**تأثیر راهبری شرکتی بر شفافیت و همزمانی بازده سهام**

**در بورس اوراق بهادار تهران**

چكيده

**هدف:** هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر روی شفافیت و همزمانی بازده سهام است. **روش­شناسی:** اطلاعات 65 شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای 1389 تا 1394 با روش پنل دیتا تحلیل شد.

**یافته­ها:** یافته‌های پژوهش نشان داد که تاثیر راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام در شرکت‌های بزرگ‌تر، بیشتر از شرکت‌های کوچک‌تر است. اندازه هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره و دوگانگی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره شرکت عوامل معنی‌دار تاثیرگذار بر شفافیت به‌وسیله کاهش همزمانی بازده سهام بودند. همچنین شرکت‌ها، هیئت‌مدیره‌های کوچک‌تر را بیش از هیئت‌مدیره بزرگ‌تر انتخاب می‌کنند، زیرا تأثیر مفت سواری به هیئت‌مدیره بزرگ‌تر مربوط است و می‌تواند همزمانی بازده سهام را افزایش دهد؛ ازاین‌رو، شفافیت کاهش می‌یابد. باید نسبت مدیران غیر اجرائی در هیئت‌مدیره افزایش یابد، زیرا می‌تواند تأثیر منفی بر همزمانی بازده سهام و اثرات مثبت بر شفافیت داشته باشد. همچنین افزایش اندازه شرکت سبب افزایش همزمانی بازده سهام و کاهش شفافیت شرکت می‌شود.

**دانش­افزایی:** این پژوهش، نخستین پژوهش در خصوص تأثیر راهبری شرکتی بر شفافیت و همزمانی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران است.

**واژه‌های کلیدی:** راهبری شرکتی، شفافیت، همزمانی بازده سهام.

کد طبقه بندی موضوعی: M41

مقدمه

راهبری شرکتی به معنای قوانین، مقررات، ساختارها، فرهنگ‌ها و سیستم­هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود ]3[. راهبری شرکتی رخدادی که بعضی از افراد اطلاعات بیشتری درباره شرکت، نسبت به افراد دیگر دارند (عدم تقارن اطلاعاتی) را کاهش می دهد. کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، باعث شفافیت می شود. این دیدگاه در ادبیات پژوهش مطرح شده که شفافیت شرکت و راهبری شرکتی با ایجاد اثرات خوب، توانائی شرکت را افزایش می دهد ]18[. طبق بررسی بیک و برون ]8[ شرکت‌ها باکیفیت راهبری شرکتی بالا، اطلاعات بیشتری را افشا می‌کنند. علاوه بر آن، شرکت‌ها با یک ساختار راهبری شرکتی مناسب، شفافیت بیشتری از شرکت‌هایی که چارچوب راهبری شرکتی ضعیف‌تری دارند خواهند داشت. در ادبیات موضوع، همزمانی بازده سهام، درکی از میزان افشای شرکتی ایجاد‌شده توسط شرکت‌ها را در اختیار می‌گذارد. این امر، منجر به افزایش بحث ها پیرامون مفهوم افشای اطلاعات شرکتی، راهبری و همزمانی شد. همزمانی بازده سهام به معنی حرکت بازده سهام خاص هم سو با بازده بازار توضیح داده‌شده است. به این معنی که حرکت سهام آن چیزی است که امکان حرکت با بازار را نشان می‌دهد. یا بیانگر درجه‌ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود]14[.

در توضیح همزمانی بازده سهام، مورک، یانگ و یو ]19[ اولین افرادی بودند که در این زمینه پژوهش کردند و با ارائه شواهدی نشان دادند که همزمانی بازده سهام، میزانی از بازده سهام یک شرکت خاص است که با بازده بازار هم حرکتیدارند. مورک و همکاران ]19[ دریافتند که تعریف همزمانی بازده سهام متفاوت نیست. به عقیده دیو و همکاران ]10[ همزمانی به حرکت قیمت سهام برمی‌گردد؛ به میزانی که قیمت سهام خاص دسته‌جمعی به بالا و پایین حرکت می‌کند. خانداکر ]16[ توضیح می‌دهد که همزمانی قیمت سهام، تمایل بازار سهام به حرکت در همان جهت در یک دوره زمانی خاص؛ مانند یک روز یا یک هفته معین است. با این توضیحات، یک بازار بیشتر همزمان است اگر به‌طورکلی قیمت سهام‌های خاص باهم متفاوت باشند. طبق پژوهش بوشمن و همکاران ]9[ در توضیح شفافیت شرکت، اطلاعات خاص شرکت برای شرکت‌های تجاری بیرونی یا انتشار اطلاعات به شرکت‌کنندگان بازار به‌طور علنی در دسترس است. طبق پژوهش جین و مایرز ]15[ همزمانی بازده سهام را می‌توان به‌ عنوان اندازه‌گیری شفافیت شرکت تفسیر کرد؛ زیرا نشان می‌دهد چقدر شاخص بازار، بازده شرکت خاص را توضیح می‌دهد.

این رویکرد همزمانی بازده سهام توسط دیدگاهی در ادبیات مانند جین و مایرز ]15[ حمایت‌شده که استدلال کردند همزمانی بازده سهام می‌تواند به‌عنوان اندازه‌گیری شفافیت شرکت تفسیر شود، زیرا نشان می‌دهد چقدر شاخص بازار بازده شرکت خاص را توضیح می‌دهد.

در حال حاضر، هنوز بورس اوراق بهادار تهران چارچوب قانونی قوی برای توسعه افشا در بازار سهام ندارد. همچنین در ایران، قانون افشای اطلاعات سخت‌گیرانه همانند بورس های کشورهای پیشرفته که شرکت‌ها را مجبور به نشان دادن اطلاعات درست و منصفانه کند، وجود ندارد. در نبود یک چنین چارچوب مؤثری، انتظار می‌رود راهبری شرکتی کارآمد در سطح شرکت نقش بسیار مهمی را در بهبود افشای اطلاعات؛ و در نتیجه توسعه شفافیت بازی کند. با توجه به خلاء مطالعاتی موجود، این پژوهش تلاش می کند تا تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی را بر همزمانی بازده سهام و شفافیت را مورد مطالعه قرار دهد.

**پیشینه پژوهش**

مطالعات تأثیرگذار بر همزمانی بازده سهام از سال 2000 آغاز شد و حوزه نسبتاً جدیدی را در ادبیات مالی ایجاد کرد. در این بخش، مهم ترین مطالعات انجام شده در جهان و کشور ما در خصوص موضوع پژوهش ارائه می شود. در مطالعات انجام شده در کشور ما، همتی، سیرانی و محمدی ]7[ اثر کیفیت حسابرسی و ساختار مالکیت بر همزمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. طبق نتایج به‌دست‌آمده، رابطه منفی و معناداری بین سهامداران عمده و همزمانی در قیمت سهام وجود دارد و همچنین نتایج بیانگر آن است که هرچه کیفیت حسابرسی بیشتر باشد، قیمت سهام حاوی اطلاعات خواهد بود. یافته‌های پژوهش همچنین نشان ‌داد درصورتی‌که سهامداران عمده، دولتی یا وابسته به دولت باشند، تضاد منافع مدیران و سهامداران کمتر خواهد بود و اطلاعات در ارتباط با قیمت سهام به ‌صورت شفاف، موجود و در اختیار سرمایه‌گذاران خواهد بود. همچنین کامیابی و پرهیزگار ]6[ به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش سرمایه‌گذاران نهادی برحسب میزان انگیزه و تمایلشان جهت کنترل و نظارت بر شرکت‌ها، به دو گروه سرمایه‌گذاران نهادی پایدار (بلندمدت) و ناپایدار (موقت) تقسیم‌شدند تا رابطه آن‌ها با همزمانی قیمت سهام مورد بررسی قرار گیرد. نتایج پژوهش حاکی از وجود ارتباط منفی معناداری بین سرمایه‌گذاری نهادی و همزمانی قیمت سهام بود. هم‌چنین، یافته‌ها نشان داد که بین پایداری سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام رابطه منفی معناداری وجود دارد. درحالی‌که بین ناپایداری سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد. در پژوهشی دیگر، جوانی قلندری ]2[ تاثیر تخصص حسابرس بر کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام را موردبررسی قرارداد و نتایج حاکی از آن بود که بین کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام رابطه منفی وجود دارد. ضمنا دولو و امامی ]4[ رابطه بین همزمانی قیمت سهام و نقد شوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قراردادند و نتایج حاکی از آن بود که بین همزمانی قیمت سهام با نقد شوندگی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و افزایش همزمانی قیمت سهام موجب بهبود نقد شوندگی سهام می‌شود. همچنین فروغی و حقیقت ]5[ تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر همزمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت تاثیر منفی بر همزمانی قیمت و ریسک سقوط سهام دارد. به علاوه احمدپور و پیکرنگار قلعه رودخانی ]1[ در پژوهشی به تبیین رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی با همزمانی قیمت در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که بین کیفیت اقلام تعهدی غیر اختیاری و همزمانی قیمت رابطه‌ای وجود ندارد؛ ولی بین کیفیت اقلام تعهدی اختیاری با همزمانی قیمت برای شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه‌ معنی‌دار و مستقیم وجود دارد.

با پژوهش‌های انجام‌شده توسط فرناندز و فریرا ]12و 13[ و کیم و شی ]17[ اثبات شد که همزمانی بازده سهام در بازارهای نوظهور، بالاتر از بازارهای توسعه‌یافته است. به علاوه جین و مایرز ]15[ دریافتند که همزمانی بازده سهام با شفافیت حسابداری یک کشور کاهش می‌یابد. همچنین دومی و همکاران ]11[ دریافتند که در شرکت‌هایی که همزمانی کمتر از خود نشان دادند، بیشتر تأمین مالی خارجی کردند و چنین شرکت‌هایی قادر به تخصیص سرمایه به شیوه‌ای کارآمدتر هستند و همچنین شفاف دیده می‌شوند. مورک و همکاران ]19[ با مطالعه‌ بازار سرمایه 40 کشور به این نتیجه رسیدند که همزمانی یا به‌عبارت‌دیگر هم حرکتی بازده سهام در بازارهای نوظهور، نسبت به بازارهای پیشرفته بیشتر است. مطابق با یافته‌های آن‌ها در کشوری که حق مالکیت، قوی‌تر است، همزمانی بازده سهام پایین‌تر است. آن‌ها تفاوت‌های مقطعی و کشوری در R2 را کنترل کرده و مشاهده کردند که موانع قانونی و مقرراتی برای انجام معاملات آگاهانه، R2 بالاتر در کشورهای درحال‌توسعه را توضیح می‌دهند. استدلال آن‌ها برای هم حرکتی بیشتر در بازارهای نوظهور ناشی از همبستگی بالای ویژگی‌های بنیادی، حمایت ضعیف از سرمایه‌گذاران، حق مالکیت ضعیف است. همچنین آن‌ها بیان می‌کنند که در کشورهای با تولید ناخالص داخلی بالا، قیمت سهام به شیوه‌ غیرهمزمان حرکت می‌کنند و تائید کننده‌ این موضوع است که شرکت‌ها در محیط‌های اطلاعاتی بهتر همزمانی پایین‌تری دارند. پدیده‌ حرکت قیمت سهام عمدتاً به خاطر اندازه‌ بازار نیست؛ بلکه ناشی از همبستگی ویژگی‌های بنیادی در بازارهای نوظهور است.

**روش‌ پژوهش**

این پژوهش ازنظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و ازنظر هدف کاربردی می‌باشد. همچنین از روش الگوهای داده‌های ترکیبی (پنل دیتا) برای برآورد ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده‌شده است. جامعه آماری پژوهش عبارت است از کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

1. اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشد.

2. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

3. طی دوره زمانی پژوهش تغییر ماهیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

4. جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی و واسطه گران مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، هلدینگ و لیزینگ) نباشد.

پس از در نظر گرفتن ویژگی‌های فوق درنهایت 65 شرکت‌ واجد شرایط به‌عنوان نمونه انتخاب ‌شدند. دوره زمانی پژوهش شامل سال‌های 1389 تا 1394 است. داده‌های موردنیاز این پژوهش از طریق صورت‌های مالی شرکت‌ها، سایت، ماهنامه، آمارهای مستند سازمان بورس، گزارش‌های هیئت‌مدیره به مجامع عادی سالیانه و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری‌شده است.

**متغیرهای پژوهش و نحوه محاسبه آن**

متغیرهای وابسته پژوهش حاضر به شرح ذیل اندازه‌گیری می‌گردد:

همزمانی بازده سهام:از معیار در اندازه‌گیری همزمانی بعنوان نماینده شفافیت با استفاده از برآورد مدل بازار از کار گل و همکاران (2010) استفاده شد. ابتدا مدل رگرسیونی بازار زیر را برای هرکدام از شرکت‌ها در سال‌های مختلف اجرا و ضریب تعدیل‌شده معادله رگرسیونی R2 آن‌ها را به دست می‌آوریم. برآورد مدل بازار به شرح زیر است:

 به‌دست‌آمده از مدل بازار بیانگر ضریب تعدیل‌شده حاصل از تغییرات بازده بازار و صنعت و تأثیرات آن بر بازده سهام است. ازآنجایی‌که R2 چولگی بالایی دارد و بین صفر و یک قرار می‌گیرد، با انجام یک تبدیل لگاریتمی، متغیر با توزیع نزدیک به نرمال (SYNCH) از طریق رابطه‌ی زیر به دست می‌آید. 

که در آن ضریب تعیین برای برآورد معادله است. هنگامی‌که در یک شرکت  بالا است، به این معنی است که چنین شرکتی همزمان با بازار است؛ ازاین‌رو، در چنین شرکت شفافیت کمتر است. در این پژوهش اندازه‌گیری  مبنی بر بازده ماهانه شرکت است.

شفافیت شرکتی:برای کمی نمودن متغیر افشا، از فهرست امتیاز افشای شرکت و شفافیت سازمان بورس و اوراق بهادار تهران (رتبه نهایی که در گزارش هیئت‌مدیره شرکت‌ها افشا می‌شود) استفاده‌شده است. سازمان بورس معیار و امتیاز رتبه‌بندی کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار را بر اساس وضعیت اطلاع‌رسانی آن‌ها ازنظر قابلیت اتکا و به‌موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه کرده است.

در مجموع از پنج سازوکار راهبری شرکتی به عنوان متغیرهای مستقل شامل: دوگانگی مدیرعامل و رئیس هسئت مدیره شرکت (CEODU)، ترکیب اعضای هیئت‌مدیره (BC)، اندازه هیئت‌مدیره (BS)، کیفیت حسابرسی (AQ) و مالکیت نهادی (INS) استفاده شد. درصورتی‌که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره باشد از متغیر مجازی یک و در غیر این صورت از متغیر مجازی صفر استفاده شد. برای اندازه‌گیری ترکیب هیئت‌مدیره، تعداد مدیران غیرموظف بر تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره تقسیم ‌شد. اندازه هیئت‌مدیره به‌وسیله لگاریتم طبیعی تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره سنجیده ‌شد. متغیر کیفیت حسابرسی از طریق رتبه‌بندی مؤسسات حسابرسی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار به‌دست‌آمد. متغیر مالکیت نهادی از درصد (نسبت) مالکیت نهادی به تعداد کل سهام شرکت به دست می‌آید.

مطابق با ادبیات موجود، متغیرهای کنترلی شامل: انحراف معیار نسبت سود عملیاتی به‌کل دارایی‌ها(STDROA)، نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری(MTB)، انحراف معیار بازده سهام (STDEV) و اندازه شرکت شامل ارزش دارایی‌ها (SIZE) هستند.

**فرضیه های پژوهش و متغیرهای آن**

فرضیه اول: همزمانی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

سنجش با استفاده از مدل (1): $RET\_{ i,t}=α+β\_{1}REM\_{i,t}+β\_{2}REM\_{i,t-1}+ε\_{i,t}$

فرضیه دوم:سازوکارهای راهبری شرکتی تأثیر معنی‌داری بر همزمانی بازده سهام دارد.

سنجش با استفاده از مدل (2):

**SYNCHit***=α+*$β\_{1}BC\_{I,t}$*+*$β\_{2}BS\_{I,t}$*+*$β\_{3}CEODU\_{I,t}$*+*$β\_{4}INS\_{I,t}+β\_{5}AQ\_{I,t}+β\_{6}MTB\_{I,t}+β\_{7}STDROA\_{I,t}$

$+β\_{8}STDEV\_{i,t}$$+β\_{9}Size\_{i,t}+ε\_{i,t}$

فرضیه سوم**:** سازوکارهای راهبری شرکتی تأثیر معنی‌داری بر شفافیت شرکت دارد.

سنجش با استفاده از مدل (3)**:**

$TDS\_{ i,t}$=*α+*$β\_{1}BC\_{i,t}$*+*$β\_{2}BS\_{i,t}$*+*$β\_{3}CEODU\_{i,t}$*+*$ β\_{4}INS\_{i,t}+β\_{5}AQ\_{i,t}+β\_{6}MTB\_{i,t}+β\_{7}STDROA\_{i,t}$*+*$β\_{8}STDEV\_{i,t}+β\_{9}Size\_{i,t}$$+ε\_{i,t}$

فرضیه چهارم:تأثیر راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام در شرکت‌های بزرگ‌تر نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر تفاوت معنی‌داری دارد. برای آزمون فرضیه چهارم، شرکت‌ها بر مبنای اندازه شرکت به دو گروه شرکت‌های بزرگ و کوچک تقسیم شد. یک‌بار برای شرکت بزرگ و یک‌بار برای شرکت کوچک تخمین مدل صورت گرفت و سپس نتایج حاصله با یکدیگر مقایسه شدند.

**یافته‌های پژوهش**

**آمار توصیفی**

نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (1) نشان داده‌شده است. طبق نگاره (1) میانگین متغیر شفافیت (TDS) برابر با 731/67 است که نشان می‌دهد بیشتر داده­های مربوط به این متغیر حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همچنین میانه متغیر اندازه هیئت‌مدیره (BS) برابر با 609/1 که نشان می­دهد نیمی از داده­ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. ازجمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر شفافیت (TDS) برابر 141/20 و برای متغیر انحراف معیار بازده دارایی­ها (STDROA) برابر با 035/0 است که نشان می­دهد در بین متغیرهای پژوهش، TDS و STDROA به ترتیب دارای بیشترین و کمترین میزان پراکندگی هستند. همچنين، لازم به توضيح است به‌منظور اجتناب از تأثیر داده­هاي پرت بر نتايج پژوهش، کليه داده­هاي پرت متغيرها در سطح يک درصد حذف‌شده‌اند*.*

**نگاره 1: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش**

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| **متغیر** | **نماد انگلیسی** | **ميانگين** | **ميانه** | **بیشینه** | **کمینه** | **انحراف معيار** |
| **همزمانی بازده سهام** | SYNCH | 339/2- | 937/1- | 167/0- | 000/8- | 579/1 |
| **شفافیت شرکتی** | TDS | 731/67 | 000/70 | 00/100 | 000/7 | 141/20 |
| **ترکیب هیئت‌مدیره** | *BC* | 688/0 | 800/0 | 000/1 | 200/0 | 174/0 |
| **اندازه هیئت‌مدیره** | BS | 629/1 | 609/1 | 946/1 | 605/1 | 078/0 |
| **دوگانگی مدیرعامل** | CEODU | 192/0 | 000/0 | 000/1 | 000/0 | 395/0 |
| **مالکیت نهادی** | INS | 630/0 | 732/0 | 000/1 | 000/0 | 297/0 |
| **کیفیت حسابرسی** | AQ | 374/0 | 000/0 | 000/1 | 000/0 | 485/0 |
| **نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری**  | MTB | 153/1 | 850/0 | 826/6 | 032/0 | 018/1 |
| انحراف معیار بازده دارایی‌ها | STDROA | 049/0 | 038/0 | 271/0 | 005/0 | 035/0 |
| **انحراف معیار بازده سهام** | STDEV | 178/0 | 129/0 | 744/1 | 019/0 | 187/0 |
| **اندازه شرکت** | Size | 262/14 | 060/14 | 739/18 | 952/10 | 414/1 |

**آزمون چاو و هاسمن**

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش لازم است تا آزمون F لیمر به‌منظور بررسی استفاده از روش داده‏هاي تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده­هاي ترکیبی براي الگوهای مزبور انجام شود. نتایج حاصل آزمون F لیمر برای الگوهای مزبور در نگاره (2) نشان داده‌شده است. بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی با آزمون چاو (F لیمر)، از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می‌کنیم. همان‌طور که در نگاره (3) قابل‌مشاهده است، نتایج حاکی از آن است که الگوی داده­های تابلویی با اثرات ثابت برای الگوی (1 تا 3) روش ارجح است؛ بنابراین، به تخمین الگوی پژوهش با توجه به روش ارجح پرداخته شد.

**نگاره 2: نتایج آزمون** F **لیمر برای الگوی پژوهش**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **الگوی موردبررسی** | **آماره** | **سطح خطا** | **روش پذیرفته‌شده** |
| الگوی (1) | 435/2 | 000/0 | روش اثرات ثابت |
| الگوی (2) | 673/6 | 000/0 | روش اثرات ثابت |
| الگوی (3) | 289/2 | 0454/0 | روش اثرات ثابت |

 **نگاره 3: نتایج آزمون هاسمن برای الگوی پژوهش**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **الگوی موردبررسی** | **آماره** | **سطح خطا** | **روش پذیرفته‌شده** |
| الگوی (1) | 081/11 | 003/0 | روش اثرات ثابت |
| الگوی (2) | 223/20 | 0166/0 | روش اثرات ثابت |
| الگوی (3) | 539/18 | 0294/0 | روش اثرات ثابت |

**آزمون فرضیه‌ اول پژوهش**

فرضیه‌ اول: به بررسی وجود همزمانی بازده سهام در شرکت­های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می­پردازد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش به شرح زیر است. سطح معنی‌داری برای تک‌تک متغیرها و هم‌چنین برای کل مدل در سطح اطمینان 95 درصد محاسبه‌شده است. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین وجود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین-واتسون محاسبه‌شده (510/1) که بین 5/2- 5/1 می‌باشد بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی‌مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره (4) مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری آماره‌ آزمون بازده بازار از سطح خطای 5 درصد کم‌تر است و بنابراین وجود رابطه‌ مستقیم و معنی‌دار بین شاخص بازار و بازده سهام شرکت­ها تائید می‌شود و فرضیه‌ اول پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با مبانی نظری پژوهش و با پژوهش جیامفی و همکاران ]14[ مطابقت دارد.

**نگاره 4: نتایج حاصل از برآورد الگوی 1 پژوهش (آزمونفرضیه‌اول)**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **متغیر** | **ضریب متغیر** | **آماره تی** | **سطح خطا** |
| $$α\_{0}$$ | 141/0 | 015/15 | 000/0 |
| RM | 189/1 | 919/9 | 000/0 |
| $$RM\_{t-1}$$ | 644/0 | 906/4 | 000/0 |
| **ضریب تعیین** | 059/0 |
| **ضریب تعیین تعدیل‌شده** | 0447/0 |
| **آماره­ دوربین-واتسون** | 510/1 |
| آماره­یF | 000/4 |
| **احتمال آماره­ی** F | 000/0 |

منبع: یافته های پژوهش

**آزمون فرضیه‌ دوم پژوهش**

فرضیه‌­ دوم: به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام می­پردازد. با توجه به نتایج قابل‌مشاهده در نگاره (5) و با توجه آماره‌ F به‌دست‌آمده (564/6) و سطح خطای آن می‌توان ادعا کرد که درمجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. خودهمبستگی نقض یکی از فرض‌های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره‌ دوربین-واتسون می‌توان جهت تعیین وجود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین-واتسون محاسبه‌شده (948/1) که بین 5/2- 5/1 می‌باشد، بیان‌گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی‌مانده‌های اجزای خطا را نشان می‌دهد. همان‌طور که در نگاره (5) مشاهده می‌شود ضرایب معیارهای راهبری شرکتی شامل (استقلال اعضای هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و کیفیت حسابرسی) به ترتیب برابر است با 484/1-، 417/0-، 543/0- و 393/0- و با توجه به سطح خطای آن‌ها که به ترتیب برابر است با 0007/0، 0273/0، 0345/0 و 0143/0 که کمتر از سطح خطای 05/0 هستند؛ بنابراین، این فرضیه (به جزء در اندازه هیئت‌مدیره) در سطح اطمینان 95/0 مورد تأیید قرار می­گیرد. ضرایب منفی معیارهای راهبری شرکتی به‌جزء اندازه هیئت‌مدیره نشان‌دهنده آن است که افزایش سازوکارهای راهبری شرکتی، سبب کاهش همزمانی بازده سهام می­شود. ضریب مثبت اندازه شرکت نشان می‌دهد که افزایش اندازه شرکت سبب افزایش همزمانی بازده سهام (کاهش شفافیت شرکت) می‌شود. نتیجه آزمون این فرضیه، با مبانی نظری پژوهش و با پژوهش جیامفی و همکاران ]14[ مطابقت دارد.

**نگاره ‏5: نتایج حاصل از برآورد الگوی 2 پژوهش (آزمون فرضیه‌ دوم)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **متغیرها** | **نماد** | **ضریب متغیر** | **آماره تی** | **سطح خطا** |
| عرض از مبدأ | $$α\_{0}$$ | 260/4- | 369/2- | 0183/0 |
| ترکیب هیئت‌مدیره | BC | 484/1- | 422/3- | 0007/0 |
| اندازه هیئت‌مدیره | BS | 115/1 | 141/1 | 254/0 |
| دوگانگی مدیرعامل | CEODU | 417/0- | 212/2- | 0273/0 |
| مالکیت نهادی | INS | 543/0- | 121/2- | 0345/0 |
| کیفیت حسابرسی | AQ | 393/0- | 460/2- | 0143/0 |
| نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دفتری | MTB | 086/0 | 0499/1 | 294/0 |
| **انحراف معیار بازده دارایی­ها** | STDROA | 371/2 | 084/31 | 279/0 |
| انحراف معیار بازده سهام | STDEV | 319/1- | 230/3- | 001/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 120/0 | 125/2 | 0342/0 |
| **ضریب تعیین** | 196/0 |
| **ضریب تعیین تعدیل‌شده** | 166/0 |
| **آماره­ دوربین-واتسون** | 948/1 |
| **آماره­** F | 564/6 |
| **احتمال آماره­** F | 000/0 |

منبع: یافته های پژوهش

**آزمون فرضیه‌ سوم پژوهش**

فرضیه‌ سوم: به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر شفافیت شرکت می­پردازد. با توجه به نتایج قابل‌مشاهده در نگاره (6) و با توجه آماره‌ F به‌دست‌آمده (939/6) و سطح خطای آن می‌توان ادعا کرد که درمجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ دوربین-واتسون که برابر 531/1 است، می‌توان ادعا کرد که خودهمبستگی مرتبه‌ اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده ضرایب معیارهای راهبری شرکتی شامل (استقلال اعضای هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و کیفیت حسابرسی) به ترتیب برابر است با 674/15، 174/6، 697/6 و 546/2 و با توجه به سطح خطای آن‌ها که به ترتیب برابر است با 0046/0، 010/0، 0399/0 و 210/0 که کمتر از سطح خطای 05/0 هستند؛ بنابراین، این فرضیه (به جزء در اندازه هیئت‌مدیره،) در سطح اطمینان 95/0 مورد تأیید قرار می­گیرد. ضرایب مثبت معیارهای راهبری شرکتی به‌جزء اندازه هیئت‌مدیره نشان‌دهنده آن است که افزایش راهبری شرکتی سبب افزایش شفافیت شرکت می­شود. ضریب منفی اندازه شرکت نشان می‌دهد که افزایش اندازه شرکت سبب کاهش شفافیت شرکت می‌شود. پس شرکت‌های بزرگ‌تر سطح افشای پایین‌تری در مقایسه با شرکت‌های کوچک‌تر دارند. ازاین‌رو احتمال بیشتری وجود دارد که شرکت‌های بزرگ منعکس‌کننده‌ نماگرهای اقتصادی در بازار باشند؛ بنابراین شرکت‌های بزرگ همزمانی بازده سهام بالاتری دارند. نتیجه آزمون این فرضیه با مبانی نظری و با پژوهش جیامفی و همکاران ]14[ مطابقت دارد.

**نگاره ‏6: نتایج حاصل از برآورد الگوی 3 پژوهش (آزمون فرضیه‌ سوم)**

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **متغیرها** | **نماد** | **ضریب متغیر** | **آماره تی** | **سطح خطا** |
| عرض از مبدأ | $$α\_{0}$$ | 394/107 | 707/4 | 000/0 |
| ترکیب هیئت‌مدیره | BC | 674/15 | 848/2 | 0046/0 |
| اندازه هیئت‌مدیره | BS | 632/18- | 503/1- | 133/0 |
| دوگانگی مدیرعامل | CEODU | 174/6 | 581/2 | 0102/0 |
| مالکیت نهادی | INS | 697/6 | 062/2 | 0399/0 |
| کیفیت حسابرسی | AQ | 546/2 | 254/1 | 210/0 |
| نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دفتری | MTB | 832/4 | 602/4 | 000/0 |
| **انحراف معیار بازده دارایی­ها** | STDROA | 632/102- | 698/3- | 0002/0 |
| انحراف معیار بازده سهام | STDEV | 069/6 | 171/1 | 242/0 |
| اندازه شرکت | SIZE | 968/1- | 743/2- | 0064/0 |
| **ضریب تعیین** | 205/0 |
| **ضریب تعیین تعدیل‌شده** | 176/0 |
| **آماره­ دوربین-واتسون** | 531/1 |
| **آماره­** F | 939/6 |
| **احتمال آماره­** F | 000/0 |

منبع: یافته های پژوهش

**آزمون فرضیه‌ چهارم پژوهش**

فرضیه‌ چهارم**:** به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر کاهش همزمانی بازده سهام در شرکت­های بزرگ‌تر نسبت به شرکت­های کوچک‌تر می­پردازد. با توجه به نتایج ارائه‌شده در نگاره (7) و با توجه به آماره‌ F به‌دست‌آمده برای شرکت­های بزرگ و کوچک که به ترتیب، برابر است با 863/7 و 113/3 و هم‌چنین، سطح خطای آن برای شرکت­های بزرگ و کوچک که به ترتیب، برابر است با 000/0 و 0025/0 می‌توان بیان کرد که درمجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ دوربین-واتسون که برای شرکت­های بزرگ و کوچک، به ترتیب، برابر با 901/1 و 079/2 است، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی مرتبه‌ اول میان باقی‌مانده‌های الگو وجود ندارد. به‌طورکلی این نتایج بیانگر این است که الگو ازنظر معناداری کل و خودهمبستگی مشکلی ندارد و می‌توان به سایر نتایج (رابطه بین متغیرهای مستقل و کنترلی با متغیر وابسته و غیره) آن اتکا کرد.

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده ضرایب معیارهای راهبری شرکتی (استقلال اعضای هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و اندازه موسسه حسابرسی) در شرکت­های بزرگ‌تر به ترتیب برابر است با 893/1-، 649/2، 749/0-، 853/0- و 509/0-و سطح خطای آن­ها به ترتیب برابر است با 0010/0، 0539/0، 0057/0،0343/0 0275/0 و ضرایب معیارهای راهبری شرکتی در شرکت­های کوچک‌تر به ترتیب برابراست با 607/1-، 794/0، 553/0-، 627/0- 536/0- و سطح خطای آن­ها به ترتیب برابر است با 0347/0، 558/0، 0415/0، 0654/0 و 0156/0 است؛ که ضرایب همه معیارهای راهبری شرکتی در شرکت­های بزرگ‌تر، بیشتر از شرکت­های کوچک‌تر است؛ بنابراین، با توجه به این‌که ضریب (شدت متغیر) معیارهای راهبری شرکتی در شرکت­های بزرگ‌تر بیشتر از شرکت­های کوچک‌تر است؛ بنابراین تأثیر راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام در شرکت­های بزرگ‌تر تفاوت معنی‌داری با شرکت­های کوچک‌تر دارد.

**نگاره ‏7: نتایج حاصل برای آزمون فرضیه‌چهارم**

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **متغیرها** | **نماد** | **اندازه شرکت** |
| **بزرگ** | **کوچک** |
| **ضریب** | **آماره تی** | **سطح خطا** | **ضریب** | **آماره تی** | **سطح خطا** |
| **عرض از مبدأ** | $$α\_{0}$$ | 029/4- | 652/1- | 100/0 | 155/2- | 945/0- | 345/0 |
| ترکیب هیئت‌مدیره | BC | 893/1- | 355/3- | 0010/0 | 607/1- | 127/2- | 0347/0 |
| اندازه هیئت‌مدیره | BS | 649/2 | 940/1 | 0539/0 | 794/0 | 586/0 | 558/0 |
| دوگانگی مدیرعامل | CEODU | 749/0- | 795/2- | 0057/0 | 553/0- | 052/2- | 0415/0 |
| مالکیت نهادی | INS | 853/0- | 132/2- | 0343/0 | 627/0- | 853/1- | 0654/0 |
| کیفیت حسابرسی | AQ | 509/0- | 222/2- | 0275/0 | 536/- | 439/2- | 0156/0 |
| نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به دفتری | MTB | 167/0 | 195/1 | 233/0 | 154/0 | 686/1 | 0933/0 |
| **انحراف معیار بازده دارایی­ها** | STDROA | 134/6- | 781/1- | 076/0 | 637/2 | 995/0 | 321/0 |
| انحراف معیار بازده سهام | STDEV | 272/1- | 383/2- | 0182/0 | 558/0- | 919/0- | 359/0 |
| **ضریب تعیین** | 252/0 | 118/0 |
| **ضریب تعیین تعدیل‌شده** | 220/0 | 080/0 |
| **آماره­ دوربین-واتسون** | 901/1 | 079/2 |
| **آماره­** F | 863/7 | 113/3 |
| **احتمال آماره­** F | 000/0 | 0025/0 |

منبع: یافته های پژوهش

**بحث و نتیجه‌گیری**

در این پژوهش به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام و شفافیت شرکت در شرکت‏های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. معیارهای موردبررسی شامل: استقلال اعضای هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و کیفیت حسابرسی است. بدین منظور چهار فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده­های موجود مورد تجزیه‌وتحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که همزمانی بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می­دهد که معیارهای راهبری شرکتی به‌جزء اندازه هیئت‌مدیره تأثیر منفی و معنی‌داری بر همزمانی بازده سهام‌دارند. ولی اندازه هیئت‌مدیره یک رابطه مثبت با همزمانی بازده سهام دارد. این پژوهش شواهد قوی برای حمایت از استدلال کاهش نظارت توسط اندازه هیئت‌مدیره بزرگ‌تر و تاثیر پدیده مفت سواری فراهم می‌کند. اندازه هیئت‌مدیره بزرگ‌تر با سطوح بالاتری از همزمانی که منجر به کاهش در شفافیت می‌شود مربوط است. علاوه بر این نتایج پژوهش حاکی از آن است که معیارهای راهبری شرکتی به‌جزء اندازه هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معنی‌داری بر شفافیت شرکت دارد. پژوهش دریافت که شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر از شرکت‌های کوچک‌تر همزمان هستند. این ممکن به‌عنوان یک نتیجه‌ای از توانایی شرکت‌های بزرگ‌تر به تاثیر شاخص سهام مرکب (بازده بازار) باشد. همچنین نتایج پژوهش حاکی از آن است که شدت تاثیر معیارهای راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام در شرکت­های بزرگ‌تر بیشتر از شرکت­های کوچک‌تر است. به‌طور خلاصه می­توان بیان کرد که راهبری شرکتی مناسب، بانظم بخشیدن به سرمایه­گذاری، جلوگیری از مدیریت سود و بهبود محیط اطلاعاتی از تصمیمات نامطلوب مدیریتی جلوگیری می­کند. شواهد نشان می­دهد که شرکت­های با راهبری­ شرکتی قوی با پل زدن شکاف اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می­شود. ازآنجاکه راهبری شرکتی موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی به سمت حداکثر کردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد می­شود، این فرضیه وجود خواهد داشت که راهبری شرکتی تأثیر منفی معنی‌داری بر همزمانی بازده سهام دارد. با توجه به پیشینه نظری و تجربی و یافته‌های پژوهش به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل گران مالی و کارگزاران پیشنهاد می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری به معیارهای راهبری شرکتی بر همزمانی بازده سهام و شفافیت شرکت توجه نمایند. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود بر پیامدهای همزمانی بازده سهام توجه بیشتری کنند.

**فهرست منابع**

1. احمدپور، احمد و پیکرنگار قلعه رودخانی، صدیقه. (1391). تبیین رابطه بین اجزای کیفیت اقلام تعهدی و همزمانی قیمت در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره 16، ص 137-151.
2. جوانی قلندری، موسی. (1394). تاثیر تخصص حسابرس بر کیفیت سود و همزمانی قیمت سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
3. حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. (1385). نقش هیات مدیره در حاکمیت شرکتی، قسمت دوم، مجله حسابدار، سال بیست و یکم، شماره صد و هفتاد وچهار .ص 29-26.
4. دولو، مریم و امامی، علی. (1394). بررسی رابطه همزمانی قیمت سهام و نقد شوندگی: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره 29، ص 3-22.
5. فروغی، داریوش و حقیقت، آرزو. (1392). تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر همزمانی قیمت و ریسک سقوط قیمت سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، دانشگاه اصفهان.
6. کامیابی، یحیی و پرهیزگار، بتول. (1394). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و همزمانی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال پنجم/ شماره هفدهم.
7. همتی، هدی؛ سیرانی، محمد و قانع محمدی. (1394). اثر کیفیت حسابرسی و ساختار مالکیت بر همزمانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی شماره 61.
8. Beeks, W. and Brown, P.R. (2005), Do better-governed Australian firms make more informative disclosures?, available at: http://ssrn.com/abstract\_650062 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.650062 (accessed 31 May 2013).
9. Bushman, R.M., Piotroski, J.D. and Smith, A.J. (2004), What determines corporate transparency?, *Journal of Accounting Research*, Vol. 42 No. 2, pp. 207-252.
10. Du, J., Hao, H. and Xu, C. (2007), What determines the synchronicity of stock price movements in the Shanghai and Shenzhen stock exchanges?, Shanghai-Hong Kong Development Institute Occasional Paper No. 8, China.
11. Durnev, A., Morck, R., Yeung, B. and Zarowin, P. (2003). Does Greater Firm-specific Return Variation Mean More or Less Informed Stock Pricing? Journal of Accounting Research 41 (5), 797-836.
12. Fernandes, N. and Ferreira, M. A. (2009). Insider trading laws and stock price informativeness. Review of Financial Studies 22, 1845–1887.
13. Fernandes, N. and Ferreira, M.A. (2008). Does international cross-listing improve the information environment? Journal of Financial Economics 88, 216–244.
14. Gyamfi, M , Bokpin, G. and Gemegah,A.(2015). Corporate governance and transparency: evidence from stock return synchronicity, *Journal of Financial Economic Policy*, Vol. 7 Iss 2 pp. 157 – 179.
15. Jin, L. and Myers, S. (2006), *R*2 around the world: new theory and new tests, *Journal of Finance*, Vol. 79 No. 2, pp. 257-292.
16. Khandaker, S. (2011), R square measure of stock synchronicity, *International Review of Business Research Papers*, Vol. 7 No. 1, pp. 165-175.
17. Kim, J. B. and Shi, H. (2009). International financial reporting standards, analyst following, institutional infrastructure, and stock price synchronicity. City University of Hong Kong and Fudan University.
18. Kyereboah-Coleman, A., Adjasi, K.D.C. and Abor, J. (2006), Corporate governance and firm performance. Evidence from Ghana listed firms, *Corporate Ownership and Control Journal*, Vol. 4 No. 2, pp. 123-132.
19. Morck, R., Yeung, B. and Yu, W. (2000), The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 59 Nos 1/2, pp. 215-260.

**The impact of corporate governance on transparency and returns synchronization in Tehran Stock Exchange**

**Abstract:**

**Objective:** The aim of this study was to examine the impact of corporate governance on transparency and returns synchronization.

**Methodology:** To test the relationship, using panel data, 65 companies listed in the Tehran Stock Exchange in the years 2011 to 2016 were analyzed.

**Findings:** The results showed the impact of corporate governance on concurrency stock returns in larger companies than smaller companies. Board size, board composition and the duality of CEO and chairman were significant factors affecting transparency by reducing returns synchronization. Also, firms chose smaller board over larger board, because the impact of free-riding is related to the large board and can increase returns synchronization, thus reducing transparency. Companies need to increase their ratio of non-executive directors on the board, because it can have a negative impact on returns synchronization and positive effects on transparency. The study found that increasing the size of the company increases returns synchronization on equity and reducing the transparency of the company.

**Contribution:** This research is the first to investigate the effect of the corporate governance on the transparency and on transparency and returns synchronization in Tehran Stock Exchange.

**Keywords**: Corporate governance, Returns Synchronization, Transparency.

**JEL code:** M41