پژوهش‌های تجربی حسابداری
سال ششم، شماره ۲۱، پاییز ۱۳۹۵، صص ۱۱۵ - ۱۳۶

بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام[1]

صفیه دیلمی*، مهدی صفری گرایلی**

تاریخ دریافت: ۹۴/۰۹/۱۹
تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۱/۲۱

چکیده

در پژوهش حاضر، ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام شرکت‌ها با استفاده از یک شاخص جامع، مشتمل بر سه طبقه کلی هیئت مدیره، حقوق سهامداران و شفافیت اطلاعاتی برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی مورد آزمون قرار گرفت. نمونه آماری مورد استفاده در این پژوهش، شامل ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشد. با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی برتکنیک داده‌های تابلویی، یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که نوسان بازده سهام شرکت‌ها با شاخص هیئت مدیره و شاخص شفافیت اطلاعاتی رابطه منفی معناداری دارد. اما بین نوسان بازده سهام شرکت‌ها و شاخص حقوق سهامداران رابطه معناداری یافت نشد. یافته‌های تحقیق ضمن پرکردن خلاء تحقیقاتی صورت گرفته در این حوزه، می تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران بورس و سایر ذینفعان در امر تصمیم گیری راهگشا باشد.

واژه‌های کلیدی: شاخص هیئت مدیره، شاخص حقوق سهامداران، شفافیت اطلاعاتی، نوسان بازده سهام
طبقه بندی موضوعی: M41، G32

Archive of SID

---

[1] کد DOI مقاله: 10.22051/jera.2016.2539
* دانشجوی کارشناسی ارشد گروه حسابداری، واحد گرگان، دانشگاه آزاد اسلامی، (safadey54@yahoo.com)
** استادیار گروه حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، نویسنده مسئول، (Mehdi.safari83@yahoo.com)

www.SID.ir

مقدمه

برپایه مطالعات تجربی موجود در ادبیات مالی و حسابداری (فو ۲۰۰۹، گویال و سانتاکلارا، ۲۰۰۳)، مدیران به منظور افزایش ارزش شرکت، ریسک بالاتری را نیز باید متحمل شوند. با وجود این، غالباً ریسک‌گریزی مدیران مانع از پذیرش سطح بهینه ریسک از سوی آنان شده و در چنین شرایطی، ممکن است از پذیرش پروژه‌های سرمایه‌گذاری ریسکی که ممکن است افزایش ارزش شرکت را نیز به دنبال داشته باشد، خودداری نمایند (کورنیادی و همکاران، ۲۰۱۴). پاداش مدیریتی و وجود یک بازار فعال برای کنترل شرکت، انگیزه‌های لازم برای ریسک‌پذیری مدیران را فراهم می‌سازد. اسمیت و واتز (۱۹۸۵) نشان دادند که اگر پاداش مدیران تابعی از ارزش شرکت باشد، آن‌گاه آن‌ها انگیزه بیشتری را برای پذیرش ریسک خواهند داشت. به طور مشابه، لو (۲۰۰۹) نیز دریافت که پاداش مدیریتی می‌تواند سبب کاهش ریسک‌گریزی مدیران گردد. علاوه بر انگیزه‌های مدیریتی مختص شرکت، حاکمیت شرکتی نیز عاملی مؤثر بر ریسک‌پذیری شرکت به شمار می‌رود. جان و همکاران (۲۰۰۸) نتیجه گرفتند که با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها نیز بیشتر می‌شود. درحالی که برخی از تحقیقات (جان و همکاران، ۲۰۰۸؛ فریرا و لاکس، ۲۰۰۷) به جنبه‌های مثبت ریسک‌پذیری پرداخته‌اند، با وجود این برخی دیگر از مطالعات صورت گرفته نیز موضوع وجود هزینه‌های نمایندگی نظیر سوءاستفاده از جریانات نقدی آزاد، فرصت طلبی مدیران و پاداش مدیریتی بیش از حد که همگی اثر منفی بر ارزش شرکت دارند را مورد توجه قرار داده‌اند (جنسن و مکلینگ، ۱۹۶۷؛ دچاو و اسلون، ۱۹۹۱). بوجراج و سنگوپتا (۲۰۰۳) نیز دریافتند که کیفیت حاکمیت شرکتی، از طریق کاهش ریسک نمایندگی سبب بهبود رتبه اوراق قرضه و کاهش نرخ بازده تا سررسید اوراق می‌گردد. علاوه بر این، بر پایه پژوهش‌های صورت گرفته اجرای اصول صحیح و با کیفیت حاکمیت شرکتی، باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود. همچنین چارچوبی را فراهم می‌کند تا تأمین کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری خود بدست خواهند آورد (نمازی و همکاران، ۱۳۹۲). از سوی دیگر، راهبری شرکتی ضعیف موجب سلب اعتماد بازار شده که به نوبه خود می‌تواند منجربه خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. بدین ترتیب، انتظار می‌رود که کیفیت حاکمیت شرکتی از ابهام و عدم اطمینان سرمایه‌گذاران در خصوص پیش‌بینی بازده

Archive of SID

www.SID.ir

سهام کاسته و به تبع آن، سبب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت گردد. از این‌رو، در این پژوهش سعی بر آن است که رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام، به عنوان سنجه ریسک‌پذیری شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. پرسش اصلی تحقیق آن است که آیا بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت مثبت بودن پاسخ، نوع رابطه چگونه می‌باشد؟. از جمله نوآوری‌های پژوهش حاضر، می توان به استفاده از یک شاخص ترکیبی و چند بعدی برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی اشاره نمود. اهمیت این موضوع، تأثیر نوسان بازده سهام بر تصمیم‌گیری‌های صحیح اقتصادی سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه و همچنین فقدان پژوهش‌های کافی، این انگیزه را در نویسندگان مقاله بوجود آوردکه موضوع فوق را به عنوان یک مطالعه پژوهشی برگزینند.

مبانی نظری و تدوین فرضیه‌های پژوهش

عمده مطالعات تجربی صورت گرفته در حوزه مالی و حسابداری به وضوح بر مزایای ریسک خاص شرکت صحه گذارده‌اند. گویال و سانتاکلارا (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که ریسک خاص شرکت شاخص مناسبی برای پیش بینی بازده آتی سهام می‌باشد. محققان دیگر (کمپل و همکاران، ۲۰۰۱ زو و ماکیل، ۲۰۰۳) نیز به ارتباط مثبت میان ریسک خاص شرکت و فرصت‌های رشد دست یافتند. پیامد دیگر ریسک خاص شرکت آن است که از طریق ارائه اطلاعات مختص شرکت سبب تخصیص بهینه منابع می‌گردد. جان و همکاران (۲۰۰۸) نیز شواهدی را مبنی بر وجود رابطه مثبت میان حاکمیت شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت ارائه نمودند. یکی از عوامل اصلی بهبود کارائی اقتصادی، حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. حاکمیت شرکتی، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن، هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت موثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (واورو، ۲۰۱۴). راهبری شرکتی، ابعادگسترده و متنوعی از شرکت را در بر میگیرد مانند ساختار هیئت مدیره، ساختار مالکیت و کنترل (حقوق سهامداران)، شفافیت اطلاعاتی و غیره. بنابراین، بر اساس معیارهای بالا شاخص های متعددی ازکیفیت حاکمیت شرکتی ایجاد شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

هئیت‌مدیره شرکت، یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌های شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی بوده که وظیفه نظارت بر عملکرد مدیران و حفاظت از منافع سهامداران اقلیت را برعهده دارد. بکارگیری یک هئیت مدیره کارآمد، مزایایی همچون عزل مدیران دارای عملکرد ضعیف، محدود ساختن مدیریت سود (کلین، ۲۰۰۲)، کاهش احتمال تقلب صورت‌های مالی، (شارما، ۲۰۰۴) تقاضا برای حسابرسان باکیفیت (کارسلو و همکاران، ۲۰۰۲) وکاهش ریسک سیستماتیک شرکت (کورنیادی و همکاران، ۲۰۱۴) را به دنبال خواهد داشت. از آنجا که نقش اصلی هئیت‌مدیره، نظارت و ارزیابی سیاست مدیریت ریسک شرکت است (کیرکپاتریک، ۲۰۰۹، کورنیادی و همکاران؛ ۲۰۱۴)، لذا انتظار می‌رود که یک هئیت‌مدیره کارآمد، شرکت را در برابر سرمایه‌گذاری‌های پر ریسک که فرصت‌های آتی شرکت را به مخاطره می‌اندازد محافظت نموده و از این رو، سرمایه گذاران در پیش بینی بازده سهام با عدم اطمینان کمتری مواجه شده و درنتیجه، نوسان پذیری بازده سهام شرکت کاهش یابد. کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) نیز به رابطه منفی بین شاخص کیفیت هئیت مدیره و ریسک سیستماتیک (نوسان بازده سهام) شرکت‌ها دست یافتند. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش به صورت زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه اول: بین شاخص هیئت مدیره و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد.

دومین سرفصل شاخص ترکیبی حاکمیتی شرکتی حقوق سهامداران است. اهمیت رعایت حقوق سهامداران به عنوان یکی از سازوکارهای خارجی حاکمیت شرکتی تا آنجاست که این موضوع در بسیاری از قوانین حاکمیت شرکتی (از جمله قانون سربینز آکسلی (۲۰۰۲)، گزارش کَدبری (۱۹۹۲) و گزارش‌های هیگز و اسمیت (۲۰۰۳) در بریتانیا، گزارش کمیته دی (۱۹۹۴) در کانادا، گزارش کاردون (۱۹۹۵) در بلژیک) مورد توجه قرارگرفته است (مهرانی و صفرزاده، ۱۳۹۰). آجود و بن عمار (۲۰۱۰) و کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) نیز استدلال می‌کنند در شرکت‌هایی که درآن‌ها حقوق سهامداران بهتر رعایت می‌شود، به دلیل اعمال نظارت‌های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت‌طلبانه و سودجویانه مدیران محدود شده و قابلیت اتکای گزارشگری مالی (به خصوص سودهای حسابداری) بهبود می یابد. در نتیجه، سرمایه گذاران می توانند به پیش بینی‌های باثبات‌تری در خصوص بازده سهام دست یابند که

Archive of SID

www.SID.ir

این به نوبه خود، موجب کاهش نوسان بازده سهام می شود. لذا با توجه به مطالب فوق، فرضیه دوم پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه دوم: بین شاخص حقوق سهامداران و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد.

شاخص شفافیت اطلاعاتی، سومین سرفصل کیفیت حاکمیت شرکتی می‌باشد. شواهد تجربی کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) نشان می‌دهد که با افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری خود و پیش بینی بازده سهام با ریسک اطلاعاتی و عدم اطمینان کمتری روبرو گشته که این امر سبب کاهش ریسک سیتماتیک و نو سان بازده سهام شرکت‌ها می‌گردد. به طور مشابه، کریشناموتری وهمکاران (۲۰۰۵) نیز به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای کیفیت افشاء و شفافیت اطلاعاتی بالاتر، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری را تجربه می‌کنند. بدین ترتیب، بر پایه استدلال فوق، سومین فرضیه تحقیق نیز به شرح زیر تدوین می‌گردد:

فرضیه سوم: بین شاخص شفافیت اطلاعاتی و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

چان و همکاران (۲۰۱۴) رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها را برای نمونه ای مشتمل بر ۲۲۲ شرکت استرالیایی مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدندکه شرکت‌های دارای کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر، از میزان افشای مسئولیت اجتماعی بیشتری نیز برخوردارند. کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)، درتحقیق خود به بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام در بازار سرمایه نیوزیلند پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۳۸۵ شرکت از مجموع شرکت‌های حاضر دربورس سهام نیوزیلند طی سال‌های ۲۰۰۴-۲۰۰۸ بوده است. آن‌ها در این تحقیق از یک شاخص جامع مشتمل بر سه طبقه کلی هیئت مدیره، حقوق سهامداران و شفافیت اطلاعاتی به عنوان سنجه اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی استفاده نمودند. یافته‌های تحقیق ایشان حاکی از آن است که شرکت‌های با کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر، ریسک سهام کمتری را تجربه می‌کنند. آمان و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تأثیر شاخص حاکمیت شرکتی بر رقابت بازار محصول در نمونه

Archive of SID

www.SID.ir

ای متشکل از ۴۹۰ شرکت – سال مشاهده طی دوره زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ در بازار سرمایه امریکا پرداختند. ایشان در این تحقیق از یک شاخص جامع مشتمل بر سه طبقه کلی: شاخص حقوق سهامداران، شاخص هیئت‌مدیره و شاخص شفافیت اطلاعاتی به عنوان معیار اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی استفاده نمودند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، رقابت بازار محصول نیز افزایش می یابد. بینیک و بروکس (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر حجم معاملات سهام بر پیش بینی تغیرات بازده سهام شرکت‌های استرالیایی پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان داد که حجم معاملات سهام تا حدودی دارای قدرت پیش بینی برای شرکت‌هایی با حجم معاملاتی بالا و صنایع خاص در بازار استرالیا می‌باشد. ولی برای شرکت‌های کوچک، حجم معاملات به همان اندازه دارای قدرت پیش‌بینی برای توضیح بازده سهام نبود. ادجاوود و بن عمار (۲۰۱۰) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود شرکت‌های حاضر در بورس سهام کانادا را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی قوی تردارند، سود سهام بیشتری نیز پرداخت می کنند. پی گوپتا و همکاران (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین شاخص جامع حاکمیت شرکتی مشتمل بر سه سر فصل کلی: ترکیب هیئت مدیره، رعایت حقوق سهامداران و افشای اطلاعاتی، با ارزش شرکت در بورس سهام کانادا طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که بین شاخص جامع حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد. دیتمار و همکاران (۲۰۰۶)، درتحقیق خود به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و بازده سهام در بازار سرمایه اسپانیا پرداختند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۹۵۸ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۳ بوده است. آن‌ها در تحقیق خود با استفاده از یک شاخص جامع حاکمیت شرکتی مبتنی بر سه فصل کلی ترکیب هیئت مدیره، رعایت حقوق سهامداران و شفافیت اطلاعاتی، به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی تر، بازده سهام بیشتری نیز دارند. میتون (۲۰۰۴)، درتحقیق خود به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود در بازارهای نوظهور پرداخت. نتایج تحقیق ایشان نشان داد که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی‌تر، سود سهام بیشتری پرداخت می‌کنند. بلک (۲۰۰۱)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس سهام روسیه برای نمونه ای متشکل از ۲۸۰ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۸پرداخت. نتایج حاکی ازآن است بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه مثبت

Archive of SID

www.SID.ir

وجود دارد. علاوه بر این، یافته‌های تحقیق نشـــان می‌دهدکه با وجود محدودیت‌های قانونی و فرهنگی درکشور روسیه، حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر ارزش بازار سهام دارد.

مو سوی شیری و همکاران (۱۳۹۴) رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده ســهام را بررســی نمودند. در این تحقیق، به منظور آزمون فرضـیه تحقیق داده‌های ۸۰ شــرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ جمع‌آوری و با اســتفاده از رگرســیون خطی تحلیل گردید. یافته های پژوهش حاکی از آن بود که بین کیفیت افشــا اطلاعات و نوســان پذیری بازده ســهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. دیانتی دیلمی و شــکراللهی (۱۳۹۴) در پژوهش خود، اثر ســازوکارهای نظام راهبری شــرکتی بر ارتباط بین اجتناب مالیاتی با میزان و ارزش وجوه نقد نگهداری شده در شرکت را بررسی نمودند. به این منظور داده‌های ۶۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ مورد بررســی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشـان داد که سـازوکارهای نظام راهبری قوی موجب می‌شـوند که رابطه بین اجتناب مالیاتی با سـطح نگهداشـت وجه نقد و ارزش وجه نقد نگهداری شـده در شـرکت ضـعیف شـود. نمازی و همکاران (۱۳۹۲)، درپژوهش خود تحت عنوان بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران، اطلاعات ۹۰ شرکت را مورد بررســی قرار دادند. ایشــان درتحقیق خود از معیارهای برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شــرکت‌های پذیرفته شــده در بورس اوراق بهادار تهران و در ۳ طبقه کلی: شــفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت استفاده نمودند. نتایج این پژوهش حاکی از آن است با وجود آنکه شرکت‌های عضو نمونه بطور متوسط ۶۱٪ از معیارهای موجود در آیین نامه راهبری شــرکتی ایران را رعایت کرده‌اند، ولی هیچگونه رابطه معناداری بین شــاخص راهبری شــرکتی و بازده ســهامداران وجود ندارد. مهربانی (۱۳۹۰)، درپژوهش خود به مطالعه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی برای ۱۱۰ شرکت و نه صنعت بورسی طی سال‌های ۱۳۸۰تا ۱۳۸۹ پرداخت. یافته‌های تجربی بیانگر آن است که شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در اکثر شرکت‌های مورد بررسی بسیار پائین می‌باشد. از سوی دیگر با توجه به این که شاخص کیفیت حاوی اطلاعات بسـیارمفیدی در مورد تغیرات حاکمیت شـرکتی در بخش شـرکتی می‌باشـد توجه به این شـاخص و بهبود آن می‌تواند تأثیرات بسـیار ژرفی بر فعالیت‌های کلان اقتصـادی داشته باشد. احمدپور و رسائیان (۱۳۸۸)، در تحقیق خود رابطه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بانوسان‌های بازده سهام و ارزش بازار را بررسی کردند. نتایج حاصل ازآزمون

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیه‌ها، بیانگرعدم وجود رابطه معنادار بین اختلاف قیمت پیشنهادی خریدوفروش سهام ونوسان بازده سهام است. نتایج همچنین نشان داد که بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام وارزش بازارشرکت رابطه منفی معناداری وجود دارد.

روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده ها، از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۳ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌با شند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱-شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۹ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۳ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

۲- به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

۳-طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۴-جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).

۵-طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیشتر از ۶ ماه نباشد.

پس از اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۹۶ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزارهای تدبیر پرداز و دنا سهم ا ستخراج گردید. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده‌ها نیز از نرم افزارهای اقتصادسنجی Eviews و Stata استفاده شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

متغیرها و مدل مورد استفاده

متغیرهای مورد مطالعه دراین تحقیق شامل متغیر وابسته، متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش، نوسان بازده سهام شرکت است که مطابق با پژوهش کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) از انحراف معیار بازده روزانه سهام، برای اندازه‌گیری آن استفاده شده که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$Vol_{\mathrm{i,t}} = \sqrt{\frac{1}{D_{it}-1}\sum_{1}^{D_{it}} (R_i - \bar{R})^2}$$ رابطه (۱)

که در آن:

$Vol_{\mathrm{i,t}}$، نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت i در سال t؛ R_i، بازده روزانه سهام شرکت i است که اگر P_t قیمت پایانی روز t ام باشد، برای محاسبه آن:

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = R_i$$ رابطه (۲)

D_{it} ، تعداد روزهایی از سال t است که برای آن بازده روزانه سهام شرکت i محاسبه شده است.

متغیر مستقل

متغیر مستقل پژوهش حاضر، کیفیت حاکمیت شرکتی می‌باشد که با توجه به عدم افشای کامل شاخص‌های راهبری شرکتی از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، در این تحقیق ابتدا مطابق با پژوهش بیچوک و همکاران (۲۰۰۸)، کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) و مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) چک لیستی متشکل از ۱۸ مؤلفه مرتبط با حاکمیت شرکتی تهیه و در سه سرفصل کلی: شاخص هیئت مدیره (۷ مؤلفه)، شاخص حقوق سهامداران (۵ مؤلفه) و شاخص شفافیت اطلاعاتی (۶ مؤلفه) طبقه‌بندی گردید. سپس به منظور عملیاتی نمودن هریک از شاخص‌های فوق، از روش کدگذاری و امتیازدهی استفاده شد. بر اساس این روش، به هر یک از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، امتیاز صفر و یا یک (با توجه به تعریف

Archive of SID

www.SID.ir

عملیاتی آن‌ها) اختصاص یافته و از جمع زدن این امتیازها، نمره مربوط به هریک ازشاخص‌های حاکمیت شرکتی برای هر شرکت در هر سال محاسبه گردید. فهرست مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی به تفکیک شاخص ترکیب هیئت مدیره، شاخص حقوق سهامداران و شاخص شفافیت اطلاعاتی در نگاره (۱) ارائه شده است.

نگاره (۱): تعریف عملیاتی و مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی

سرفصل	نام مؤلفه	تعریف عملیاتی	منبع
شاخص هئیت مدیره	استفاده از اعضای غیر موظف در هیئت مدیره	بیشتر بودن نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضا از میانگین نسبت محاسبه شده برای کل شرکت‌ها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره	عدم تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	ثبات مدیر عامل	تغییر مدیر عامل شرکت در دو سال گذشته، عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	استفاده از متخصص حسابداری و مالی	عدم استفاده از متخصص حسابداری و مالی در هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)
	غیر موظف بودن رئیس هیئت مدیره	موظف بودن رئیس هیئت مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	بیچوک و همکاران (۲۰۰۸)
	کمیته حسابرسی	عدم وجود کمیته حسابرسی متشکل از اعضای غیر موظف هیئت مدیره در شرکت عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	بیچوک و همکاران (۲۰۰۸)

Archive of SID

www.SID.ir

سرفصل	نام مؤلفه	تعریف عملیاتی	منبع
	تعداد جلسات هیئت مدیره	عدم اشاره به تعداد جلسات هیئت مدیره در گزارش سالیانه شرکت، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)
شاخص حقوق سهامداران	وجود سهامداران دارای حق کنترل	عدم وجود سهامداران دارای حق کنترل، عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	تمرکز مالکیت	بیشتر بودن درصد سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	ساختار مالکیت	عدم اشاره به ساختار مالکیت در گزارش سالیانه شرکت، عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)
	معاملات با اشخاص وابسته	بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت‌ها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	بیچوک و همکاران (۲۰۰۸)
	سهامداری دولت	کمتر بودن درصد مالکیت دولت در شرکت از میانگین درصد کل شرکت‌ها، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	وجود وب سایت اینترنتی	در صورت عدم وجود وب سایت اینترنتی برای افشای اطلاعات شرکت عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)

Archive of SID

www.SID.ir

سرفصل	نام مؤلفه	تعریف عملیاتی	منبع
شاخص شفافیت اطلاعاتی	زمان بندی تهیه اطلاعات	شرکت‌هایی که امتیاز اطلاع رسانی آن‌ها کمتر از ۵۰ باشد، عدد صفر و در غیر اینصورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	قابلیت اتکای اطلاعات	شرکت‌هایی که دارای تعدیلات سنواتی هستند، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	بیچوک و همکاران (۲۰۰۸)
	نوع اظهار نظر حسابرس	شرکت‌هایی که اظهار نظر غیر مقبول از حسابرس دریافت کردند، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰)
	برنامه‌های آتی	عدم اشاره به برنامه‌های آتی شرکت در گزارشات سالیانه، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)
	گزارش استخدام و اشتغال	عدم اشاره به وضعیت استخدام و اشتغال کارکنان، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک.	کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای مطالعات قبلی، به عنوان عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام شرکت شناخته شده‌اند، به عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که عبارت‌اند از:

اندازه شرکت: در این تحقیق همانند پژوهش کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) و کلین و همکاران (۲۰۰۵) لگاریتم طبیعی خالص فروش به عنوان معیار سنجش اندازه شرکت درنظرگرفته شده است.

Archive of SID

www.SID.ir

اهرم مالی: در پژوهش حاضر مشابه با مطالعات تجربی دانرو و کیم (۲۰۰۵) و واورو (۲۰۱۴) برای سنجش اهرم مالی، از نسبت بدهی که از تقسیم مجموع بدهی بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت محاسبه می گردد، استفاده شده است.

سـودآوری: بارگرون و همکاران (۲۰۱۰) و کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌دارند که شرکت‌های سودآور، معمولاً از منابع مالی و فرصت‌های سرمایه گذاری زیادی برخوردار بوده و انتظار می‌رود ریسک پذیری بیشتری نیز در در مقایسه با سایر شرکت‌ها داشته باشند. از این رو در این تحقیق، بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان سنجه سودآوری شرکت و یکی دیگر از متغیرهای کنترلی وارد مدل شده است.

عمر شرکت: این متغیر، بر اساس فاصله زمانی بین تاریخ تأسیس شرکت تا پایان دوره زمانی پژوهش، اندازه گیری می‌شود.

به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، از الگویی که کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) درپژوهش خود استفاده نمودند، بهره گرفته شده است که الگوی مزبور به شرح زیر است:

$$DISC_{i,t} + \beta4\ SIZE_{i,t} + \ + \beta2\ RIGHTS_{i,t} + \beta3\ VOL_{i,t} = \beta0 + \beta1\ BOARD_{i,t} \beta5\ LEV_{i,t} + \beta6\ ROE_{i,t} + \beta7\ AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$VOL_{i,t}$: نوسان بازده سهام شرکت i در سال t،

$BOARD_{i,t}$: امتیاز محاسبه شده برای شاخص هیئت مدیره شرکت i در سال t،

$RIGHTS_{i,t}$: امتیاز محاسبه شده برای شاخص حقوق سهامداران شرکت i در سال t،

$DISC_{i,t}$: امتیاز محاسبه شده برای شاخص شفافیت اطلاعاتی شرکت i در سال t،

$SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت، معادل لگاریتم طبیعی فروش شرکت i در سال t،

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی، که برابر است با نسبت بدهی به مجموع دارایی‌های شرکت i در سال t،

$ROE_{i,t}$: سودآوری که عبارتست از نسبت سود خالص به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t،

$AGE_{i,t}$: عمر شرکت i در سال t و $\varepsilon_{i,t}$: جزء خطای مدل رگرسیون می‌باشد.

Archive of SID

www.SID.ir

به منظور برآورد مدل تحقیق از تکنیک داده‌های ترکیبی استفاده شده است. داده‌های ترکیبی که از ترکیب دو دسته داده‌های سری زمانی و مقطعی حاصل می شود، امروزه به طور گسترده‌ای توسط محققین مورد استفاده قرار می‌گیرد. در بسیاری از موارد، محققین از این روش برای مواردی که نمی‌توان مسائل را به صورت سری زمانی یا مقطعی بررسی نمود و یا زمانی که تعداد داده‌ها کم است، استفاده می‌کنند. ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی و ضرورت استفاده از آن بیشتر به دلیل افزایش تعداد مشاهدات، بالا بردن درجه آزادی، کاهش ناهمسانی واریانس و کاهش همخطی میان متغیرها می‌باشد (گجراتی، ۲۰۰۹).

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است

نگاره (۲): آماره توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
نوسان بازده سهام	۴۸۰	۳/۱۵۲	۲/۶۷۴	۰/۳۶۴	۱۵/۰۳۸	۲/۵۴۹
شاخص هیأت مدیره	۴۸۰	۴/۶۳۸	۴/۳۰۸	۲	۵	۰/۸۳۷
شاخص حقوق سهامداران	۴۸۰	۳/۰۴۳	۳	۱	۴	۰/۹۳۴
شاخص شفافیت اطلاعاتی	۴۸۰	۳/۶۶۵	۳	۲	۶	۱/۱۵۲
اندازه شرکت	۴۸۰	۱۰/۸۶۴	۱۰/۳۵۶	۹/۶۸۳	۱۲/۹۷۲	۰/۶۵۷
اهرم مالی	۴۸۰	۰/۴۵۱	۰/۴۳۶	۰/۸۰۶	۰/۱۳۸	۰/۲۰۱
سود آوری	۴۸۰	۰/۱۹۵	۰/۱۸۷	۰/۰۰۷	۰/۶۵۹	۰/۲۱۶
عمر شرکت	۴۸۰	۴۲	۴۱	۱۵	۵۶	۹/۲۱۸

همان گونه که در این نگاره ملاحظه می‌شود، میانگین مولفه‌های سرفصل هیئت مدیره ۴/۶۳۸ است که در این سرفصل، میانگین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضا هیئت‌مدیره حدود ۵۵ درصد بوده و در ۹۹ درصد شرکت‌های نمونه، نقش مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره تفکیک شده است. همچنین، حدود ۶۵ درصد از شرکت‌های مورد بررسی طی دو سال گذشته، مدیر عامل خود را تغییر نداده‌اند. به طور متوسط حدود ۵۹ درصد شرکت‌ها نیز

Archive of SID

www.SID.ir

دارای عضو متخصص حسابداری و مالی در ترکیب هیئت‌مدیره می‌باشند و حدود ۹۲ درصد شرکت‌های نمونه در گزارشات سالیانه خود به تعداد جلسات هیئت مدیره اشاره نموده‌اند.

میانگین مولفه‌های سرفصل حقوق سهامداران برای شرکت‌های نمونه ۳/۰۴۳ بوده که در این سرفصل، در ۵۱ درصد موارد، سهامداران عمده دارای حق کنترل هستند. میانگین درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها حدود ۲۷ در صد است که حدود ۵۷ در صد شرکت‌های نمونه، دارای در صد سهام شناور آزاد کمتر از میانگین در صد سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها می‌باشند. علاوه بر این، برای حدود ۶۵ درصد از شرکت‌ها، نسبت مبلغ معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت، کمتر از میانگین این نسبت برای کل شرکت‌های نمونه بوده است. ضمن اینکه، در ۳۴ در صد شرکت‌های نمونه، در صد مالکیت دولت بیشتر از میانگین در صد مالکیت دولت برای کل شرکت‌ها است.

میانگین مولفه‌های سرفصل شفافیت اطلاعاتی ۳/۶۶۵ است که در این سرفصل، حدود ۴۵ درصد از شرکت‌های نمونه دارای وب‌سایت اینترنتی بوده‌اند. همچنین، حدود ۵۸ درصد از شرکت های نمونه دارای امتیاز اطلاع‌رسانی بالاتر از ۵۰ بوده‌اند. حدود ۳۶ درصد از گزارش‌های حسابرسی، مقبول و مابقی مشروط بوده‌اند و ۹۵ درصد شرکت‌های نمونه در گزارشات سالیانه خود به برنامه‌های آتی شرکت اشاره نموده‌اند.

اندازه شرکت که از طریق لگاریتم فروش سالیانه شرکت محاسبه می‌گردد، دارای مقدار میانگین ۱۰/۸۶۴ و میانه ۱۰/۳۵۶ بوده که حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب برابر با ۹/۶۸۳ و ۱۲/۹۷۲ می‌باشد. همچنین، ملاحظه مقدار میانگین متغیر اهرم مالی (۰/۴۵۱) حکایت از آن دارد که به طور متوسط حدود ۴۵ درصد از دارایی‌های شرکت‌های نمونه از محل بدهی تأمین مالی شده است. سود خالص شرکت‌های نمونه نیز به طور میانگین معادل ۱۹ درصد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام آن‌هاست.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. با توجه به نتایج بدست آمده از نرم افزارstata که در نگاره شماره (۳) ارائه شده است، سطح معناداری برای F لیمر حکایت از آن دارد که برای تخمین الگوی پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود. سپس با توجه به تابلویی بودن الگو، باید برای

Archive of SID

www.SID.ir

تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان طور که در نگاره شماره (۳) نیز ملاحظه می شود، سطح معناداری این آزمون، حاکی از ارجحیت استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است. با توجه به این نگاره، نتایج آزمون نسبت درست نمایی نیز نشان می‌دهد که اجزای باقی مانده رگرسیون دارای ناهمسانی واریانس می‌باشند، لذا برای تخمین مدل از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است.

همچنین، سطح معناداری آزمون والدریج، دلالت بر آن دارد که بین اجزای خطا، استقلال (عدم خود همبستگی) وجود دارد. علاوه بر این، به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل همخطی چندگانه بین متغیرها، آزمون همخطی با استفاده از عامل تورم واریانس (VIF) مورد بررسی قرار گرفت که با توجه آن که مقادیر این آماره برای متغیرهای توضیحی کمتر از ۱۰ است، می توان دریافت که مشکل همخطی چندگانه تهدیدی جدی برای مدل محسوب نمی شود.

نگاره (۳): نتایج آزمون‌های مورد استفاده برای الگوی پژوهش

نوع آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۲/۶۲۷	۰/۰۰۰	کارایی روش تابلویی
آزمون هاسمن	۱۷/۲۰۸	۰/۰۱۸	کارآیی روش اثرات ثابت
آزمون نسبت درست نمایی	۲۱۹/۰۱۴	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس
آزمون والدریج	۲/۱۳۷	۰/۱۸۲	عدم وجود خود همبستگی

نتایج برآورد مدل پژوهش در نگاره شماره (۴) ارائه گردیده است.

Archive of SID

www.SID.ir

نگاره (۴): نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
عدد ثابت	۱/۶۲۱	۰/۴۶۸	۳/۴۶۰	۰/۰۰۰
شاخص هیئت مدیره	-۰/۰۶۹	۰/۰۲۵	-۲/۷۱۴	۰/۰۰۷
شاخص حقوق سهامداران	-۰/۰۳۵	۰/۰۵۱	-۰/۷۰۴	۰/۴۸۱
شاخص شفافیت اطلاعاتی	-۰/۰۸۱	۰/۰۲۸	-۲/۸۸۶	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	-۰/۰۹۷	۰/۰۴۰	-۲/۴۳۳	۰/۰۱۵
اهرم مالی	۰/۰۶۵	۰/۰۲۰	۳/۲۷۶	۰/۰۰۱
سود آوری	-۰/۰۷۶	۰/۰۶۰	-۱/۲۵۷	۰/۲۰۹
عمر شرکت	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۳	-۰/۹۵۸	۰/۳۳۸
آماره F	۱۰/۱۶۴	سطح معناداری		۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۶۳	آماره دوربین – واتسن		۱/۹۲۴
روش تخمین مدل		اثرات ثابت		

ملاحظه مقدار آماره F در این نگاره بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۹٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان ادعا نمود که متغیرهای مستقل و کنترلی، حدود ۵۶ درصد از تغییرات نوسان بازده سهام شرکت‌ها را توضیح می‌دهند. همچنین، مقدار آماره دوربین واتسن (۱/۹۲۴) نیز حکایت از عدم وجود خود همبستگی بین اجزای اخلال مدل رگرسیون می‌باشد. دلیل این امر، تمایل آماره دوربین واتسن به سمت عدد ۲ است. باتوجه به معناداری و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده می‌توان فرضیه‌های پژوهش را به صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

فرضیه اول تحقیق بیان می‌کند: بین شاخص ترکیب هیئت‌مدیره و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. همان گونه که در نگاره فوق مشاهده می‌شود، ضریب برآوردی مربوط به متغیر شاخص هیئت‌مدیره منفی و در سطح خطای ۱ درصد معنادار می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول تحقیق تأیید می شود. فرضیه دوم تحقیق بیان می‌دارد: بین شاخص حقوق سهامداران و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. همان طور که در نگاره بالا نیز مشهود است، ضریب برآوردی مربوط به متغیر شاخص حقوق سهامداران، منفی بوده اما از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. بدین ترتیب فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته نمی‌شود. فرضیه سوم تحقیق عنوان می‌کند: بین شاخص شفافیت

Archive of SID

www.SID.ir

اطلاعاتی و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معناداری وجود دارد. همان طور که در نگاره فوق ملاحظه می‌شود، ضریب مربوط به متغیر شاخص شفافیت اطلاعاتی، منفی و در سطح خطای ۱ درصد معنادار است. بر مبنای این شواهد، فرضیه سوم تحقیق در سطح اطمینان ۹۹ درصد پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری

هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام می‌باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه‌ای متشکل از ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹تا ۱۳۹۳ در نظر گرفته شد و سه فرضیه معرفی گردید.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می‌دهدکه بین شاخص ترکیب هیئت‌مدیره و نوسان بازده سهام شرکت‌ها رابطه منفی معنادار وجود دارد. کارکرد اصلی هئیت‌مدیره نظارت برعملکرد مدیران، کاهش هزینه‌های نمایندگی و حفاظت از منافع سهامداران است، لذا تأیید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که در شرکت‌هایی با ترکیب هئیت‌مدیره کارا، به دلیل نظارت و ارزیابی مؤثر اعمال شده از سوی آنان بر خط‌مشی‌های مدیریت ریسک شرکت، مدیران از سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره که وضعیت آتی شرکت را به خطر می‌اندازد، اجتناب نموده و بدین ترتیب سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی بازده سهام با عدم اطمینان کمتری مواجه شده که این به نوبه خود، موجب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت می‌گردد. نتیجه به دست آمده با یافته‌های پژوهش کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)، همخوانی دارد. نتایج آزمون فرضیه دوم، بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین شاخص حقوق سهامداران و نوسان بازده سهام می‌باشد. این در حالی است که بر پایه مبانی نظری موجود و تحقیقات کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴)، برنارد بلک (۲۰۰۱) چنین انتظار می‌رفت که در شرکت‌هایی با حقوق سهامداران بالاتر، به دلیل اعمال نظارت‌های مناسب توسط سهامداران، رفتار فرصت‌طلبانه و با انگیزه تعقیب منافع شخصی مدیران محدود شده و قابلیت اتکای گزارشگری مالی (به خصوص سودهای حسابداری) بهبود یافته و در نتیجه، باعث اطمینان بیشتر سرمایه‌گذاران و به تبع آن کاهش نوسان پذیری بازده سهام شرکت شود. اما نتایج تحقیق حاضروجود چنین رابطه‌ای را تأیید نکرد که برخی از دلایل احتمالی این امر عبارت‌اند از:

۱- رعایت حداقل معیارهای شاخص حقوق سهامداران و کسب رتبه پایین توسط شرکت‌ها.

Archive of SID

www.SID.ir

۲- رعایت برخی معیارهای شاخص راهبری شرکتی بصورت ظاهری و بدون درک صحیحی از منطق آن‌ها.

۳- در عملیاتی کردن متغیر حقوق سهامداران به تمامی مولفه‌ها وزن یکسانی اختصاص یافت. با توجه به اینکه برخی شرکت‌ها در برخی مولفه‌های حقوق سهامداران قوی تر هستند، لذا وزن دهی مولفه‌ها می‌تواند به نتایجی متفاوت با نتایج ارائه شده منتج گردد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم حاکی از آن است که بین شاخص شفافیت اطلاعاتی و نوسان بازده سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. این یافته بدان معناست که با افزایش شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها، سهامداران قادر خواهند بود اطلاعات ارائه شده که برای پیش‌بینی سودهای آتی مفید می‌باشند را بهتر و با صحت بالاتری ارزیابی نموده و از این طریق، بتوانند به پیش‌بینی‌های باثبات‌تری در خصوص بازده سهام دست یابند که این امر موجب کاهش نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت می‌شود. این یافته با نتایج پژوهش کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) و دیتمار و همکاران (۲۰۰۶) مطابقت دارد، چرا که در پژوهش های مورد اشاره نیز وجود چنین رابطه ای مورد تائید قرار گرفته است.

بر اساس یافته‌های پژوهش حاضر به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار سرمایه، توصیه می‌گردد در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری علاوه بر متغیرهای مالی، به متغیرهایی نظیر ترکیب هیئت‌مدیره و شفافیت اطلاعاتی نیز توجه نموده و آن‌ها را به عنوان عوامل مؤثر بر نوسان بازده سهام شرکت‌ها در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. به سازمان بورس اوراق بهادار و سایر دست‌اندرکاران تدوین آیین‌نامه راهبری شرکتی در ایران نیز توصیه می‌شود که در تدوین آیین‌نامه‌ها و مقررات مربوطه و در راستای حمایت از گروه‌های مختلف ذینفع، به مولفه‌های مشخص شده در این مطالعه توجه نمایند. در ادامه این تحقیق، برخی از موضوعات مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرند عبارت‌اند از:

۱. استفاده از رویکرد مبتنی بر وزن‌دهی جهت تعیین امتیاز کیفیت حاکمیت شرکتی.

۲. بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر افشای مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها.

۳. بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر هزینه حقوق صاحبان سهام.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

احمدپور، احمد؛ رسائیان، امیر. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با نوسان‌های بازده سهام و ارزش بازار شرکت. *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۷ (۵۱)*، ۷۵- ۹۲.

دیانتی دیلمی، زهرا؛ شکراللهی، پریسا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین اجتناب مالیاتی و ارزش و میزان نگهداشت وجه نقد. *پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۴ (۳)*، ۳۹- ۶۲.

موسوی شیری، محمود؛ سلیمانی، حمید؛ مومنی، یوسف؛ سلیمانی، حجت. (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات حسابداری و نوسان پذیری بازده سهام. *پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۵ (۲)*، ۱۳۱- ۱۴۴.

مهرانی، کاوه؛ صفر زاده، محمد حسین. (۱۳۹۰). تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی. *دانش حسابداری، ۲ (۷)*، ۶۹ – ۹۸.

مهربانی، فاطمه. (۱۳۹۰). محاسبه شاخص حاکمیت شرکتی و کیفیت سود. *دانش حسابداری، ۲ (۷)*، ۶۹- ۹۸.

نمازی، محمد؛ رئیسی، زهره؛ حسینی، سیدمجتبی. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده دربورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۶ (۲۲)، ۲۵ – ۵۱.

29 (5) , 455-485 .

Adjaoud, F; Ben-Amar, W. (2010). Corporate governance and dividend policy: shareholders'protection or expropriation?. *Journal of Business Finance and Accounting, 37 (5)* , 648-667.

Amman, Manuel ; Oesch, David ; Schmid, Markus. M. (2011). Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area. *European Financial Management, 36*, 1-18 .

Bargeron, L; Lehn, K; Zutter, C. (2010). Sarbanes-Oxley and corporate risk-taking. *Journal of Accounting and Economics, 49 (1)* , 34-52 .

Bebchuk, L; Cohen, A ; Ferrel, A. (2008). What matters in corporate governance?. *The Review of Financial Studies, 27*, 1-45 .

Bheenick, E; Brooks, R. D. (2010). Does Volume Help in Predicting Stock Return?. An Analysis of the Australian Market. *Research inInternational Business and Finance, 24 (4)* , 146-157 .

Bhojraj, S; Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business, 76 (3)* , 455-475.

Archive of SID

www.SID.ir

Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *EmergingMarkets Review, 2*, 89–108.

Campbell, J; Lettau, M; Malkiel, B; Xu, Y. (2001). Have individual stocks become morevolatile?. An empirical exploration of idiosyncratic risk. *Journal of Finance, 56 (1)* , 1-43 .

Carcello, J. V; Hermanson, D. R; Neal, T. L; Riley, R. R. Jr. (2002). Board characteristics and audit fees. *Contemporary Accounting Research, 19 (3)* , 365-384 .

Chan, MuiChing Carina; Watson, John; Woodliff, David. (2014). Corporate Governance Quality and CSR Disclosures. *Journal of Business Ethics, 99 (4)* , 451–466 .

Ditmar, A ; Mahrt-Smith,j. (2006). corporate governance and the value of Cash holdings. *journal of Financial Economics, 13 (3). 126-142.*

Durnev, A; Kim, E. H. (2005). To steal or not to steal: firm attributes, legal environment and valuation. *Journal of Finance 60*, 1461–1493.

Ferreira, M. A; Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *Journal of Finance, 62 (2)* , 951-989.

Fu, F. (2009). Idiosyncratic risk and the cross-section of expected stock return. *Journal of Financial Economics, 91 (1)* , 24-37.

Goyal; Santa-Clara, P. (2003). Idiosyncratic risk matters!. *Journal of Finance, 58 (3)* , 975-1008.

Gujarati, D. N; Porter, D. C; Gunasekar, S. (2009). *Basic Econometrics*, 5th Edition, New Delhi: Tata McGraw-Hill.

Gupta, P. P; Kennedy, D. B; Weaver, S. C. (2009). Corporate governance and firm value :evidence from Canadian capital market. *Corporate Ownership and Control, 6* (3, (293-307 .

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

Kirkpatrick, G. (2009). Corporate governance and the financial crisis. *OECD, Financiial Market Trends, 96 (1)* , 1-30.

Klein, A. (2002). Audit committee, board of director characteristics, and earnings management: an empirical investigation. *Journal of Accounting and Economics, Vol 33, No 1*, 51-89.

Klein, P; Shapiro, D; Young, J. (2005). Corporate governance, family ownership and firmvalue: the Canadian evidence. *Corporate Governance: An International Review, 13 (6)* , 769-784 .

Koerniadi H; Krishnamurti Ch; Tourani-Rad, A. (2014). Corporate governance and thevariability of stock returns. *International Journal of Managerial Finance, 10 (4)* , 494 –510 .

Archive of SID

www.SID.ir

Krishnamurti, C; Sevic, A; Sevic, Z. (2005). Voluntary disclosure, transparency, and market quality: evidence from emerging market ADRs. *Journal of Multinational Financial Management*, 15, (4-5) , 435-454.

Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92 (3) , 470-490.

Sharma, V. D. (2004). Board of director characteristics, institutional ownership, and fraud: evidence from Australia Auditing, *journal of practice and theory*, 23 (2) , 107-119

Smith, C. W; Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 20 (4) , 391-405.

Waweru, Nelson M. (2014). Determinants of quality corporate governance in Sub-Saharan Africa. *Managerial Auditing Journal,*

Xu, Y; Malkiel, B. (2003). Investigating the behavior of idiosyncratic volatility. *Journal of Business,* 76 (4) , 613-644

Archive of SID

www.SID.ir