ | ۲.۸۰۳۱ | ۲.۹۴۵۱ | ۲.۸۵۹۸ |
| ۵ | ۲.۸۰۹۱ | ۲.۹۶۲۹ | ۲.۸۷۰۵ |
| ۶ | ۲.۸۰۶۰ | ۲.۹۱۱۷ | ۲.۸۷۲۲ |
| ۷ | ۵.۸۰۴۹ | ۲.۹۸۲۳ | ۲.۸۷۵۸ |
| ۸ | ۲.۸۱۰۸ | ۳.۰۰۰۱ | ۲.۸۸۶۴ |

*منبع: یافته های پژوهشگر

جدول شماره (۲) مدل VAR برازش داده شده به داده‌ها را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار آماره t تنها برای متغیر DVQ بیش‌تر از مقدار این آماره در سطح ۰.۰۵ درصد(۱.۹۶) می‌باشد که نتیجه می‌شود فرض صفر(عدم وجود رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته) تنها برای متغیر DVQ رد می‌شود و تنها متغیر DVQ با متغیر وابسته رابطه دارد. با توجه به نتایج، فرضیه اول و دوم پذیرفته نمی‌شود یا به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره، با تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه‌ای ندارند.

Archive of SID

www.SID.ir

**جدول ۲- نتایج برازش مدل VAR**

| متغیر | ضریب | انحراف استاندارد | آماره t |
|---|---|---|---|
| C | −۰.۵۴ | −۱.۴۳ | −۰.۳۸ |
| SIZE | ۰.۱۴ | −۰.۶۲ | ۰.۲۳ |
| OUTD | −۰.۰۴ | −۰.۰۶ | −۰.۶۵ |
| INSTOWN | −۰.۰۳ | −۰.۰۶ | −۰.۵۲ |
| DVQ | ۰.۲۹ | −۰.۱۳ | ۲.۱۷ |
| PRICE | −۰.۰۴ | −۰.۱۲ | −۰.۳۰ |
| VOLUME | ۰.۰۲ | −۰.۰۶ | ۰.۲۹ |
| VOLATILITY | ۰.۰۶ | −۰.۰۶ | ۰.۹۹ |

*منبع: یافته های پژوهشگر

## ۵- نتیجه‌گیری

به طور کلی هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی وجود یا فقدان هرگونه رابطه بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ابزارهای حاکمیت شرکتی بسیار گسترده‌اند که از این بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و سهامداران نهادی در این پژوهش مورد توجه قرار گرفت.

در مورد معیار مورد استفاده جهت تعیین سهامداران نهادی در این پژوهش سهامداران دارای بیش از ۵٪ سهام یک شرکت به عنوان سهامداران نهادی مدنظر قرارگرفته شده است.

همچنین در این پژوهش جهت برآورد نقدشوندگی سهام به عنوان متغیر وابسته در مدل پژوهش از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام که در اکثر پژوهش‌ها

Archive of SID

www.SID.ir

کاربرد داشته استفاده شده است.

با توجه به روش الگوی خود بازگشت برداری انجام شده مشخص گردید که در بورس اوراق بهادار تهران، درصد سهامداران نهادی شرکت‌ها بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

مطابق تعریف بوشی[1] (۱۹۹۸)، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکتهای سرمایه‌گذاری و... هستند. عموما این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند، نشأت می‌گیرد. وقتی سطح مالکیت نهادی به اندازه کافی بالا باشد، نظارت‌های مالکان نهادی مانع از عملکرد ضعیف مدیران خواهد شد. به طور خلاصه می‌توان عنوان کرد که سرمایه‌گذاران نهادی محرک‌هایی برای بهبود عملکرد در اختیار دارند. علاوه بر این آن‌ها توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را دارا می‌باشند. تمرکز مالکیت و به خصوص مالکیت دولتی و شبه‌دولتی در ایران زیاد است. این موضوع ممکن است باعث شود که اطلاعات با کیفیت مناسب به سهامداران کوچک انتقال نیابد و سهامداران عمده به وسیله منابع دیگری از سود واقعی شرکت آگاه شوند. طبق فرضیه مقاوم‌سازی مدیریت، در شرایطی که تمرکز مالکیت زیاد باشد، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران ایجاد نمی‌گردد، بلکه این تضاد بین سهامداران عمده و جز ایجاد می‌شود.

نتایج به‌دست آمده در خصوص رابطه متغیر سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مشابه یافته‌های اعتمادی و همکاران(۱۳۸۹) بوده و با یافته‌های پژوهش‌های زیر منطبق نمی‌باشد:

جنگینز و همکاران (۲۰۰۲)، سارین و همکاران (۱۹۹۶)، دریائی و همکاران(۱۳۹۰) و رحیمیان و همکاران(۱۳۸۸).

با توجه به روش الگوی خود بازگشت برداری انجام شده مشخص گردید که در

1. Bushee

Archive of SID

www.SID.ir

بورس اوراق بهادار تهران، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

با توسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی وافزایش وظایف واختیارات هیات مدیره شرکت‌ها، این سوال به صورت جدی‌تری مطرح می‌گردد که مدیرانی که در واقع مالک شرکت نمی‌باشند چگونه پیگیر منافع سهامداران(مالکان موسسه) خواهند بود. با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیات مدیره، توجه به حاکمیت شرکتی به صورت چشم‌گیری افزایش یافته است. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای ازمکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام ازیک سو ونیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌نماید و در نهایت این مکانیزم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تأمین‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذی‌نفع فراهم می‌نماید مبنی بر این که سرمایه‌گذاریشان با سود معقولی برگشت شده و منافع ایشان لحاظ خواهد شد(سنای و منسی[1]،۲۰۰۵). از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف(غیراجرایی) در هیات مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نقش مدیران غیرموظف در ایران مطابق با دیدگاه تئوری نمایندگی نیست. بر طبق قانون تجارت، تعداد اعضای هیات مدیره شرکت‌های سهامی عام نباید از ۵ نفر کم‌تر باشد، از همین رو در شرکت‌های ایرانی به مدیران غیر موظف به عنوان ابزاری برای تکمیل و به حد نصاب رسیدن اعضای هیات مدیره نگریسته می‌شود و توجه چندانی به نقش نظارتی آن‌ها نمی‌شود. برخی از دلایل احتمالی متفاوت بودن نتایج این پژوهش با پژوهش‌های مشابه خارجی به‌این شرح می‌باشد:

در این پژوهش مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند به عنوان مدیر غیر-

1. Senay and Mansi

Archive of SID

www.SID.ir

موظف تعریف شدند و فرض شد که مستقل از شرکت هستند، در حالی که ممکن است واقعا مستقل نباشند و به شرکت وابستگی‌هایی داشته باشند، مثلا بسیاری از آن‌ها عملا توسط شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری و تجاری به عنوان مدیر عامل و رئیس هیات مدیره منصوب می‌شوند و یا ممکن است به دلیل مدت زمان طولانی عضویت در هیات مدیره به آن شرکت وابستگی پیدا کرده باشند. لذا تفاوت‌های سنتی در تعریف مدیران اجرایی و غیر موظف ممکن است در شناسایی تضاد منافع بالقوه بین مدیران غیر موظف و شرکتی که در هیات مدیره آن حضور دارند ناتوان باشد.

ممکن است، سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت اعضای غیر موظف متفاوت باشد. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیش‌تر آن‌ها به امور داخلی شرکت می‌تواند استقلال کم‌تر آن‌ها را جبران کند و باعث توازن بین نقش آن‌ها و مدیران غیرموظف در بهبود کیفیت سود شود. مدیران غیرموظف ممکن است دانش مالی چندانی نداشته باشند و از طرف دیگر به اطلاعات مربوط و به موقع دسترسی کافی نداشته باشند. همچنین ممکن است به دلیل آنکه منافع چندانی در شرکت‌ها ندارند، علاقه چندانی به نظارت دقیق و مؤثر بر فعالیت‌های شرکت‌ها نشان ندهند. عدم حضور متخصص مالی یا حسابداری در ترکیب هیات مدیره، مدیران غیرموظف را در جلوگیری از بی نظمی‌ها، اشتباهات و تقلبات و دست‌کاری‌های حسابداری ناکارآمد می‌سازد(کردتبار و رسائیان،۱۳۸۹).

نتایج به‌دست آمده در خصوص رابطه متغیر درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره واختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مشابه یافته‌های اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) و رحیمیان و همکاران(۱۳۸۸) بوده و با یافته‌های لئوز و همکاران (۲۰۰۳)، کاناگارتنام و همکاران(۲۰۰۵)، کارامانو و وافیس(۲۰۰۵) و دریائی و همکاران(۱۳۹۰) در تضاد می‌باشد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در این پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

Archive of SID

www.SID.ir

۱. پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار، سیستم منسجمی را به منظور ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اعمال نماید.

۲. پیشنهاد می‌شود، افشای بیش‌تری در مورد اطلاعات حاکمیت شرکتی، از طریق یاداشت‌ها و یا سایر ابزارها، صورت گیرد تا استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعاتی با کیفیت دست یافته‌اند.

۳. پیشنهاد می‌گردد، فعالان بازار بورس، اعضای هیات مدیره شرکت‌ها، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهش‌گران و... با گسترش مطالعات در زمینه حاکمیت شرکتی با مباحث مرتبط در این زمینه بیش‌تر آشنا شده تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش خود در شرکت‌ها بپردازند.

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهادهای زیر جهت انجام پژوهش‌های آینده در این زمینه ارائه می‌گردد:

۱. پژوهش حاضر به بررسی برخی عوامل حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود پرداخته است، لذا پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی همین رابطه در دوره‌های فاقد اعلام سود مورد بررسی قرار گیرد.

۲. پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر ساز وکارهای نظام راهبری شرکت، از جمله نقش درصد مالکیت مدیران بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد بررسی قرار گیرد.

Archive of SID

www.SID.ir

## منابع

آئین نامه نظام راهبری شرکت، (۱۳۸۵)، سازمان بورس اوراق بهادارتهران.

احمدپور، احمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۵)، *"رابطهٔ اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"*، نامهٔ اقتصادی مفید، سال دوازدهم، شماره ۵۷، ص۲۹-۴۸.

احمدپور، احمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۵)، *"بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"*، مجلهٔ علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال ششم،شماره بیستم، ویژه اقتصاد، ص۱۳-۳۸.

احمدپور، احمد و امیر رسائیان، (۱۳۸۵)، *"رابطهٔ بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"*، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، سال سیزدهم، شماره ۴۶، ص۳۷-۶۰.

اعتمادی، حسین، امیر رسائیان و حسین کردتبار، (۱۳۸۹)، *"رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"*، مجله توسعه و سرمایه، بهار و تابستان ۸۹، شماره ۵، ص ۳۱-۵۹.

ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، *"اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران"*، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، ص۱۲۷-۱۵۴.

ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان، (۱۳۸۹)،*"پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"*، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۰، ص۳-۲۲.

بروکز، کریس، (۱۳۸۹)، *"اقتصادسنجی مالی"*، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، جلد اول، موسسه علمی فرهنگی نص.

دریائی، عباسعلی، عبدالله پاکدل و نرگس فلاح محمدی، (۱۳۹۰)، *"تبیین رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان"*،

Archive of SID

www.SID.ir

تحقیقات حسابداری، شماره ۱۰، ص ۱۳۲- ۱۴۶.

رحیمیان، نظام الدین، سید حسن صالح نژاد و علی سالکی، (۱۳۸۸)، *"رابط میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی درشرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"*، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، ص ۷۱-۸۶ .

رسائیان، امیر و جعفر اصغری، (۱۳۸۶)، *"بررسی رابطهٔ بین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در بورس اوراق بهادار تهران"*، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۰، ص ۶۱-۸۸.

صلواتی، شاپور و امیر رسائیان، (۱۳۸۶)، *"بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران"*، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۳، ص۱۶۳-۱۴۳.

کاشانی‌پور، محمد ، ساسان مهرانی و یوسف پاشانژاد، (۱۳۸۹)، *"ارتباط بررسی برخی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی با نقدشوندگی بازار"*، پژوهش‌های حسابداری مالی، ص۶۱-۷۶.

کردتبار ، حسین و امیر رسائیان ، (۱۳۸۹)، *"بررسی رابطه مدیریت سود مبتنی بر کل اقلام تعهدی اختیاری و برخی از ابزارهای نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران"*، فصلنامه حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، تابستان ۸۹، ص ۵۰-۷۲.

مهرانی، ساسان و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، *"بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"*، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ص۲۳۰-۲۱۷.

مهرانی، ساسان و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، *" نقدشوندگی سهام و نقدشوندگی دارایی‌ها"*، فصلنامه حسابرس، شماره ۴۶، ص ۵۶-۵۲.

هاشمی، سید عباس و امیر رسائیان، (۱۳۸۸)، *"بررسی عوامل مؤثر بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"*، مجله دانشکده

Archive of SID

www.SID.ir

علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی ۵۱، ص۱۸۷-۲۱۳.

Acker, D., M. Stalker, and I. Tonks. ,(2002), "Bid-Ask Spreads around Earnings Announcements". Journal of Business, Finance and Accounting 29 (November/December),PP. 1149-117.

Bushee, B.J. ,(1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", Accounting Review, Vol. 73, PP. 305-334.

Chung,K , Elder, J and Jang-Chul Kim, (2010),Corporate Governance and Liquidity, Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.45, PP. 265-291.

Jennings, William W, Schnatterly, Karen, and Paul J. Seguin, (2002), "Institutional Ownership", Information and Liguidity, Innovation in Investments and Corporate Finance, Volume 7, PP. 41-71.

Kanagaretnam, Kiridaran (Giri); Lobo, Gerald J; and Dennis J. Whalen, (2007), "Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry AroundQuarterly Earnings Announcements?", Journal of Accounting and Public Policy,Volume 26, PP.497-522.

Karamanou, I., and N. Vafeas. ,(2005), "The association between corporate boards", audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis.Journal of Accounting Research 43 (2),PP. 453-486.

Leuz, Christian, D. Nanda, and P. Wysocki,(2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", Journal of Financial Economics, 69,PP. 505-527.

Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K, (1996), "Ownership Structure and Stock Market Liquidity", Working paper, Santa Clara, CA, Santa Clara University.

Senay, A. and Mansi. A. ,(2005), "Corporate Governance, Managerial Ownership, and Firm Leverage".Department of Finance School of Business George Washington University.

Shleifer, A. and Vishny, R. ,(1997), "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol. 52 , PP. 37-83.

Archive of SID

www.SID.ir