بسم الله الرحمن الرحيم

دانشگاه شاهرود

دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت
گروه مدیریت

بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی و بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران

دانشجو: ایمان شهرکی مقدم

استاد راهنما:
دکتر بزرگمهر اشرفی

پایان نامه ارشد جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

بهمن ماه ۱۳۹۳

دانشگاه شاهرود

دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت

گروه مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد آقای **ایمان شهرکی مقدم** به شماره دانشجویی: **۹۱۰۴۳۲۴**

تحت عنوان:

بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی و بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران

در تاریخ ۱۳۹۳/۱۱/۲۶ توسط کمیته تخصصی زیر جهت اخذ مدرک کارشناسی ارشد **MBA** مورد ارزیابی و با درجه .... مورد پذیرش قرار گرفت.

اساتید راهنما	امضاء	اساتید مشاور	امضاء
دکتر بزرگمهر اشرفی			

اساتید داور	امضا	نماینده تحصیلات تکمیلی	امضاء
دکتر رضا شیخ		دکتر سعید حکمی نسب	
دکتر سید محمد موسوی شاهرودی			

تقدیم به

دو معلم بزرگ زندگی، نمونه‌های صبر و محبت

پدر عزیز و مادر مهربانم؛

که تمامی داشته‌هایم را مدیون زحمات آنان می‌باشم

با تشکر از

جناب آقای دکتر بزرگمهر اشرفی؛

استاد گرانقدرم که در نگارش این اثر مرا یاری رساندند

با سپاس ویژه از

اساتید گرامی، جناب آقای دکتر رضا شیخ و جناب آقای دکتر میرلوحی؛

که در تمامی طول این دوره تحصیلی و نیز در مسیر نگارش این اثر مهربانانه به من آموختند

تعهد نامه

اینجانب **ایمان شهرکی مقدم** دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته **MBA** دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت **دانشگاه شاهرود** نویسنده پایان نامه **بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی و بازده سهام در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران** تحت راهنمائی **دکتر بزرگمهر اشرفی** متعهد می شوم:

- تحقیقات در این پایان نامه توسط اینجانب انجام شده است و از صحت و اصالت برخوردار است.
- در استفاده از نتایج پژوهشهای محققان دیگر به مرجع مورد استفاده استناد شده است.
- مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون توسط خود یا فرد دیگری برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی در هیچ جا ارائه نشده است.
- کلیه حقوق معنوی این اثر متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد و مقالات مستخرج با نام « دانشگاه صنعتی شاهرود » و یا « Shahrood University of Technology » به چاپ خواهد رسید.
- حقوق معنوی تمام افرادی که در به دست آمدن نتایج اصلی پایان نامه تأثیرگذار بوده اند در مقالات مستخرج از پایان نامه رعایت می گردد.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه ، در مواردی که از موجود زنده (یا بافتهای آنها) استفاده شده است ضوابط و اصول اخلاقی رعایت شده است.
- در کلیه مراحل انجام این پایان نامه، در مواردی که به حوزه اطلاعات شخصی افراد دسترسی یافته یا استفاده شده است اصل رازداری ، ضوابط و اصول اخلاق انسانی رعایت شده است .

تاریخ

امضای دانشجو

مالکیت نتایج و حق نشر

- کلیه حقوق معنوی این اثر و محصولات آن (مقالات مستخرج، کتاب، برنامه های رایانه ای، نرم افزار ها و تجهیزات ساخته شده است) متعلق به دانشگاه صنعتی شاهرود می باشد. این مطلب باید به نحو مقتضی در تولیدات علمی مربوطه ذکر شود.
- استفاده از اطلاعات و نتایج موجود در پایان نامهبدون ذکر مرجع مجاز نمی باشد.

چکیده:

در بازار سرمایه بهبود کیفیت و کمیت اطلاعات ارائه شده به سرمایه‌گذاران با از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی موجب اتخاذ تصمیمات صحیح از سوی آنان خواهد شد. این افزایش دقت و صحت در تصمیم‌گیری می‌تواند با تأثیرگذاری بر روند معاملات، موجب بهبود نقدشوندگی و بازده سهام گردد. تضاد میان منافع مدیران و مالکان که در قالب تئوری نمایندگی ارائه گردیده، از عوامل موثر بر کاهش شفافیت اطلاعاتی است که امروزه صاحب‌نظران معتقدند یکی از مهمترین راه‌حل‌های مقابله با این معضل بهبود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌باشد.

بر این اساس در پژوهش حاضر به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی و بازده سهام پرداخته شده است، که برای این منظور ابتدا با استفاده از قوانین و آیین‌نامه‌های داخلی و نیز تحقیقات مشابه، شاخصی جهت سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی تبیین گردیده و در کنار این شاخص، دو سازوکار درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی متغیرهای مستقل جهت سنجش حاکمیت شرکتی را تشکیل داده‌اند. همچنین رتبه نقدشوندگی، معیار آمیهود تعدیل شده (جهت سنجش نقدشوندگی) و نیز بازده سهام متغیرهای وابسته این پژوهش می‌باشند.

نتایج این بررسی که میان ۸۲ شرکت عضور بورس اوراق بهادار تهران در بازه سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ با استفاده از الگوی رگرسیون چند متغیره‌ی داده‌های تابلویی صورت گرفته است، ارتباط معنادار میان شاخص حاکمیت شرکتی با هر دو معیار سنجش نقدشوندگی و نیز درصد سهامداران نهادی با رتبه نقدشوندگی را تایید می‌نماید. امّا این نتایج حاکی از عدم وجود ارتباط معنادار میان شاخص حاکمیت شرکتی با بازده سهام، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با هر سه متغیر وابسته، و نیز درصد سهامداران نهادی با معیار آمیهود تعدیل شده و بازده سهام می‌باشد.

کلمات کلیدی: شاخص حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره، درصد سهامداران نهادی، نقدشوندگی سهام، بازده سهام، آمیهود تعدیل شده، بورس اوراق بهادار تهران

فهرست مطالب

فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱ مقدمه ۲

۱-۲ بیان مسئله ۳

۱-۳ اهمیت و ضرورت تحقیق ۵

۱-۴ اهداف تحقیق ۶

۱-۴-۱ اهداف اصلی ۶

۱-۴-۲ اهداف فرعی ۶

۱-۵ سئوالات تحقیق ۶

۱-۶ فرضیه‌های تحقیق ۷

۱-۶-۱ فرضیه‌های اصلی ۶

۱-۶-۲ فرضیه‌های فرعی ۶

۱-۷ قلمرو تحقیق ۸

۱-۷-۱ قلمرو موضوعی ۸

۱-۷-۲ قلمرو زمانی ۸

۱-۷-۳ قلمرو مکانی ۸

۱-۸ نوع تحقیق ۸

۱-۹ روش تحقیق ۸

۱-۱۰ روش گردآوری داده‌ها ۹

۱-۱۱ تعریف عملیاتی واژه‌ها ۹

فصل دوم: چارچوب نظری و پیشینه‌ی تحقیق

۲-۱ مقدمه ۱۲

۲-۲ نظامهای تأمین مالی ۱۲

۲-۳ بازار سرمایه ۱۳

۲-۴ حاکمیت شرکتی ۱۴

۲-۴-۱ تاریخچه حاکمیت شرکتی ۱۵

۲-۴-۲ تعریف حاکمیت شرکتی ۱۶
۲-۴-۳ تئوری حاکمیت شرکتی ۱۹
۲-۴-۳-۱ تئوری نمایندگی ۲۰
۲-۴-۳-۲ تئوری هزینه معاملات ۲۲
۲-۴-۳-۳ تئوری ذینفعان ۲۳
۲-۴-۴ الگوهای حاکمیت شرکتی ۲۴
۲-۴-۴-۱ الگوی مبتنی بر بازار ۲۴
۲-۴-۴-۲ الگوی مبتنی بر روابط ۲۵
۲-۴-۴-۳ الگوی در حال گذار ۲۵
۲-۴-۴-۴ الگوی نوظهور ۲۵
۲-۴-۵ اهداف حاکمیت شرکتی ۲۶
۲-۴-۶ سازوکارهای حاکمیت شرکتی ۲۶
۲-۴-۶-۱ اعضای غیرموظف هیئت مدیره ۲۷
۲-۴-۶-۲ درصد سهامداران نهادی ۲۸
۲-۴-۶-۳ تمرکز مالکیت ۳۰
۲-۴-۶-۴ دوگانگی وظیفه مدیرعامل ۳۰
۲-۴-۷ اصول حاکمیت شرکتی ۳۱
۲-۴-۸ شفافیت اطلاعاتی ۳۱
۲-۵ شفافیت اطلاعاتی ۳۲
۲-۶ بازار کارا ۳۳
۲-۷ نقدشوندگی ۳۴
۲-۷-۱ بازارهای نقدشونده ۳۵
۲-۷-۲ تعریف نقدشوندگی ۳۵
۲-۷-۳ معیارهای نقدشوندگی ۳۶
۲-۷-۳-۱ عرض بازار ۳۶
۲-۷-۳-۲ عمق بازار ۳۷
۲-۷-۳-۳ انعطاف پذیری ۳۷
۲-۷-۳-۴ زمان ۳۷

۲-۷-۴ سنجش نقدشوندگی ۳۷
۲-۷-۴-۱ اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش ۳۸
۲-۷-۴-۲ سهام شناور آزاد ۳۹
۲-۷-۴-۳ نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود ۴۰
۲-۷-۴-۴ معیارهای معاملاتی ۴۰
۲-۷-۵ ریسک نقدشوندگی ۴۱
۲-۷-۶ مالکیت و نقدشوندگی ۴۲
۲-۷-۷ افشا و نقدشوندگی ۴۲
۲-۸ بازده سهام ۴۴
۲-۸-۱ اجزای بازده سهام ۴۴
۲-۸-۱-۱ سود دریافتنی ۴۵
۲-۸-۱-۲ سود (زیان) معامله ۴۵
۲-۸-۲ بازده و ریسک ۴۶
۲-۹ پیشینه تحقیق ۴۷
۲-۹-۱ حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام ۴۷
۲-۹-۲ حاکمیت شرکتی و بازده سهام ۵۳
۲-۹-۳ شاخص حاکمیت شرکتی ۵۵

فصل سوم: روش تحقیق

۳-۱ مقدمه ۵۸
۳-۲ روش تحقیق ۵۸
۳-۲-۱ مراحل اجرای تحقیق ۵۸
۳-۲-۲ جامعه آماری ۵۹
۳-۲-۳ حجم نمونه ۶۰
۳-۲-۴ روش جمع آوری داده‌ها ۶۱
۳-۲-۵ ابزار تحلیل داده‌ها ۶۲
۳-۳ فرضیه‌های تحقیق ۶۲
۳-۳-۱ فرضیه‌های اصلی ۶۲
۳-۳-۲ فرضیه‌های فرعی ۶۳

۳-۴ متغیرهای تحقیق ۶۴
۳-۴-۱ متغیرهای مستقل ۶۴
۳-۴-۱-۱ حاکمیت شرکتی ۶۴
۳-۴-۱-۲ درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره ۶۷
۳-۴-۱-۳ درصد سهامداران نهادی ۶۷
۳-۴-۲ متغیرهای وابسته ۶۸
۳-۴-۲-۱ معیار آمیهود تعدیل شده ۶۸
۳-۴-۲-۲ رتبه نقدشوندگی ۷۰
۳-۴-۲-۳ بازده سهام ۷۱
۳-۴-۳ متغیرهای کنترل ۷۲
۳-۴-۳-۱ اندازه شرکت ۷۲
۳-۴-۳-۲ نرخ بازده دارایی ۷۲
۳-۴-۳-۳ نسبت بدهی ۷۲
۳-۵ روشهای آماری ۷۳
۳-۵-۱ مدل رگرسیون خطی ۷۳
۳-۵-۲ داده های تابلویی (پانلی) ۷۳
۳-۵-۲-۱ مدلهای دادههای تابلویی ۷۵
۳-۵-۳ آزمونهای آماری ۷۷
۳-۵-۳-۱ آزمون اف لیمر ۷۸
۳-۵-۳-۲ آزمون هاسمن ۷۹
۳-۵-۳-۳ آزمون ولدریج ۷۰
۳-۵-۳-۴ آزمون LR ۸۰

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۴-۱ مقدمه ۸۲
۴-۲ آمار توصیفی ۸۲
۴-۳ روش تجزیه و تحلیل داده ها ۸۴
۴-۴ آزمون مدل اول ۸۶
۴-۵ آزمون مدل دوم ۸۹

۴-۶ آزمون مدل سوم ۹۲
۴-۷ جمع بندی ۹۴

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۵-۱ مقدمه ۹۸
۵-۲ نتایج ۹۸
۵-۳ محدودیتهای تحقیق ۱۰۰
۵-۴ پیشنهادات ۱۰۱

منابع ۱۰۳

پیوستها ۱۱۶

فهرست جداول

جدول ۳-۱ چک لیست سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی ۶۶

جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق به تفکیک سال ۸۳

جدول ۴-۲ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق به صورت تلفیقی ۸۴

جدول ۴-۳ نتایج آزمونهای پیش شرط برای مدل اول ۸۷

جدول ۴-۴ نتایج برآورد مدل اول ۸۸

جدول ۴-۵ نتایج آزمونهای پیش شرط برای مدل دوم ۹۰

جدول ۴-۶ نتایج برآورد مدل دوم ۹۱

جدول ۴-۷ نتایج آزمونهای پیش شرط برای مدل سوم ۹۳

جدول ۴-۸ نتایج آزمون F لیمر مدل سوم ۹۳

جدول ۴-۹ نتایج برآورد مدل سوم ۹۴

جدول ۴-۱۰ خلاصه نتایج ۹۵

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱ مقدمه

با سازمان یافته شدن بازار سرمایه و ایجاد انگیزه مناسب جهت سرمایه‌گذاری در آن، زمینه‌های کاهش درجه و شدت اتکای بنگاه‌های اقتصادی به استقراض از شبکه بانکی یا تامین دولتی فراهم می‌آید که خود به کاهش فشار تقاضا در بازار پول و کاهش کسری بودجه دولت خواهد انجامید. لذا توجه به موضوعاتی که موجب ایجاد انگیزه و تشویق سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود، می‌تواند تاثیر بسزایی در رونق اقتصادی کشور ایفا نماید.

در بازار سرمایه نوپا و جوان ایران که در این سالها تمایل زیادی به رشد و شکوفایی از خود نشان داده است، توجه به این اصول انگیزشی که در کشورهای بزرگ دنیا بکار گرفته می‌شود، می‌تواند زمینه‌ساز حرکت سرمایه‌ها به سمت بازار بورس گشته و موجب بهبود شاخص آن که از نمادهای مهم پویایی اقتصاد ملی می‌باشد، گردد.

یکی از این اصول که در پی رسوایی‌های مالی اواخر دهه ۹۰ میلادی و به دنبال آن کاهش صدها میلیارد دلاری ارزش بازار و از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه، از سال ۲۰۰۰ به بعد در آمریکا و اروپا مورد توجه قرار گرفت، موضوع «حاکمیت شرکتی»[۱] می‌باشد، که افزایش روز افزون شمار تحقیقات حوزه‌های مدیریت مالی، حسابداری و اقتصاد در این خصوص نشان دهنده اهمیت آن بوده و موجب شده امروزه از حاکمیت شرکتی به عنوان یک الزام استراتژیک کسب و کار نام برده شود و نقش به‌سزایی در افزایش و حمایت از سرمایه‌گذاران ایفا نماید.

از سوی دیگر یکی از خصوصیات بازارهای کارا نقدشوندگی می‌باشد که از مهمترین معیارهای ریسک سهام در نظر گرفته می‌شود، و همچنین در ادبیات مالی در تقابل با ریسک یکی از جنبه‌های اساسی مورد توجه هر سرمایه‌گذار بازده آن سرمایه‌گذاری می‌باشد. از اینرو بررسی موضوعاتی که بر این دو معیار اساسی تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری اثرگذار است، اهمیت ویژه‌ای دارا می‌باشد. بر این

1- Corporate Governance

اساس در این پژوهش به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی و بازده سهام پرداخته شده است.

۱-۲ بیان مسئله

تفکیک مدیریت از مالکیت منجر به ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی و نیز تضاد منافع میان مالکان و مدیران شرکت گردیده است به گونه‌ای که مدیران شرکتها در تصمیم‌گیری‌های تجاری و مالی خود بر سر دو راهی توجه به منافع مالکان و یا در نظر گرفتن منافع خود اسیر شده‌اند، که از آن به عنوان هزینه‌های نمایندگی یاد می‌شود. این مورد یکی از دیدگاههای تبیین کننده‌ی حاکمیت شرکتی می‌باشد که تحت عنوان «تئوری نمایندگی» بیان می‌شود. از دیدگاه وسیع‌تر، «تئوری ذینفعان»، حاکمیت شرکتی را مجموعه‌ای از روابط تعریف می‌نماید که بر تمام ذینفعان (از جمله مشتریان، کارمندان، سهامداران، ...) تاثیر گذار خواهد بود.

سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی[1] در سال ۲۰۰۱، حاکمیت شرکتی را به عنوان راهکاری برای تعدیل هزینه‌های نمایندگی و معاملات می‌داند که موجل رسیدن آسان‌تر شرکت به اهدافش خواهد شد. با توجه به این تعریف میتوان حاکمیت شرکتی را چارچوب و ساختاری کنترلی بیان نمود که با استفاده از سازوکارهای نظارتی و کنترلی خود سعی در همراستا نمودن اقدامات، تصمیمات و منافع مدیران با منافع مالکان و سهامداران شرکت دارد.

از نتایج فقدان حاکمیت شرکتی مناسب و موثر، عدم تقارن اطلاعاتی و نبود شفافیت است که موجب اتخاذ تصمیمات نادرست از سوی سرمایه‌گذاران شده و خود از نشانه‌های بازار ناکارا می‌باشد و به این سبب دولتها با توجه ویژه به توسعه و الزام نظام‌های حاکمیت شرکتی در پی بهبود عملکرد بازار سرمایه کشورشان می‌باشند.

تحقیقات نشان می‌دهد که اطلاعات نامتقارن می‌تواند امکان گزینش زیان‌بار را در بازارها افزایش دهد. گزینش زیانبار یا نامطلوب را به وضعیتی اطلاق می‌کنند که در آن فروشندگان اطلاعاتی

1- OECD

را در اختیار دارند که خریداران از آن بی‌اطلاع هستند و بالعکس، که این امر دقیقاً قبل از وقوع معامله به وجود می‌آید. در چنین وضعیتی کاملاً آشکار است که پذیرش الزامات حاکمیت شرکتی، عامل با اهمیتی در توسعه بازارهای مالی، ارزش شرکت، تمرکز مالکیت و بسیاری از جنبه‌های عملکرد شرکت است. به عبارتی بهبود سازوکار حاکمیت شرکتی منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و به تبع آن کاهش هزینه سرمایه می‌گردد.

یکی از مفاهیم انگیزشی برای جذب سرمایه، تقابل ریسک و بازده می‌باشد. بدین معنی که یک سرمایه‌گذار هنگامی که در معرض یک سرمایه‌گذاری با ریسک بالا قرار می‌گیرد، انتظار بازده زیادی خواهد داشت و برعکس در صورتی اقدام به یک سرمایه‌گذاری با بازده پایین خواهد نمود که ریسک کمی را برای آن متصور باشد، و در این معادله همواره گرایش طبیعی سرمایه‌گذار هنگام مواجهه با ابزارهای متنوع سرمایه‌گذاری به سمت موقعیت‌هایی است که از بازده بالا و ریسک کم برخوردار باشد.

افزایش هزینه مبادله، کاهش قیمت سهام، توقف بازار و در نهایت خروج برخی از سرمایه‌گذاران از چرخه بازار را به دنبال دارد. هرچه عدم تقارن اطلاعاتی در بازار بیشتر باشد، حجم معاملات که بیانگر نقدشوندگی اوراق بهادار است کاهش خواهد یافت. سرمایه گذاران برای تصمیم‌گیری، بر کمیت، کیفیت و به موقع بودن اطلاعات افشا شده از سوی راهبران شرکتها اتکا می‌کنند. نحوه برخورد سرمایه گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آنها، حجم عرضه و تقاضا، یا به نوعی عمق بازار و قیمتهای پیشنهادی جهت خرید و فروش را شکل می‌دهد. به عبارتی راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته نقش مهمی در جهت‌دهی به تصمیمات سرمایه‌گذاران و تحقق بازارهای با نقدشوندگی بالا ایفا می‌کند. [۱]

لذا کیفیت و کمیت اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران بر تصمیمات آنها و نیز نزدیک شدن قیمت سهام به قیمت واقعی خود اثرگذار است، از اینرو استقرار سازوکار حاکمیت شرکتی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش شفافیت، از یک سو موجب افزایش کارایی بازار و به تبع آن کاهش

نوسان بازده و افزایش بازده سهام می‌گردد و از سوی دیگر با کاهش هزینه انتخاب نامطلوب و به تبع آن کاهش هزینه مبادله، موجب افزایش حجم معاملات و نقدشوندگی سهام می‌گردد.

۱-۳ اهمیت و ضرورت تحقیق

نقدشوندگی و بازده برای سرمایه‌گذاران و نیز متولیان بازار سرمایه جایگاه ویژه‌ای دارد و از سوی دیگر پیش‌بینی می‌شود که کیفیت حاکمیت شرکتی با افزایش شفافیت و از بین بردن عدم تقارن اطلاعاتی و جلوگیری از محدود شدن اطلاعات مهم در اختیار افراد خاص، موجب تصمیم‌گیری مناسب سرمایه‌گذاران بر اساس اطلاعات صحیح و کامل شده و ضمن افزایش کارایی بازار باعث از بین رفتن ریسک سرمایه‌گذاری و افزایش بازده آن گردد.

لذا با توجه به اینکه موضوع حاکمیت شرکتی قدمت کمی داشته و در ایران نیز در خصوص ارتباط آن با بازده سهام هیچ تحقیقی صورت نپذیرفته و در زمینه ارتباط آن با نقدشوندگی نیز تعداد اندکی پژوهش (صرفاً با تمرکز بر جنبه‌های محدودی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی) انجام گرفته است، ضرورت تعریف شاخصی جامع و بومی شده برای حاکمیت شرکتی که جوانب مختلف رعایت اصول آنرا پوشش دهد و سپس بررسی ارتباط آن با نقدشوندگی و بازده سهام، می‌تواند حوزه جدیدی در تحقیقات مالی ایران قلمداد گردد.

نتایج این پژوهش نخست می‌تواند مورد استفاده سیاست‌گذاران بازار سرمایه کشور قرار گیرد و در تدوین قوانین و الزمات آنها را یاری رساند و همچنین جنبه دیگری را به موارد مورد توجه سرمایه‌گذاران هنگام تعیین استراتژی و تصمیم‌گیری بیافزاید. چرا که اگر نتایج حاکی از ارتباط میان حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی و بازده سهام باشد، می‌توان با افزایش توجه به رعایت درست اصول حاکمیت شرکتی، موجب رشد و ارتقای بازار سرمایه شد و سرمایه‌گذاران نیز هنگام تصمیم‌گیری، از این بعد نیز به معامله خود می‌نگرند، چرا که ریسک و بازده سرمایه‌گذاری‌شان را تحت تاثیر قرار می‌دهد. امّا اگر ارتباطی میان متغیر مستقل و متغییرهای وابسته پژوهش یافت نشد، ضمن اینکه از

اهمیت حاکمیت شرکتی و لزوم گسترش مفاهیم آن کاسته نمی‌شود، سرمایه‌گذاران نیز آنرا به عنوان عاملی از مجموعه عوامل موثر بر نقدشوندگی و ریسک سرمایه‌گذاری خود در نظر نخواهند گرفت.

۱-۴ اهداف تحقیق

۱-۴-۱ اهداف اصلی

۱- بررسی ارتباط میان شاخص حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی سهام

۲- بررسی ارتباط میان شاخص حاکمیت شرکتی با بازده سهام

۱-۴-۲ اهداف فرعی

با توجه به اینکه در ادبیات مالی از درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نیز درصد سهامداران نهادی به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی یاد می‌شود، اهداف فرعی پژوهش عبارتند از:

۱- بررسی ارتباط میان درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با نقدشوندگی سهام

۲- بررسی ارتباط میان درصد سهامداران نهادی با نقدشوندگی سهام

۳- بررسی ارتباط میان درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با بازده سهام

۴- بررسی ارتباط میان درصد سهامداران نهادی با بازده سهام

۱-۵ سئوالات تحقیق

۱- چه پارامترهایی جهت تعریف یک شاخص مناسب از حاکمیت شرکتی برای بازار سرمایه ایران باید مورد توجه قرار گیرند؟

۱-۶ فرضیه‌های تحقیق

از آنجا که در این پژوهش برای متغیر وابسته نقدشوندگی سهام، از دو معیار آمیهود تعدیل شده و رتبه نقدشوندگی استفاده گردیده است، لذا فرضیه‌های اصلی و فرعی بر اساس اهداف تحقیق به صورت زیر می‌باشند:

۱-۶-۱ فرضیه‌های اصلی

۱- بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معنا داری وجود دارد.

۲- بین شاخص حاکمیت شرکتی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معنا داری وجود دارد.

۳- بین شاخص حاکمیت شرکتی و بازده سهام ارتباط معنا داری وجود دارد.

۱-۶-۲ فرضیه‌های فرعی

۱- بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و معیار آمیهود تعدیل‌شده ارتباط معناداری وجود دارد.

۲- بین درصد سهامداران نهادی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معناداری وجود دارد.

۳- بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد.

۴- بین درصد سهامداران نهادی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد.

۵- بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

۶- بین درصد سهامداران نهادی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

۱-۷ قلمرو تحقیق

۱-۷-۱ قلمرو موضوعی

این تحقیق شامل موضوعاتی از قبیل بورس اوراق بهادار، حاکمیت شرکتی، نقد شوندگی سهام، بازده سهام، سهامداران نهادی، اعضای غیرموظف هیئت مدیره، ... می‌باشد.

۱-۷-۲ قلمرو زمانی

محدوده زمانی این پژوهش از سال ۱۳۸۹ تا سال ۱۳۹۱ یعنی ۳ سال می‌باشد.

۱-۷-۳ قلمرو مکانی

محدوده مکانی تحقیق شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۱-۸ نوع تحقیق

تحقیق حاضر از لحاظ هدف کاربردی است چرا که از نتایج حاصل از آن در سیاست‌گذاری‌ها و نیز تصمیم‌گیری‌ها استفاده خواهد شد. از منظر روش تحقیق، توصیفی از نوع همبستگی می‌باشد چرا که به بررسی رابطه بین متغیرها بر اساس اهداف تحقیق پرداخته می‌شود. از بعد گردآوری داده‌ها کتابخانه‌ای است زیرا تمامی اطلاعات مورد نیاز از اطلاعیه‌های منتشره در سایت کدال و نیز نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردیده است. [۲]

۱-۹ روش تحقیق

در این پژوهش جهت تبیین شاخصی جامع و مانع که نشان دهنده‌ی سطح رعایت اصول حاکمیت شرکتی باشد، ابتدا بر اساس قوانین و دستورالعمل‌های موجود سازمان بورس اوراق بهادار نظیر:

پیش‌نویس دستورالعمل راهبری شرکتی، دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات، دستورالعمل کنترلهای داخلی و نیز با توجه به تحقیقات مشابه خارجی، لیستی از اصول حاکمیت شرکتی تهیه و سپس با توجه به اطلاعات در دسترس و نیز همپوشانی برخی از اصول، چک لیستی نهایی جهت سنجش میزان رعایت اصول حاکمیت شرکتی تدوین شده است. اعداد حاصل از این چک لیست تحت عنوان «شاخص حاکمیت شرکتی» برای شرکتهای عضو نمونه آماری محاسبه گردیده است.

نقدشوندگی و بازده سهام نیز بر اساس داده‌های خام موجود و با استفاده از مدلهای انتخابی محاسبه شده و سپس ارتباط میان شاخص حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی و بازده سهام بوسیله تحلیل رگرسیون داده‌های ترکیبی بررسی گردیده است.

۱-۱۰ روشهای گردآوری داده‌ها

اطلاعات مورد نیاز چک لیست شاخص حاکمیت شرکتی از صورتهای مالی، گزارشهای فعالیت هیئت مدیره، و سایر اطلاعیه‌های منتشر شده‌ی شرکتها و از سایت کدال استخراج شده است.

داده‌های خام مربوط به نقدشوندگی و بازده سهام شرکتها نیز از نرم‌افزار رهاورد نوین استخراج گردیده و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای Excel ، Eviews و STATA استفاده شده است.

۱-۱۱ تعریف عملیاتی واژه‌ها و اصطلاحات

۱- بازار سرمایه: به معنی یک بازار رسمی است که در آن معاملات و عملیات خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار با سررسید بیش از یک سال تحت ضوابط خاص صورت می‌پذیرد.

۲- حاکمیت شرکتی: در مورد روابط میان مدیریت، اعضای هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان بوده، و ساختاری را فراهم میکند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم و روشهای دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین شود.

۳- تئوری نمایندگی: به توافقی که بر پایه آن اختیار تصمیم‌گیری از سوی مالک به مدیر تفویض می‌شود، مسئله نمایندگی گویند و تضاد میان منافع مدیر و منافع مالک منجر به هزینه نمایندگی می‌گردد، که این مفاهیم تحت عنوان تئوری نمایندگی بیان می‌شوند.

۴- سهامداران نهادی: شرکتهای دولتی و تابعه آن، بانکها، بیمه‌ها، هلدینگها، شرکتهای سرمایه‌گذاری و امثال آنها به عنوان مالکان یا سهامداران نهادی شناخته می‌شوند.

۵- عضو موظف هیئت مدیره: عضو غیر موظف حضور فیزیکی و اجرایی در شرکت نداشته و تنها به عنوان عضو هیئت مدیره در تصمیم‌گیری و تصمیم‌سازی های شرکت ایفای نقش می‌نماید.

۶- نقدشوندگی: عبارت است از توانایی خرید و فروش حجم بالایی از اوراق بهادار به طور سریع و با هزینه کم.

۷- بازده سهام: منظور از بازدهی یک سهم، درآمدهایی است که دارنده آن چه از طریق تغییرات قیمت سهم (درآمد سرمایه‌ای) و چه از طریق جریانهای نقدی طی دوره (پرداخت سود سهام) بدست می‌آورد.

فصل دوم

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱ مقدمه

در این فصل با بیان مبانی نظری پژوهش سعی در ایجاد بستر و دیدی تئوری از مفاهیم مورد استفاده در پژوهش گردیده است. ابتدا با بیان تاریخچه‌ای از مفهوم نوپای حاکمیت شرکتی به بررسی خواستگاه و علل مطرح شدن آن می‌پردازیم و سپس تعاریف مختلف و نیز سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بیان می‌داریم. در ادامه‌ی فصل نیز ضمن تعریف دو موضوع نقدشوندگی و بازده سهام، مفاهیم مرتبط با آنها را مطرح خواهیم نمود. در پایان این فصل به بررسی پیشینه تحقیقات مشابه و مرتبط داخلی و خارجی پرداخته شده است.

۲-۲ نظامهای تامین مالی

ایجاد شرکت شکل مناسب برای انجام فعالیتهای اقتصادی است. شرکتها تخصص‌گرایی و تقسیم کار را ممکن می‌سازند و به دلیل مقیاس اقتصادی و توزیع ریسک، ابزار مناسبی برای رشد و توسعه اقتصادی هستند. شرکتهای سهامی نیز مزیت‌های خاصی همچون حق مشارکت سهامداران در تصمیم‌گیری با رأی دادن در مجامع عمومی (عادی و فوقالعاده)، حق دریافت سود سهام مصوب مجمع، اولویت (حق تقدم) در خرید سهام جدید ناشی از افزایش سرمایه و محدود بودن تعهدات به ارزش اسمی سهام دارد.

یک پرسش اساسی این است که چگونه باید شرکتها و فعالیتهای اقتصادی تأمین مالی شوند؟ پاسخ به این پرسش شکل نظام تامین مالی کشور را تعیین می‌کند. اگر فعالیتهای اقتصادی از طریق بانکها تأمین مالی شوند و اقتصاد یا نظام تأمین مالی بر محور بانک بچرخد، در این صورت رسالت اصلی بانکها جمع آوری پس‌اندازهای خانوارها و بنگاههای اقتصادی دارای مازاد و اعطای تسهیلات به خانوارها و بنگاههای اقتصادی نیازمند است. این شکل از نظام تامین مالی مزیتها و معایبی دارد. سپرده‌گذاری در بانکهای دولتی تقریباً ریسکی ندارد چون دولت به درآمد مطمئن مالیات متکی است، در بانکهای خصوصی نیز ریسک به دلیل بازدهی ثابت و قوانین نظارتی شدید پایین است. معایب این نظام عدم امکان مالکیت و سرمایه‌گذاری مستقیم در فعالیتهای اقتصادی و در نتیجه کاهش انگیزه و نقش مردم

در مشارکت مستقیم و نظارت بر فعالیتهای اقتصادی، فقدان شفافیت کافی فعالیتهای اقتصادی (ریسک اطلاعات) و ریسک عدم مصرف منابع در پروژه مربوطه (ریسک اخلاقی) است.

روش دیگر تأمین مالی مراجعه به بازار اوراق بهادار و عرضه‌ی اوراق سرمایه‌ای و اوراق بدهی (اوراق مشارکت، صکوک و دیگر اوراق بهادار به پشتوانه داراییها) می‌باشد. عرضه‌ی سهام به مردم علاوه برگسترش مالکیت عمومی، مستلزم اطلاع رسانی و گزارشگری شرکتها و در نتیجه شفافیت فعالیتهای اقتصادی، نظارت شدیدتر بر فعالیت شرکتها و عملکرد مدیران است. مردم سراغ شرکتهایی خواهند رفت که سودآوری و کارایی بیشتری دارند و این به معنی تسهیم و تخصیص بهینه‌ی منابع می‌باشد. مدیرانی که نتوانند عملکرد خوبی داشته باشند از مدیریت شرکتها برکنار خواهند شد و این به معنی شایسته سالاری است.

اگر قرار باشد مردم خود پس‌اندازهایشان را در شرکتها سرمایه‌گذاری کنند، اداره‌ی شرکتها چگونه باید باشد که این پس‌اندازها درست به کار گرفته شود و بازدهی خوبی عاید مردم شود و اعتماد و اطمینان آنها جلب و حفظ شود؟ ایرادی که به نظام‌های متکی بر بازار اوراق بهادار گرفته می‌شود این است که بدلیل فاصله‌ی بین مدیریت و مالکیت شرکتها در راستای منافع سهامداران و جامعه، مدیریت نمی‌شوند و کارایی آن پایین‌تر از نظامهای بانک محور است. نظام راهبری شرکتی تلاش برای رفع این کاستی‌ها است.

۲-۳ بازار سرمایه

بازار سرمایه[1] به بازارهای مالی جهت خرید و فروش اوراق قرضه یا اوراق بهادار، با سررسید بیشتر از یک سال و دارایی‌های بدون سررسید، اطلاق می‌شود. بازار سرمایه پلی است، که پس‌انداز واحدهای اقتصادی دارای مازاد مانند شرکت‌ها یا دولت‌ها را، به واحدهای سرمایه‌گذاری که بدان نیازمندند، انتقال می‌دهد. بنابراین بازار سرمایه، واحدهای پس‌انداز و سرمایه‌گذاران را با یکدیگر ارتباط می‌دهد.

1- Capital Market

از سوی دیگر، سازوکارهای تعبیه شده در این بازار، از طریق رشد حجم پس‌انداز و سرمایه‌گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می‌کنند.

استفاده از بازار سرمایه برای تأمین مالی مخارج دولت نیز، از جمله قدیمی‌ترین و متداول‌ترین شکل مبادلات مالی است. اتکای دولت‌ها به بازار سرمایه در اغلب اقتصادهای مدرن نه تنها از این جهت مهم است که دولت‌ها غالباً اوراق بدهی منتشر می‌کنند تا بخش عمده هزینه‌های خود را تأمین مالی نمایند، بلکه استقراض دولت غالباً حجم عظیمی از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام‌دهندگان را جذب می‌کند. در بازار سرمایه ارتباط میان سرمایه‌گذار و سرمایه‌پذیر، بیش از یک سال است و بر عکس بازار پول، سرمایه‌پذیر ملزم به عودت وجوه نیست.

در معمول‌ترین تقسیم‌بندی، بازار سرمایه به دو بازار اولیه و بازار ثانویه تقسیم می‌شود. از سوی دیگر بازارهای سرمایه، به دو بخش تقسیم می‌گردد، که عبارتند از: بازار سهام و بازار اوراق قرضه.

۲-۴ حاکمیت شرکتی

در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی به یکی از جنبه‌های اصلی و پویای دنیای تجارت تبدیل شده و توجه به آن به طور چشمگیری رو به افزایش است. اینک توجه و پیشرفت در اعمال حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت می‌گیرد. سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، استانداردهای بین‌المللی را در این زمینه ارائه می‌کنند. آمریکا، بریتانیا و دیگر کشورها، همچنان به تقویت سیستم‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می‌دهند و به سهامداران، روابط آنها، پاسخگویی، بهبود عملکرد هیأت مدیره، حسابرسان و سیستم‌های حسابداری و کنترل داخلی، توجه می‌کنند. این سیستم‌ها عمدتاً به روش‌هایی توجه دارند که شرکت‌ها با آنها اداره و کنترل می‌شوند. افزون بر این، سرمایه‌گذاران جزء، سرمایه‌گذاران نهادی، حسابداران و حسابرسان و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی آگاه شده‌اند.

به واسطه اقبال روزافزون به مسائل حاکمیت شرکتی در جامعه‌ی متخصصان، پژوهش‌های دانشگاهی نیز در این زمینه رونق گرفته است. این پژوهش‌ها یافته‌ها و معیارهای نوین را در این مورد پدید آورده و خواهند آورد. این موضوع از سال ۲۰۰۴ در مقاطع تحصیلات تکمیلی به عنوان سرفصل مستقل در دانشگاه‌های کشورهای پیشرو، تدریس می‌شود.

۲-۴-۱ تاریخچه حاکمیت شرکتی

در سالهای اخیر و به دنبال بحران و رسوایی مالی تعدادی از شرکتهای بزرگ مثل انرون و ورلدکام[1] اعتماد عمومی به گزارشگری مالی کاهش یافت و نیاز به اجرای ساز و کارهای بهبود گزارشگری مالی را ملموس‌تر نمود. این شرایط منجر به تقاضای بیشتر در خصوص اطلاع رسانی شفافتر و گزارشگری مالی شرکتها شده است.[۱] وقوع چنین رسوایی های مالی برای مراجع نظارتی اکثر کشورهای پیشرفته که اقتصادشان بر پایه بازار سرمایه شکل گرفته است و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و منافع عمومی در آنها از اهمیت فراوانی برخوردار است، نگرانی‌هایی را پدید آورد. پیامد نگرانی های مذکور به صورت تغییرات بنیادین و گسترده در حوزه نظارت بر شرکتها و بازار سرمایه جلوه کرد که از آن جمله می‌توان تفکر تقویت ساختار نظام حاکمیت شرکتی و قوانین و مقررات موجود را بیان نمود. در پی این تغییرات، نظام حاکمیت شرکتی با تکیه بر تقویت فرهنگ پاسخگویی، راستی و امانتداری در مدیران و ارتقای شفافیت اطلاعاتی دچار تحول اساسی شد و شکل جدیدی یافت. [۳]

موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. سابقه این امر به گزارش معروفی به نام گزارش کادبری[2] برمی‌گردد که در سال ۱۹۹۲ منتشر شد. در این گزارش به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم

1- Enron & Worldcom
2- Cadbury Report

کنترل و حسابرسی داخلی تاکید زیادی شده بود. این گزارش در سال ۱۹۹۵ توسط کمیته گرینبری[1] بررسی مجدد و در سال ۱۹۹۸ توسط کمیته هامپل[2] نهایی شد. اکثر کشورهای جهان از جمله انگلستان، چین، کره، کانادا، استرالیا و ... دارای چنین نظام‌نامه راهبری به صورت مدون می‌باشند. در آمریکا نیز افشای ماجرای انتخابات واترگیت[3] و همچنین تقلب در بازار سرمایه آمریکا در سال ۲۰۱۰ باعث تصویب قانونی به نام ساربنز آکسلی[4] یا همان حاکمیت شرکتی شد.[۴] اما پس از مدتی دامنه این موضوع که در محیط بخش خصوصی شکل گرفته بود، به بخش عمومی نیز گسترش یافت.

تاکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی بیشتر بر موضوع راهبرد شرکتها و حقوق سهامداران بود (تئوری نمایندگی) که بعدها با طرح دیدگاههای نوین به سمت توجه جدی به حقوق کلیه ذینفعان و اجتماع (تئوری ذینفعان) گسترش یافت.[۵]

۲-۴-۲ تعریف حاکمیت شرکتی

مفهوم اولیه نظام راهبری شرکتی از واژه لاتین Gubernur به معنای هدایت کردن گرفته شده که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که این مفهوم به راهبری تمرکز دارد تا کنترل. بررسی مباحث نظری مربوط به این مفهوم نشان می‌دهد که توافق اساسی در خصوص این موضوع وجود نداشته و بعضاً تعاریف به عمل آمده توسط نهادها یا افراد مختلف، تفاوتهایی با یکدیگر دارند، به گونه ای که برخی از یک دیدگاه محدود حاکمیت شرکتی را صرفاً در رابطه شرکت و سهامداران تعریف می‌نمایند و در طیفی گسترده‌تر، این مفهوم به صورت شبکه ای از روابط تعریف می‌گردد که نه تنها یک شرکت و مالکان آن را بلکه تمام ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و ... را در بر می‌گیرد.

1- The Greenbury Committee

2- The Hampel Committee

3- WaterGate

4- Sarbanes-Oxley Act

حاکمیت شرکتی بحثی چند حوزه‌ای است که در حوزه علوم مختلفی چون حقوق، اقتصاد، مدیریت و علوم سیاسی به آن توجه شده و درباره آن بحث تخصصی می‌شود. این مسئله و گستردگی موضوع آن، یکی از دلایل وجود تعاریف متعدد و متنوع است که توسط افراد، موسسات ملی و بین‌المللی، متخصصین و دست اندرکاران حوزه‌های مختلف ارائه شده است. بنا به تعریف جامعی که بانک جهانی ارائه میدهد، حاکمیت شرکتی به دنبال برقراری تعادل میان اهداف اقتصادی و اجتماعی و همچنین میان اهداف فردی و همگانی است.[۶]

سازمان همکاری اقتصادی و توسعه، نظام راهبری شرکتی را اینگونه تعریف میکند: نظام راهبری شرکتی در مورد روابط میان مدیریت، اعضای هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان بوده، و ساختاری را فراهم میکند که از طریق آن اهداف شرکت تنظیم و روشهای دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد تعیین شود.[۷]

فدراسیون بین‌المللی حسابداران در سال ۲۰۰۴ بیان می‌دارد که حاکمیت شرکت تعدادی مسئولیتها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیئت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک است که تضمین کننده دستیابی به هدفها، کنترل ریسکها و مصرف مسئولانه منابع است.[۸]

کادبری در سال ۱۹۹۲ حاکمیت شرکتی سیستمی که شرکت‌ها با آن، هدایت و کنترل می‌شوند بیان می‌دارد. در گزارش کاردون در بلژیک، در سال ۱۹۹۵, آمده است که حاکمیت شرکتی, مجموعه‌ای از قواعد ناظر بر هدایت و کنترل شرکت می‌باشد. پارکینسون در سال ۱۹۹۴ می‌نویسد: حاکمیت شرکتی عبارت از فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران. [۹]

صندوق بین‌المللی پول[1] حاکمیت شرکتی را ساختار روابط و مسئولیت‌ها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران، اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل برای ترویج بهتر عملکرد در رقابتی لازم جهت دستیابی به هدف‌های اولیه مشارکت بیان کرده است.

مگینسون در سال ۱۹۹۴ حاکمیت شرکتی بیان داشته است که سیستم حاکمیت شرکتی را می‌توان مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و روش‌هایی تعریف کرد که تعیین می‌کنند شرکت‌ها چگونه و به نفع چه کسانی اداره شوند.[۱۰]

تری گری صاحب نظر دیگری است که در سال ۱۹۸۴ نوشته است: حاکمیت شرکتی تنها مربوط به اداره عملیات شرکت نیست بلکه به هدایت، نظارت و کنترل اعمال مدیران اجرایی و پاسخگویی آنها به تمام ذینفعان شرکت نیز مربوط است.

تعریف‌های گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیعتری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارند. تعریف‌های تری‌گری و مگینسون از مقبولیت بیشتری نزد صاحب نظران برخوردارند، زیرا بر گروه بیشتری از ذینفعان تأکید دارند، تعریف‌های گسترده‌تر نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی موانع و اهرم‌های تعادل درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکت‌هاست که تضمین می‌کند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام می‌دهند و در تمام زمینه‌های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل می‌کنند. همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می‌توان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد.

بررسی تعریف‌ها و مفاهیم حاکمیت شرکتی و مرور دیدگاه‌های صاحبنظران، حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی مفهومی چند رشته‌ای (حوزه‌ای) است و هدف نهایی آن دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت‌هاست:

1- IMF

- پاسخگویی
- شفافیت
- عدالت (انصاف)
- رعایت حقوق ذینفعان

با مرور تعریف‌های یاد شده و تحلیل آنها می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود، و سیستمی از مکانیزم‌های کنترلی می‌باشد که توسط آن آورندگان سرمایه به شرکت، خود را از اینکه سرمایه‌گذاری آنها سودآور است مطمئن می‌سازند.

۲-۴-۳ تئوری حاکمیت شرکتی

چهار رکن بنیادین حاکمیت شرکتی که فراتر از مرزهای ساختارهای متنوع فرهنگی، حقوقی، اقتصادی و ... کشورها مطرح است، انصاف، شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت پذیری است، که به طور عام در هردو حیطه بخش خصوصی و بخش عمومی و در تمام چارچوبهای حاکمیت شرکتی مشترک است.[۶]

چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هر یک از آنها با استفاده از واژگان مختلف و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. به عنوان نمونه، نظریه نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی است، در صورتی که نظریه هزینه معاملات ناشی از نظریه‌های اقتصادی، حقوقی و سازمانی و نظریه ذینفعان ناشی از دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع حاکمیت شرکتی است. گر چه تفاوت‌های چشمگیری بین چارچوب‌های نظری مختلف وجود دارد

(چون هر یک موضوع را از دیدگاه متفاوتی در نظر می‌گیرند)، اما دارای وجوه مشترک مشخصی هستند. این نظریه‌ها در پیوند با لزوم استقرار حاکمیت شرکتی در شرکتها استفاده می‌شوند. [۱۱]

۲-۴-۳-۱ تئوری نمایندگی

مشکل جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح شد و به این معنی است که چگونه میتوان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه‌گذاران استفاده خواهند کرد.[۱۲]

از آنجا که مهمترین ویژگی شرکتهای سهامی تفکیک مالکیت از مدیریت آنهاست و با توجه به اینکه اکثر بازارهای سرمایه کارا نیستند، شرکتهایی که سهام‌شان در بورس دادوستد می‌شود با مشکلات نمایندگی مواجه هستند و در سرتاسر جهان دولتها با تصویب قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی برای عملکرد بهتر با سرعت شگفت‌آوری در این کار دخالت می‌کنند. [۱۳]

رابطه نمایندگی، قراردادی است که بر اساس آن صاحبکار یا مالک، نماینده یا فرد دیگری را از جانب خود منصوب و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض میکند. در تئوری نمایندگی هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است، بنابراین به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت و عملکرد او را ارزیابی میکنند. [۱۴]

به عبارت دیگر تصمیم‌گیری روزمره شرکت به مدیران تفویض می‌شود که کارگزاران سهامداران هستند. مشکل در اینجا، آن است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم‌گیری نمی‌کنند. یکی از فرضیات اصلی نظریه نمایندگی این است که کارگمار و کارگزاران با هم تضاد منافع دارند. در نظریه‌های مالی, فرض اساسی این است که هدف اولیه شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، لیکن در عمل همواره این‌گونه نیست. این احتمال وجود دارد که مدیران ترجیح دهند منافع خود، مثل کسب بیشترین پاداش ممکن را تعقیب کنند. مدیران احتمالاً به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه‌گذاری آنها بر طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه مدت دارند (بویژه در

مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است) و توجهی به منافع بلند مدت سهامداران ندارند. در شرکت‌های بزرگ که مستقیماً توسط مدیران و به طور غیرمستقیم به کمک سرمایه‌گذاران نهادی کنترل می‌شوند، مدیران در مورد منافع کوتاه مدت تحت فشارند که ممکن است به نفع سایر سهامداران نباشد .در این شرایط, مدیران برای دست‌یابی به عایدی‌های متفرقه تحریک می‌شوند که باز هم منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می‌شود. در واژگان نظریه نمایندگی کاهش رفاه سهامدار «زیان باقی‌مانده» نامیده می‌شود.[۱۳]

هزینه‌های نمایندگی ناشی از تلاش‌های سهامداران برای کنترل مدیران است که اغلب دارای هزینه سنگینی است. طرح‌ها و قراردادها از روش‌های کنترل است. این قراردادها (صریح و یا ضمنی) منافع دو گروه را هماهنگ می‌کند که بین مدیر و سهامداران منعقد می‌شود. افزون بر سهامداران، مدیران نیز مایلند ثابت کنند که آنها نسبت به سهامداران مسئول بوده و به دنبال افزایش ثروت سهامداران هستند. بنابراین، انگیزه هزینه‌هایی برای شفافیت مالی، گزارش ریسک شرکت و ... خواهند داشت که هزینه‌های مربوطه بخشی از هزینه‌های نمایندگی است. مجموعه هزینه‌های نمایندگی را می‌توان به صورت مجموع هزینه‌های کنترل کارگزار، هزینه‌های الزام کارگزار و هر گونه زیان مازاد باقیمانده، خلاصه کرد.[۱۵]

به طور مختصر، برخی از روش‌های مستقیم که از طریق آنها سهامداران می‌توانند مدیران را کنترل و به حل و فصل تضادها کمک کنند به شرح ذیل است:

- حق رأی سهامداران در مجامع عمومی بر نحوه اداره شرکت تأثیر می‌گذارد. حق رأی مذکور بخشی با اهمیت از دارایی مالی سهامدار است. یکی از موارد استفاده از حق مذکور رأی به تغییر مدیران است که این موضوع یک ابزار انضباطی به حساب می‌آید.
- قراردادهای فی ما بین سهامداران و مدیران نیز یکی از راهکارهاست، گر چه با اصلاح و بهبود حاکمیت شرکتی، مناسبت خود را از دست می‌دهد.

- یک راهکار نهایی، راه حل خروج است. واضح است که خروج سهام‌دار اصلی موجب نگرانی بازیگران بازار سرمایه می‌شود و در پی آن سهامداران بیشتری نگران افت شدید قیمت شده و با فروش سهام خود، کاهش شدید قیمت سهام را موجب خواهند شد. در نتیجه منافع مدیران را متأثر خواهد کرد.

بر این اساس تضاد میان منافع مالکان شرکت و مدیرانی که اختیار تصمیم‌گیری و هدایت شرکت به آنها سپرده شده است موجب بروز هزینه نمایندگی می‌گردد، که سازوکارهای حاکمیت شرکتی سعی در همسو نمودن تصمیم‌های مدیریتی با منافع و سود مالکان و سهامداران را دارد. شواهد نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه کاملاً کارا نیستند، بنابراین، به منظور ارتقای حاکمیت شرکتی و افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذی‌نفعان دخالت لازم است. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران درسراسر جهان وجود دارد و دولت‌ها با تصویب قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی برای بهترین عملکرد با سرعت شگفت‌آوری در این کار دخالت می‌کنند.

۲-۴-۳-۲ تئوری هزینه معاملات

این نظریه که اولین بار توسط سیرت و مارچ [۱۶] به نام نظریه رفتاری مطرح شد، اکنون یکی از مبانی اقتصاد صنعتی و نظریه مالی گردیده است. در این نظریه شرکت نه تنها به عنوان واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به عنوان سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. نظریه هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکت‌ها آنقدر بزرگ و پیچیده‌اند که با توجه به نوسان‌های قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند. واضح است داخلی کردن معاملات به نفع مدیریت شرکت‌ها می‌باشد. دلیل اصلی این امر، این است که داخلی کردن معاملات ریسک و عدم اطمینان‌ها را در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول حذف می‌کند. اقتصاد هزینه معاملات، همچنین فرض اساسی فرصت‌طلبی را می‌سازد. این نظریه فرض می‌کند که مدیران همچون افراد دیگر در

برخی از مواقع فرصت‌طلب هستند. فرصت‌طلبی، به صورت تمایل کارگزاران در به کارگیری تمام روش‌های موجود برای افزایش منفعت شخصی، تعریف شده است.

در اینجا، شباهت‌هایی بین نظریه نمایندگی و نظریه هزینه معاملات مشاهده می‌شود، چون هر دو نظریه یک منطق را برای کنترل مدیران ارائه می‌دهند. با مقایسه این دو نظریه به این نتیجه می‌رسیم که یکی از تفاوت‌های اصلی بین آنها استفاده از یک آرایه‌بندی متفاوت برای یک موضوع است (یعنی استفاده از واژگان متفاوت برای توصیف مسایل و مشکلات یکسان):

- نظریه هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت‌طلب هستند در صورتی که نظریه نمایندگی خطر اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد.
- نظریه نمایندگی فرض می‌کند مدیران به دنبال عایدی‌های متفرقه هستند، در صورتی که در نظریه هزینه معاملات، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت‌طلبانه‌ای ترتیب می‌دهند.
- تفاوت دیگر این است که واحد بررسی و تحلیل در نظریه نمایندگی، کارگزار فردی است، در صورتی که در نظریه هزینه معاملات واحد بررسی و تحلیل، معامله است.

با این همه، هر دو نظریه به یک مشکل می‌پردازند: چگونه مدیر را متقاعد کنیم تا منافع سهامداران و افزایش سود شرکت/سهامدار را به جای منافع شخصی خود دنبال کند؟[۱۷]

۲-۴-۳-۳ تئوری ذینفعان

نظریه ذینفعان ترکیبی از نظریه‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع نظریه مذکور بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، تئوری‌های سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد، که در آن ذینفعان شامل سهامداران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران، شرکت‌های مجاور و عموم مردم می‌باشند. [۱۸]

اساس نظریه ذینفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که آنها باید به جز سهامداران به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو

باشند. چند روش تعریف بر اساس رشته‌های مختلف برای نظریه ذی‌نفعان وجود دارد. وجه تشابه تمام آنها، تأیید دخالت آنها در رابطه مبادله‌ای (تعامل) است. نه تنها ذی‌نفعان تحت تأثیر شرکت‌ها هستند بلکه آنها نیز بر شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. آنها در شرکت‌ها به جای سهام، دارای منافع هستند.[۱۹]

۲-۴-۴ الگوهای حاکمیت شرکتی

در گذشته رفتار شرکت‌ها بر اساس مبانی نئوکلاسیک الگوبرداری می‌شد. در این الگو، شرکت‌ها فقط واحدهای تولید کننده فرض می‌شدند و تمام فعالیت شرکت در حداکثر کردن سود خلاصه می‌شد. ادبیات مدیریت مالی، به شرح تئوری‌های مختلف شرکت‌ها و رفتارهای مربوط به آنها می‌پردازد. امّا با افزایش این باور که فقط مبانی اقتصادی و تولیدی قادر به توضیح انگیزه‌های حاکمیت نمی‌باشد، پژوهش‌ها بر بخش رفتاری عملکرد شرکت و در راستای توجیه منطق اقتصادی رفتارهای خاص مدیریت و نحوه کنترل آن متمرکز شد. این تحقیقات منجر به شناخت چهار نوع حاکمیت شرکتی به شرح زیر گردید:[۲۰]، [۲۱] و [۱۳]

۲-۴-۴-۱ الگوی مبتنی بر بازار

ویژگی الگوی مبتنی بر بازار آن می‌باشد که حقوق مالکیت، بین سهامداران مقطعی پخش گردیده است. بازارهای سرمایه قوی شده‌اند و نقدینگی در بازار سرمایه زیاد است. نظام حمایت از سرمایه‌گذاران باعث شده تا سهامداران پرتفوی خود را متنوع سازند و هیچکدام از آنها در موقعیتی قرار نگیرند که خود شرکت را اداره نمایند. پس مدیران حرفه‌ای به نمایندگی از سهامداران جهت اداره شرکت به استخدام در می‌آیند. مزیت اصلی این الگو، سهولت جمع‌آوری سرمایه و توزیع ریسک سرمایه‌گذاران است.

۲-۴-۴-۲ الگوی مبتنی بر روابط

الگوی دوم حاکمیت شرکتی مبتنی بر تمرکز مالکیت و بازار سیال سرمایه می‌باشد. در این الگو، سهامداران شرکت‌ها به طور طولانی مدت دارای سهام بوده و در موقعیتی قرار می‌گیرند که می‌توانند رفتار مدیریت را نظارت نمایند، لذا هزینه‌های نمایندگی رخ نمی‌دهد. در این الگو، بانکها و سهامداران نهادی با نگهداری بخش عمده‌ای از سهام شرکتها بر مالکیت آنها مسلط می‌شوند و به طور مستقیم در عملیات شرکت شامل نظارت و تصمیم‌گیری، مشارکت می‌کنند.

۲-۴-۴-۳ الگوی در حال گذار

کشورهای اروپای شرقی و مرکزی و کشورهای تازه استقلال یافته، دارای اقتصادهایی از این نوع حاکمیت شرکتی می‌باشند. اگرچه علاقه شدیدی در این کشورها برای فعال کردن بازارهای سرمایه وجود دارد، ولی چنین الگویی از حاکمیت شرکتی را بر اقتصاد خود تحمیل کرده‌اند. در این الگو، بازارهای سرمایه ضعیف و غیرفعال می‌باشد و شرکت‌ها از شکل دولتی به تدریج به شرکت‌های دارای سهامداران جزء تبدیل می‌شوند.

۲-۴-۴-۴ الگوی نوظهور

در ادبیات حاکمیت شرکتی تا کنون به این الگو کمتر پرداخته شده است. بر خلاف الگوی سوم که تجربه‌ای از مشکلات الگوهای اول و دوم می‌باشد، این الگو سعی دارد الگوی حاکمیت شرکتی را از اقتصادهای موفق اقتباس کند، که ویژگیهایی نظیر بازار سرمایه فعال، تبدیل موفق شرکت‌های دولتی به خصوصی، وجود الگوهای مبتنی بر روابط و همچنین الگوهای مبتنی بر بازار، وجود بازارهای نوظهور مدیریت، نظام‌های حقوقی رسمی و کارکردی و نیز وجود شرکت‌های خانوادگی و شرکتهای عمومی. این یک الگوی منحصر به فرد است که میان الگوهای اول و دوم جای می‌گیرد.

۲-۴-۵ اهداف حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی پیش از هرچیز حیات بنگاه اقتصادی در دراز مدت را هدف قرار داده و در صدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان حفاظت کند. دو هدف حاکمیت شرکتی عبارتند از: [۲۲]

۱- کاهش ریسک بنگاه اقصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت پاسخگویی

۲- بهبود کارایی دراز مدت سازمان از طریق جلوگیری از خود کامگی و عدم مسئولیت پذیری مدیریت اجرایی

۲-۴-۶ سازوکارهای حاکمیت شرکتی

به طور عموم تصور میشود که وجود معیارها و سازوکارهای حاکمیت شرکتی به تغییر رفتار شرکتها منجر می‌شود.[۲۳] و همچنین تدوین کنندگان مقررات و مراجع نظارتی معتقدند که اعمال حاکمیت شرکتی قوی به حفظ و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به سلامت بازار سرمایه کمک می‌کند.[۲۴] چرا که حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکتها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکتها شود.[۴] لذا چارچوب حاکمیت شرکتی برای تقویت استفاده موثر از منابع و همچنین ایجاد التزام برای پاسخگویی درباره استفاده از آن منابع به وجود آمده است.[۷]

از اینرو تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به آگاهی بازار از کیفیت سهام شرکتها و به تبع آن افزایش ارزش شرکت و یا کاهش هزینه سرمایه می‌گردد. در ادامه برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و نحوه اثرگذاری آنها بر هزینه نمایندگی و افزایش شفافیت اطلاعاتی آمده است:

۲-۴-۶-۱ اعضای غیرموظف هیئت مدیره

موفقیت هیئت مدیره در انجام وظایف خویش، شامل جلب اعتماد سهامداران از یک سو و تعامل مناسب با مدیریت اجرایی شرکت از سوی دیگر، در بلند مدت به افزایش ارزش شرکت منجر خواهد شد.[۵] بعلاوه استقلال اعضای هیئت مدیره مشخصه مهمی برای ارزیابی اثربخشی هیئت مدیره است.[۲۵] طبق تعاریف عضوی که حضوری فیزیکی و اجرایی در فعالیتها نداشته باشد و تنها وظیفه تصمیم‌گیری به عنوان عضوی از هیئت مدیره را بر عهده داشته باشد، عضو غیر موظف اطلاق می‌گردد.

برای کنترل مشکلات نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی (شامل نظارت، انعقاد قرارداد، زیان باقیمانده و ...) تحمیل می‌شود تا تضاد منافع بین مالک و نماینده کاهش یابد. یکی از انواع هزینه‌های نظارت به منظور کنترل مسئله نمایندگی به کارگیری اعضای غیرموظف (یا مستقل) در هیئت مدیره برای نظارت بر رفتار مدیر است. اعضای غیرموظف، مدیران حرفه‌ای با تخصص در کنترل تصمیم هستند.[۲۶] حضور اعضای غیرموظف در هیئت مدیره یکی از مکانیزمهای حاکمیت شرکتی است. اعضای خارجی هیئت مدیره در اختلافات میان مدیران داخلی و انجام وظایفی که شامل مسائل نمایندگی جدی میان مدیران داخلی و مدعیان باقی مانده است (برای مثال تعیین پاداش مدیران یا جستجو برای جایگزین مدیران ارشد) مثل یک قاضی عمل می‌کنند.[۲۷]

از یک سو ادبیات دانشگاهی حاکی است که اعضای غیرموظف به گونه‌ای بهتر از منافع سهامداران حمایت می‌کنند و نماینده بهتری برای آنان هستند. بر این اساس اعضای مستقل، مسئله نمایندگی را کنترل میکنند، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران را با ارائه افشای بهتر و با کیفیت تر کاهش میدهند.[۲۸] از سوی دیگر تعدادی از مطالعات انجام شده ارتباط مستقیم با اهمیتی را بین نسبت مدیران غیر موظف و سطوح افشای اختیاری گزارش کرده‌اند. به صورت معمول، هیئت مدیره‌ای که تعداد مدیران غیرموظف آن به نسبت بیشتر است، تصویر مثبتی از استقلال و مسئولیت پاسخگویی را برای سهامداران تداعی نموده، حصول اطمینان از رعایت ویژگیهای حاکمیت شرکتی را نیز افزایش می‌دهد.[۲۹]

البته پژوهشها نشان می‌دهد که مدیران غیر اجرایی شرکت به علت آن که منافع خاصی در شرکت ندارند، تمایلی به تلاش مضاعف و موثر در راستای منافع ذی نفعان شرکت ندارند. لذا آنها پیشنهاد کردند که برای تاثیرگذاری بهتر مدیران غیراجرایی در مدیریت شرکتها، بخشی از سهام شرکت در اختیار آنها قرار گیرد ۵۱۱ همچنین نظارت بهتر بر کار مدیران اجرایی به حفظ و ارتقای شهرت کاری اعضای غیرموظف هیئت مدیره کمک می‌کند.[۳۰] [۳۱]

۲-۴-۶-۲ سهامداران نهادی

ترکیب سهامداران از طریق چهار متغییر مالکیت خارجی، مالکیت شرکتی، مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی اندازه گیری می‌شود:[۲۶]

- مالکیت خارجی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط خارجیها از کل سهام سرمایه شرکت است که شامل شرکای خارجی، موسسه‌های مالی خارجی، ملیتهای خارجی و غیر مقیمهای ایران است.
- مالکیت شرکتی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط اجزای شرکتهای سهامی از کل سهام سرمایه می‌باشد و شامل تمام انواع شرکتهای سهامی است، بجز آنها که در مورد قبل بیان شد.
- مالکیت مدیریتی: بیانگر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیئت مدیره است.
- مالکیت نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکتهای دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها شامل شرکتهای بیمه، موسسه‌های مالی، بانکها، شرکتهای دولتی و دیگر اجزای دولت است.

تحقیقات نشان می‌دهد سهامداران نهادی دارای توان بالقوه تاثیرگذاری بر فعالیتهای مدیران به طور مستقیم از طریق مالکیت و به طور غیرمستقیم از طریق مبادله سهام خود هستند.[۳۲]

با توجه به اینکه سهامداران نهادی گروههایی متخصص و حرفه‌ای هستند که انگیزه و توانایی بیشتری برای دریافت اطلاعات به موقع و نیز ارزیابی افشاهای مالی مدیریت دارند، می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت بهتری داشته و از این طریق کیفیت افشای اطلاعات مالی را افزایش دهند. در صورت وجود برخی شرایط، سرمایه گذاران نهادی بزرگ می‌توانند حتی در بازارهای کارا مزیت اطلاعاتی بدست آورند.[۳۳] به عنوان مثال هند به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران خبره و ماهر با دقت بیشتری اطلاعات مالی را تفسیر می‌کنند.[۳۴] شیپر نیز معتقد است که متمرکز شدن گروههای استفاده کننده از اطلاعات مالی و نبود تضاد و اصطکاک در بین آنها، تحلیل بهتر اطلاعات را در پی خواهد داشت.[۳۵] اگرچه این سرمایه گذاران اطلاعات خود را به صورت عمومی در اختیار بازار قرار نمی‌دهند، ولی با تصمیم خود بازار را آگاه می‌سازند.[۲۹]

موضوع سهامداران نهادی از دو نظر قابل طرح است:

۱- مفهوم نظارت کارآمد

۲- مفهوم همگرایی منافع

در مورد اول وجود سهامداران نهادی به استقرار نظام حاکمیت شرکتی منجر شده، از هزینه نمایندگی می‌کاهد، و مورد دوم نیز تضاد منافع مالکیت و مدیریت را کنترل می‌نماید. حضور سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه، آن را به سمت کارایی پیش می برد؛ بدین صورت که سرمایه گذاران نهادی می‌توانند با اتکا به نفوذ خود در بازار، به ارائه اطلاعات دقیق از سوی شرکت ها و رعایت اخلاق حرفه‌ای نظارت کرده، دقت و صحت ارائه اطلاعات را فزونی بخشند. [۳۶] سرمایه گذاران نهادی از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت، آشکارا بر شرکت نظارت می کنند.[۳۷] سرمایه گذاران نهادی جایگاه توانمندی در حاکمیت شرکتی دارند؛ به طوری که می توانند بر مدیریت شرکت نظارت موثری داشته باشند[۳۸] و کیفیت حاکمیت شرکتی را افزایش دهند.[۳۹]

۲-۴-۶-۳ تمرکز مالکیت

در شرکتهای سهامی عام ساختار مالکیت می‌تواند پراکنده (وجود تعداد زیادی از سهامداران کوچک) یا متمرکز (وجود تعداد کمی از سهامداران عمده) باشد. مالکان اقلیت و تمرکز مالکیت در ترغیب مدیران به کار و ترغیب سهامداران به نظارت بر کار مدیریت موثر است. زمانی که مالکیت در دست سهامداران عمده است، سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود.[۴۰] شواهد تجربی نشان می‌دهد که دارندگان سهام بیشتر، انگیزه تحمل هزینه‌های ثابت جمع‌آوری اطلاعات و دخالت در نظارت مدیریت را دارند[۴۱] و در مقابل مالکیتهای خرد، انگیزه کمتری برای نظارت بر مدیریت از خود نشان می‌دهند.[۴۲]

در اغلب بازارهای نوظهور تمرکز مالکیت سهام بالاست؛ به طوریکه در بعضی از این کشورها درجه تمرکز مالکیت به ۷۵ درصد نیز می‌رسد. در برخی از کشورها اغلب سهام در اختیار سهامداران کنترل کننده است که تمایلی به فروش سهام خود ندارند. یکی از دلایل این مسئله افزایش آسیب‌پذیری این دسته از سهامداران در صورت تصاحب مالکیت توسط خریداران است.[۴۳]

۲-۴-۶-۴ دوگانگی وظیفه مدیرعامل

رییس هیئت مدیره نقش اساسی در نظارت بر کار مدیر عامل دارد. از منظر جنس اگر دو موقعیت شغلی ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل همزمان به فرد واحدی واگذار شود، نظارت هیئت مدیره بر مدیر عامل به صورت موثری اعمال نشده و حق نظارت و حاکمیت هیئت مزبور مورد مصالحه قرار خواهد گرفت. سپردن این نقشها به یک فرد واحد باعث خواهد شد نقش نظارتی (به عنوان رئیس هیئت مدیره) تحت تاثیر نقش اجرایی (به عنوان مدیر عامل) قرار گیرد. خدشه وارد شدن به استقلال هیئت مدیره انگیزه اعضای آن برای کسب اطمینان از این موضوع را که مدیریت اجرایی شرکت به دنبال انجام فعالیتهای افزاینده ثروت سهامداران است، کاهش می‌دهد.[۵] و نیز ممکن است به تضاد منافع و از دست رفتن استقلال وی منجر گردد و قدرت تصمیم گیری متمرکز در نتیجه دوگانگی

وظیفه مدیرعامل، موجب کاهش استقلال هیئت مدیره و کاهش گرایش طبیعی آن برای افشای اطلاعات با کیفیت می‌گردد.[۴۴] تفکیک این دو مسئولیت مورد تاکید گزارش کادبری و آیین نامه نظام حاکمیت شرکتی نیز قرار گرفته است.

۲-۴-۷ اصول حاکمیت شرکتی

آنچه از تعریف و سازوکارهای حاکمیت شرکتی مهم‌تر است، توجه به اصول اساسی نظام حاکمیت شرکتی است که در این راستا می‌توان موارد زیر را به عنوان اصول بنیادین حاکمیت شرکتی نام‌برد:[۴۷]

- ایجاد زیربنای لازم برای اجرای کارآمد اصول حاکمیت شرکتی
- حمایت از حقوق سهامداران عمده و جزء
- رفتار یکسان با سهام‌داران
- توجه و به رسمیت شناختن نقش کارمندان در حاکمیت شرکتی
- شفافیت در افشای اطلاعات
- مشخص کردن دقیق مسئولیت‌های هیئت مدیره

۲-۴-۸ حاکمیت شرکتی در ایران

در ایران هرچند از اوایل دهه ۱۳۴۰ بورس اوراق بهادار تاسیس شد و در قانون تجارت و به‌ویژه لایحه اصلاحی اسفندماه ۱۳۴۷ موارد مرتبط با نحوه تاسیس و اداره شرکتها تا حدودی مطرح شده بود، لیکن موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن در چند سال اخیر مطرح شده است. این موضوع در اوایل دهه هشتاد و در مصاحبه‌های مسئولان وقت سازمان بورس اوراق بهادار و در مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی مطرح و بررسی شد و در وزارت امور اقتصاد و دارایی کمیته‌ای به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته شد.

نخستین بار در کنفرانس ملی «بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران» که توسط دانشگاه علامه طباطبایی در آذرماه ۱۳۸۳ برگزار شد، مقاله‌ایی تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و نقش آن در توسعه بازار سرمایه» ارائه شد. پس از آن نیز در مقطع دکتری حسابداری تدریس گردید.

در اواخر همان سال، مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه بورس اوراق بهادار دست به انتشار ویرایش اول آئین نامه حاکمیت شرکتی زد که در ۲۲ ماده و ۲ تبصره تنظیم گردیده بود و شامل تعریفها، وظایف هیئت مدیره، سهامداران، افشای اطلاعات و پاسخگویی و حسابرسی می‌باشد. این آئین‌نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با الگوی رابطه‌ای حاکمیت شرکتی سازگار است.

آنچه که مشخص است این می‌باشد که هرکشور سیستم حاکمیت شرکتی منحصر به خود را دارد و می‌توان به تعداد تمامی کشورهای دنیا سیستم حاکمیت شرکتی مجزا و متفاوت داشت. حاکمیت شرکتی در هر کشور با عواملی چون ساختار مالکیت شرکتها، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاستهای دولتی، ... تعیین می‌شود که ایران نیز از این قاعده مستثنی نمی‌باشد.[۴۸]

۲-۵ شفافیت اطلاعاتی

عدم تقارن اطلاعاتی را مزیت اطلاعاتی برخی از طرفهای معامله نسبت به سایرین در یک داد و ستد بازرگانی تعریف می‌کنند،[۴۵] و بر اساس تئوری عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران درباره چشم‌انداز آتی و ارزش واقعی شرکت، اطلاعاتی بیش از سرمایه‌گذاران برون سازمانی در اختیار دارند.

در این میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کیفیت اطلاعات افشا شده توسط شرکتها اثر می‌گذارد. افشای اطلاعات مالی شفاف، مشکلات و مسائل نمایندگی را از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و سهامداران به حداقل می‌رساند. در مقابل، افشای ضعیف اطلاعات مالی، اغلب باعث گمراهی سهامداران و در نتیجه تاثیرات نامطلوب بر ثروت آنان می‌گردد،[۴۶] و عدم افشای به

موقع و صحیح منجر به افزایش هزینه انتخاب نامطلوب و خطر اخلاقی به عنوان عناصر حاصل از عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت افزایش هزینه مبادله میشود.

۲-۶ بازار کارا

بازار کارا بازاری است که در آن اطلاعات با سرعت بالایی بر قیمت سهام تاثیر می‌گذارد و قیمت‌ها خود را با توجه به این اطلاعات تعدیل می‌کنند. در واقع بازار کارا به سرمایه‌گذاران این اطمینان را می‌دهد که همه آن‌ها از اطلاعات مشابهی آگاهی دارند، پس بازار کارا، بازاری است که بازتاب‌دهنده آن اطلاعاتی است که در بازار موجود است و راهنمای سرمایه‌گذاران می‌باشد. مفهوم بازار کارا بر این فرض استوار است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات خرید و فروش خود تمامی اطلاعات مربوط را در قیمت سهام لحاظ خواهند کرد و قیمت سهام شاخص خوبی برای تعیین ارزش سرمایه‌گذاری است. بازار کارا بازاری است که به سرعت با اطلاعات جدید تطبیق پیدا می‌کند.[۴۹]

گرچه تطبیق با اطلاعات جدید یک مشخصه مهم در بازار کاراست، اما تنها مشخصه آن نیست. در یک بازار کارآی اطلاعاتی، اگر انتظارات و اطلاعات همه مشارکت کنندگان در بازار به خوبی توسط قیمتها منعکس شود، تغییر قیمت ها غیرقابل پیش بینی هستند. در واقع یک بازار که در آن همواره قیمتها همه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس می کنند، کارا نامیده می‌شود.[۵۰]

طبق فرضیه بازار کارا، بازار باید بزرگ و نقد باشد. اطلاعات نیز از لحاظ دردسترس‌بودن و هزینه باید در هر زمان در اختیار سرمایه‌گذارها باشند. همچنین هزینه معاملات باید کمتر از سود مورد انتظار از سرمایه‌گذاری باشد و سرمایه‌گذارها باید منابع مالی کافی در اختیار داشته باشند تا از موارد ناکارایی تا زمانی که وجود دارند، استفاده‌کنند.

فرضیه بازار کارا به مفهوم گام تصادفی نزدیک است، منطق این مفهوم این است که اطلاعات موجود در بازار به شکل تصادفی و غیر قابل پیش‌بینی (با انتظارات هم‌جهت یا غیرهم‌جهت) هستند؛

در نتیجه تغییرات قیمت سهام نیز در بازارهای کارا باید تصادفی باشد. بازار کارا حافظه ندارد این تعبیر به این معنی است که از قیمت‌های دیروز در مورد قیمت‌های فردا نمی‌توان نتیجه‌گیری کرد.

سرمایه‌گذاران با توجه به تعاریفی که ارائه شد در بازار کارا نمی‌توانند به سود غیرعادی و بالایی دست پیدا کنند و تنها راه آن خرید سهام با ریسکی بالاتر است. طبق فرضیه یاد شده، قرار نیست قیمت سهام همواره مساوی ارزش واقعی آن باشد. قیمت‌ها تنها در برخی مواقع و به‌طور اتفاقی ممکن است بالاتر یا پایین‌تر از ارزش واقعی‌شان باشند بنابراین در نهایت قیمت‌ها به حد متوسط‌شان بازخواهند گشت. طرفداران فرضیه کارایی بازار طبق قوانین احتمالات چنین می‌گویند: در هر زمان مشخص در بازار با تعداد زیاد سرمایه‌گذار، برخی سرمایه‌گذارها سودی بالا کسب می‌کنند و برخی نیز همان سود متوسط بازار را می‌برند.[۴۹] برای تاثیر کارایی از سه مجموعه اطلاعات استفاده می‌کنند:

- کارایی ضعیف: اطلاعات مربوط به گذشته
- کارایی متوسط: تمام اطلاعات عمومی
- کارایی بالا: تمام اطلاعات شامل خصوصی و عمومی

به این معنی که مثلاً در شکل ضعیف بازار کارا نمی‌توان بر اساس اطلاعات مربوط به دوره قبل برای دوره آتی نتیجه‌گیری کرد.

۲-۷ نقدشوندگی

سیاستهای مالی دولت، نرخ ارز، مقررات نظارتی، اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار، تنوع ابزارهای معاملاتی، تنوع مشارکت کنندگان و عناصر بازار و ساختارهای خرد بازار بر نقدشوندگی اثر می‌گذارد. بعلاوه نقدشوندگی به سیاستهای اقتصاد کلان و سیاستهای بازار سرمایه نیز بستگی دارد.

۲-۷-۱ بازارهای نقدشونده

یکی از ویژگی‌های اصلی بازارهای نقدینه (دارای نقدشوندگی بالا)، اندک بودن فاصله بین قیمتهای پیشنهادی خرید و فروش است، بدین معنا که سفارش‌های خرید و فروش بازیگران بازار سرمایه، در کمترین زمان ممکن و با مناسب‌ترین قیمت اجرا می‌شوند. نقدشوندگی در بازارهای ثانویه نقش تعیین کننده‌ای در موفقیت عرضه‌های عمومی دارد و موجب کاهش هزینه ریسک پذیره‌نویسها و بازارگردانها می‌شود. همچنین هزینه سرمایه‌گذاران از طریق کاهش دامنه نوسان و هزینه معاملاتی کاهش می‌یابد. بنابراین از دیدگاه کلان، وجود بازارهای سرمایه نقدشونده برای تخصیص کارایی سرمایه ضروری بوده و موجبات کاهش هزینه‌ی سرمایه ناشران را فراهم می‌آورد. نقدشوندگی به عنوان یکی از عوامل موثر بر بازده اوراق بهادار از اهمیت بالایی برخوردار است، زیرا عموماً نقدشوندگی نشان دهنده وضعیت محیط سرمایه‌گذاری و اقتصاد کلان است. از دیدگاه خرد، بازار سرمایه نقدینه، توانایی جذب سرمایه گذاران مختلف با استراتژیهای معاملاتی متنوع را نیز فراهم می‌آورد.[۱]

بازارهای مالی کارا، انتقال روان پول را از کسانی که پس‌انداز دارند، به کسانی که دارای فرصتهای سرمایه گذاری سود آور هستند، تسهیل می‌نماید. چنین بازارهایی بیانگر سطح بالایی از حجم مبادله و مشارکت بالای بازار است. در چنین بازارهایی سرمایه گذاران چون متقاعد شده‌اند که قیمت های اوراق بهادار به طور معقولی، کارا (منصفانه) است، وارد مبادله می‌شوند و بنابراین، حجم مبادلات در بازار به واسطه نبود ریسک اطلاعات افزایش می‌یابد، که به آن افزایش نقدشوندگی بازار می‌گویند.[۵۱]

۲-۷-۲ تعریف نقدشوندگی

نقدشوندگی مفهوم پیچیده‌ای است و به طور مستقیم مشاهده نمی‌شود. تعاریف و برداشتهای گوناگونی در ارتباط با نقدشوندگی ارائه شده است. از سوی دیگر نقدشوندگی و عدم نقدشوندگی دو روی یک سکه هستند که در بسیاری از موارد برای اشاره به یک مفهوم به کار می‌روند. نقدشوندگی یک دارایی در ساده‌ترین تعریف، توانایی بازار برای جذب حجم کلان معاملات بدون ایجاد نوسان‌های

شدید در قیمت تعریف می‌شود. برای اینکه یک دارایی از نقدشوندگی برخوردار باشد، وجود یک بازار نقدشونده برای آن دارایی ضروری است. بازارهای نقدشونده به خاطر ایجاد برخی مزایا، مانند تخصیص بهتر و کارایی اطلاعاتی، مطلوب تلقی می‌شوند. قابلیت نقدشوندگی بالا به عواملی چون عدم توقف‌های بلند مدت نماد معاملاتی، میزان سهام شناور آزاد و بازدهی سهام هر شرکت بستگی دارد. کاهش قدرت نقدشوندگی سهام در بورس، یکی از مهمترین انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بورس را کم رنگ می‌کند. [۵۲]

آمیهود[1] (۲۰۰۲) نسبت عدم نقدشوندگی را به صورت نسبت قدر مطلق بازده روزانه سهام به حجم معامله آن سهم در همان روز تعریف کرده است.[۵۳] همچنین عدم نقدشوندگی یک دارایی مانع از فروش به موقع آن در زمان افت قیمت کل بازار است.[۵۴]

۲-۷-۳ معیارهای نقدشوندگی

رایجترین معیارهای نقدشوندگی عبارتند از عرض بازار، عمق بازار، انعطاف پذیری بازار و همچنین زمان (سرعت معاملات) که به شرح زیر می‌باشند: [۱]

۲-۷-۳-۱ عرض بازار

نسبتی از کل بازار است که در حرکت قیمتی صعودی یا نزولی بازار مشارکت دارد. به عبارت دیگر این معیار میزان استحکام بازار را اندازه‌گیری می‌کند. شاخص متداول اندازه‌گیری عرض بازار، فاصله بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش است.

۲-۷-۳-۲ عمق بازار

1- Amihud

بیانگر تاثیر معاملات با حجم زیاد بر تغییرات قیمت است. هرچه تعداد یک سهم مشخص در حجم بالا به قمیت یکسان مورد معامله قرار گیرد، دلیل بر عمیق بودن بازار و نقدشوندگی بالای آن سهم است. شاخص متداول اندازه‌گیری عمق بازار حجم عرضه و تقاضا، حجم معامله نسبت به تغییرات روزانه قیمت و گردش دارایی سرمایه‌ایی است.

۲-۷-۳-۳ انعطاف پذیری بازار

مدت زمانی است که پس از نوسان شدید قیمت باید طی شود تا بازار به حالت تعادل خود بازگردد. به طور معمول این نوسانها بر اثر انتشار اخبار (معمولا منفی) یا معملات با حجم بزرگ رخ می‌دهند.

۲-۷-۳-۴ زمان

دوره‌ای که در آن معاملات توسط بازار جذب می‌شوند. در یک بازار نقد، معاملات با کمترین وقفه زمانی ممکن اجرا میشوند.

۲-۷-۴ سنجش نقدشوندگی

برخی از معیارهای سنجش نقدشوندگی سهام عبارتند از تعداد سهام معامله شده در روز، تعداد روزهای معامله شده، ارزش سهام معامله شده در روز، درصد حجم کل معامله به کل ارزش بازار و تعداد خریداران و دفعات خرید و سهام شناور آزاد است.[۵۵] اخیراً یکی از معیارهای نقدشوندگی سهام، تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش (معیار عدم تقارن اطلاعاتی) تحقیقات زیادی را به خود اختصاص داده است. زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش می‌یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قائل میشوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه ارزش واقعی سهام شرکت با ارزش مورد انتظار تفاوت خواهد داشت.[۵۶] همچنین معیار عدم نقدشوندگی آمیهود نیز به عنوان یکی از معیارهای مهم در تحقیقات مرتبط با

نقدشوندگی به شمار می‌رود. در ادامه به توضیح مختصری در خصوص هریک از این معیارها پرداخته می‌شود.

۲-۷-۴-۱ اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش[1]

قیمتی را که هر معامله‌گر برای خرید اوراق بهادار پیشنهاد می‌کند قیمت پیشنهادی خرید و قیمتی را که برای فروش اوراق بهادار پیشنهاد می‌کند قیمت پیشنهادی فروش می‌گویند. اختلاف بین این دو قیمت پیشنهادی نیز اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نامیده می‌شود. معامله سهام زمانی اتفاق می‌افتد که خریدار و فروشنده در نقطه‌ای بین قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهادی فروش به توافق برسند. این نقطه را قیمت تعادلی یا قیمت توافقی می‌گویند. هرچه اختلاف یا فاصله قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر باشد، خریدار و فروشنده زودتر به قیمت تعادلی می‌رسند و حجم معاملات سهام افزایش می‌یابد. این امر به افزایش نقدشوندگی بازار سهام منجر می‌گردد.[۵۷]

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می‌شود:

- هزینه‌های اجرای سفارش،
- هزینه‌های نگهداری موجودی،
- هزینه‌های انتخاب نادرست.

هزینه‌های انتخاب نادرست به دلیل این واقعیت ایجاد می‌شود که بازارگردانها در فراهم کردن نقدینگی ممکن است با افرادی معامله کنند که از تغییرات قیمت مورد انتظار در مورد اوراق بهادار آگاه باشند. ممکن است افراد خاص در مورد سهام برخی شرکتها دارای اطلاعاتی خاص نظیر خبرهای پیشاپیش از سودها، ادغامها، تحصیلها، تجدید سازمانها، تقسیم سهام شرکت فرعی بین سهامداران شرکت اصلی و تغییرات مدیریت.[۵۸]

۲-۷-۴-۲ سهام شناور آزاد[1]

1- Bid-Asked Spread

یکی از کارکردهای مهم بورس افزایش قابلیت نقدشوندگی سهام است. اگر بازار سهام بازاری نقد و روان نباشد، انگیزه‌ای برای جذب سرمایه‌گذاری ایجاد نخواهد کرد. برای افزایش نقدشوندگی سهام لازم است درصد سهام شناور آزاد شرکتها افزایش یابد. اهمیت سهام شناور آزاد تا جایی است که امروزه اغلب کشورهای جهان از این ضریب برای تعدیل شاخص بازار استفاده می‌کنند. اگر سهام شناور آزاد شرکتی بالا باشد، بازار آن به طور بالقوه نقدتر و نوسانهای قیمت آن کمتر شده و در نتیجه ریسک سرمایه گذاری کاهش می‌یابد.

سهام شناور آزاد تعدادی از سهام شرکت است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک به قیمت جاری قابل عرضه باشد و در دسترس خریداران قرار بگیرد و یا قسمتی از سهام یک شرکت که بدون هیچ‌گونه محدودیت قابل معامله باشد. اگر نتیجه نسبت تعداد سهام غیر قابل معامله به کل سهام شرکت را از عدد یک کم کنیم، درصد سهام شناور آزاد به دست می‌آید.[۵۹]

در تعریفی دیگر سهام شناور آزاد سهامی است که متعلق به سهامداران استراتژیک نباشد. دولت، شرکتهای دولتی، مالکان خارجی، سهام وثیقه‌ای، سهام اعضای هیئت مدیره و مدیران، سهام خانواده‌ای که نقش مدیریتی دارند و یا مدیرانی که به آنها وابسته‌اند، سهام کارگران و کارکنان شرکت، سهام در اختیار نهادها و بنیادها، سهام در اختیار صندوقهای بازنشستگی و تامین اجتماعی، سهام در اختیار بانکها و بیمه‌ها، سهامداران استراتژیک هستند.[۴۳]

در تابستان ۱۳۸۲ برای اولین بار بورس اوراق بهادار تهران با اعلام ۱۵ درصد سهام شناور آزاد برای همه شرکتهای بورسی دامنه مجاز نوسان روزانه قیمت سهام را تعریف کرد، بدین ترتیب که اگر حجم معاملات روزانه سهام یک شرکت بیشتر (یا کمتر) از ۱۵ درصد تعداد سهام آن تقسیم بر ۲۵۰ روز کاری باشد، آنگاه قیمت آن سهم مجاز است به میزان ۵ درصد افزایش (یا کاهش) یابد. هدف از این قرارداد تحدید نوسان قیمت سهام شرکتهایی بود که دارای سهامداران راهبردی و عمده بودند که قصد خرید و فروش سهام را نداشتند. انتظار می‌رفت اعمال این کنترل، عرضه و فروش سهام را

1- Free Float

افزایش دهد و در نتیجه قابلیت نقدشوندگی سهام بهبود یابد. طبق ماده ۱۷ آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران سهم شناور هر شرکت، بخشی از سهام آن شرکت است که دارندگان آن آماده عرضه و فروش آن سهام هستند و قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام، در مدیریت شرکت مشارکت نمایند.[۶۰]

۲-۷-۴-۳ نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود[1]

این نسبت از تقسیم قدر مطلق بازده بر حجم ریالی معاملات در یک بازه زمانی معین به دست می‌آید. این معیار به صورت میانگین برای هر سال محاسبه می‌شود. سهامی که نسبت عدم نقدشوندگی آمیهود در آن بالا باشد، در قبال حجم کوچکی از معامله تغییر قیمت زیادی خواهد داشت.[۶۱]

۲-۷-۴-۴ معیارهای معاملاتی

در اینجا برخی از معیارهای معاملاتی مهم جهت سنجش نقدشوندگی سهام بر اساس تحقیقات پیشین ارائه شده است: [۶۲]، [۶۳] و [۶۴]

- تعداد روزهای معاملاتی: به تعداد روزهایی اطلاق می شود که در یک بازه زمانی مشخص در آن مبادله سهم رخ داده است. این معیار به صورت سالانه محاسبه می‌شود.
- تعداد دفعات معاملات: شامل تعداد معاملات یک سهم در بازه سالانه است.
- حجم معاملات: تعداد سهام معامله شده در یک بازه زمانی است .حجم معاملات برای هر شرکت در بازه های زمانی یکساله محاسبه می‌شود.
- ارزش معاملات: از حاصل ضرب قیمت معامله سهم در حجم معاملات به دست می‌آید. این معیار برای بازه های یکساله مورد محاسبه می‌گیرد.

1- Amihud illiquidity Ratio

- گردش سهام: حجم سهام معامله شده تقسیم بر تعداد سهام منتشره شرکت در یک بازه زمانی مشخص، گردش سهام را نشان می‌دهد
- زمان انتظار معامله: به معنای تفاوت زمانی بین دو معامله متوالی در یک سهم است که اغلب میانگین آن در یک دوره زمانی مشخص مورد محاسبه قرار می‌گیرد .زمان انتظار معامله بر حسب روز محاسبه شده و نشان می دهد، به طور متوسط زمان انتظار برای انجام معامله سهم یک شرکت چند روز است
- نسبت جریان: این معیار از تقسیم ارزش معاملات بر زمان انتظار به دست می آید.

۲-۷-۵ ریسک نقدشوندگی

سرمایه گذاران هنگام قبول سطح بالاتری از ریسک، بازدهی بیشتری به دست می‌آورند که به آن صرف ریسک گفته می‌شود. یکی از انواع ریسک‌ها، ریسک نقدشوندگی است که عبارت است از قابلیت تبدیل آنی دارایی یا سهام به وجه نقد، بدون کسر مبلغی با اهمیت از ارزش آن.[۵۲]

در علوم مالی ریسک نقدشوندگی را نمی‌توان همانند ریسک مالی یا ریسک تجاری محاسبه کرد. اصولاً سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی را از این دیدگاه مورد توجه قرار می‌دهند، که بتوانند یک دارایی را سریعاً بخرند یا بفروشند، بدون آن‌که قیمت آن دستخوش تغییرات شدید شود و از همین دیدگاه است که می‌گویند داراریی مذکور دارای قدرت نقدشوندگی بالایی است. هر قدر خرید و فروش یک دارایی سریع‌تر انجام شود، ریسک نقدشوندگی کم‌تر می‌شود. نقطه مخالف این وضعیت، وقتی است که یک نفر بخواهد در سهام شرکت‌های کوچک سرمایه‌گذاری کند، که برای خرید یا فروش آن‌ها باید چند روز یا چند هفته منتظر بماند و در مواردی نیز باید قیمت پیشنهادی فروش را کم‌تر نماید.

۲-۵-۶ مالکیت و نقد شوندگی

در شرکتهایی با مالکیت متمرکز، سهامداران برای جلوگیری از کاهش قدرت کنترل بر شرکت، سهام خود را برای مدت طولانی نگه داشته و نمی‌فروشند، اما سهام شرکتهای بزرگتر با مالکیت غیرمتمرکز به دفعات زیادی معامله شده، هزینه‌های نقدشوندگی کاهش می‌یابد.[۶۵] گسترش مالکیت یکی از دلایل تشکیل بورس است. هرقدر درصد سهام شناور آزاد افزایش یابد، گسترش مالکیت و قابلیت نقدشوندگی افزایش می‌یابد. در نتیجه بر ارزیابی و قیمت گذاری سهام اثر مثبتی می‌گذارد. با افزایش درصد سهام شناور آزاد و نقدشوندگی، از انحصار مالکیت کاسته شده و سهامداران عمده و استراتژیک کاهش می‌یابد.[۶۶]

۲-۵-۷ افشا و نقدشوندگی

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران ناآگاه یا کم اطلاع، نگران مبادله با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات خصوصی یا اطلاعات بیشتر هستند. به طور کلی، یک سرمایه‌گذار ناآگاه نگران این است که یک سرمایه‌گذار آگاه ممکن است به فروش (خرید) اوراق بهادار بپردازد، تنها به این دلیل که قیمت جاری با توجه به اطلاعات در اختیار مبادله‌گر آگاه، بسیار بالا (پایین) است. در نتیجه، سرمایه‌گذار غیرآگاه، قیمت را به میزانی که تمایل به خرید (فروش) اوراق بهادار خاصی دارد، کاهش (افزایش) می‌دهد تا در برابر زیانهای مبادله با سرمایه‌گذار آگاه، مصون بماند. تعدیل قیمت، احتمال مبادله با یک سرمایه‌گذار آگاه و مزیت اطلاعاتی بالقوه یک مبادله‌گر آگاه را منعکس می‌کند. این سازوکار مربوط به حمایت قیمت در زمان خرید یا فروش سهام، باعث ایجاد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش در بازارهای ثانویه سهام می‌شود. به طور مشابه، عدم تقارن اطلاعاتی و انتخاب نادرست، تعداد سهامی را که سرمایه‌گذاران ناآگاه متمایل به مبادله آنها هستند، کاهش می‌دهد. واضح است که هردو اثر، نقدشوندگی بازارهای سهام را کاهش می‌دهد.[۶۷]

اطلاعات عمومی افشا شده توسط شرکت، جایگزین کاملی برای اطلاعات خصوصی است و به طور کلی، میزان تمایل سرمایه‌گذاران به تحصیل اطلاعات خصوصی هزینه‌بر، با افزایش میزان اطلاعات عمومی افشا شده شرکت، کاهش می‌یابد.[۶۸]

انتشار اطلاعات در بازار از دیدگاه آحاد سرمایه‌گذاران دارای ارزش است؛ زیرا از یک سو تعدیل لازم برای به روز کردن دیدگاههای سرمایه‌گذاران در بازار را به وجود می‌آورد و از سوی دیگر، عدم قطعیت حاکم بر بازار را که بر حجم مبادلات و نقدشوندگی اوراق بهادار نیز موثر است، تا حد زیادی مرتفع می‌کند.

عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از کیفیت پایین افشا، مسئله انتخاب نادرست را در پی خواهد داشت که اوراق بهادار با این مشکل، از نقدشوندگی کمتری برخوردارند.[۶۹] تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی بیانگر آن است که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شرکت با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران و پایین آمدن نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله‌ها و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه مستقیم دارد.[۷۰]

یکی از کاربردهای بالقوه اطلاعات منتشره، کاهش شکاف انتظارات سرمایه گذاران، کاهش مزیت اطلاعاتی برخی سرمایه‌گذاران، و در نتیجه کاهش اثر عدم تقارن اطلاعاتی روی هزینه سرمایه شرکت است.[۵۵] وقتی که اطلاعات جدید اعلام می‌شود، سرمایه‌گذارانی که دارای اطلاعات محرمانه با دقت کمتر هستند، تجدید نظر کمتری در ارزش مورد انتظار سهام خواهند داشت. این تجدید نظرها موجب افزایش حجم مبادلات شده و بنابراین نقدینگی بازار افزایش می‌یابد.

قدر مطلق تغییرات قیمت و حجم مبادلات، میانگین تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران را منعکس می‌نماید.[۷۱] عدم نقدشوندگی سهام و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش، هزینه‌های اضافی مبادلاتی را به سرمایه‌گذاران تحمیل می‌کند. بنابراین نرخ بازده مورد مطالبه سهام افزایش می‌یابد.[۷۲] این استدلال توسط آکرلوف[1] (۱۹۷۰) مطرح شده که عدم تقارن اطلاعاتی به دلیل

1- Akerlof

گزینش نادرست، هزینه‌هایی در معاملات ایجاد میکند. این عاملی برای کاهش نقدشوندگی بازار و افزایش هزینه سرمایه شرکت است.[۷۳] انتخاب نادرست به وضعیتی اطلاق می‌شود که در بازار یک شخص یا گروهی در مبادلات تجاری نسبت به سایر اشخاص یا گروههای دیگر در بازار، دارای مزیت اطلاعاتی هستند.[۷۴]

۲-۸ بازده سهام

معمولاً افراد مصرف کنونی را به مصرف در آینده ترجیح می‌دهند، بنابراین برای تشویق افراد در به تعویق انداختن مصرف فعلی می‌بایستی انتظار کسب پاداش از سرمایه‌گذاری را برای آنان ایجاد کرد. در واقع انتظار کسب بازده یا پاداش سرمایه‌گذاری موجب می‌شود تا سرمایه‌گذار مصرف در آینده را به مصرف فعلی ترجیح دهد. اغلب از بازده در جهت معرفی بازده سرمایه‌گذاری در یک دارایی در طول یک دوره زمانی که به آن بازده دوره نگهداری می‌گویند استفاده می‌شود و آن عبارت است از تغییرات قیمت و جریانات نقدی حاصل از آن دارایی طی دوره سرمایه‌گذاری. این میزان تغییرات را بر حسب درصد بیان می‌کنند که نشان دهنده درصدی از مبلغ سرمایه‌گذاری است و به آن نرخ بازده سرمایه‌گذاری می‌گویند. نرخ بازده عامل بسیار مهمی در تصمیم‌گیری های مالی جهت سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود.[۷۵] بنابراین بازدهی یک سهم، درآمدهایی است که نصیب مالک آن می‌شود. برای اینکه بتوان بازدهی یک سهم را محاسبه کرد، باید تغییرات قیمت و جریان نقدی حاصل از آن را طی دوره‌ی سرمایه‌گذاری محاسبه نمود.

۲-۶-۱ اجزای بازده سهام

بازده سهام از دو قسمت تشکیل می‌شود:

۱- بازده ناشی از پرداخت سود سهام، به شکل نقدی یا سهمی (سود دریافتی)

۲- بازده ناشی از تغییرات قیمت سهام (درآمدهای سرمایه‌ای)

که به مجموع درآمدهای سرمایه‌ای، سود نقدی و سود سهمی (در شرایط افزایش سرمایه)، بازدهی کل گویند.[۵۲] و نرخ بازده اوراق بهادار که معیاری جهت تصمیم گیری سرمایه‌گذاران جهت سرمایه‌گذاری است به شرح زیر محاسبه می‌شود:[۷۶]

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}} \qquad (۱-۲)$$

که در آن:

R_{it}: نرخ بازده دارایی طی دوره؛

P_{it}: قیمت سهام در انتهای دوره؛

P_{it-1}: قیمت سهام در ابتدای دوره؛

D_{it}: سود تقسیمی طی دوره، می‌باشد.

۲-۸-۱-۱ سود دریافتی

مهمترین جزء بازده سودی است که به صورت جریانات نقدی دوره‌ای سرمایه‌گذاری بوده و می‌تواند به شکل بهره یا سود تقسیمی باشد. ویژگی متمایز این دریافتها این است که منتشر کننده، پرداختهایی را به صورت نقدی به دارنده دارایی پرداخت می‌کند. این جریانات نقدی با قیمت اوراق بهادار نیز مرتبط است.

۲-۸-۱-۲ سود (زیان) معامله

دومین جز مهم بازده، سود (زیان) سرمایه است که مخصوص سهام عادی است ولی در مورد اوراق قرضه بلند مدت و سایر اوراق بهادار با درآمد ثابت نیز مصداق دارد. به این جز که ناشی از افزایش (کاهش) قیمت دارایی است، سود (زیان) سرمایه می‌گویند، که ناشی از اختلاف بین قیمت خرید و قیمت زمانی است که دارنده اوراق قرضه قصد فروش آنها را دارد. این اختلاف می‌تواند سود یا زیان باشد.

۲-۸-۲ بازده و ریسک

اصل ثابتی در فرهنگ سرمایه‌گذاری وجود دارد مبنی بر اینکه سرمایه از ریسک و خطر گریزان است و به سوی بازده و سود تمایل دارد. به همین خاطر است که سرمایه‌گذاران ریسک گریز از ورود سرمایه خود به جایی که خطر و ریسک وجود دارد یا افق نامشخصی در برابر سود و اصل سرمایه‌شان هست امتناع می‌کنند. از یک طرف سرمایه‌گذار به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه‌گذاری است و از طرف دیگر با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی مواجه می‌باشند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه‌گذاری را با عدم اطمینان مواجه می‌سازد.

بنابراین در بازار سرمایه تصمیمات افراد معامله کننده بر مبنای ترکیبی از ریسک پذیری و بازده است. صرفنظر از نوع و روش سرمایه‌گذاری، دو عامل پیش‌بینی سرمایه‌گذار در مورد عواید قابل بازیافت از سرمایه‌گذاری و منافع واقعی حاصل از سرمایه‌گذاری، از مهمترین ابعاد تصمیم‌گیری مالی محسوب می‌شود.[۷۷] سرمایه‌گذاران هنگام قبول سطح بالاتری از ریسک، بازدهی بیشتری به دست می‌آورند که به آن صرف ریسک گفته می‌شود.[۵۲] در یک بازار متعارف که در آن عوامل بازار واجد اطلاعات می‌باشند، بازده بالا همواره ریسک بالاتری را نیز به دنبال خواهد داشت.[۷۸]

معمولاً در اقتصاد و به خصوص در سرمایه‌گذاری فرض بر این است که سرمایه‌گذاران منطقی عمل می‌کنند. سرمایه‌گذاران منطقی، اطمینان را به عدم اطمینان ترجیح می‌دهند و طبیعی است که در این حالت می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک علاقه‌ای ندارند، به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران ریسک گریز هستند. یک سرمایه‌گذار ریسک گریز کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده مناسبی دارد. باید توجه داشت که در این حالت پذیرفتن ریسک یک کار غیرمنطقی نیست، اگرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد، چون در این حالت انتظار بازده بالایی نیز وجود دارد.

از سوی دیگر تحقیقات انجام شده حاکی از آن است که افراد در تصمیم گیری‌های خود تحت شرایط ریسک، به هیچ وجه به صورت منطقی و عقلایی عمل نمی‌کنند.[۷۹]

۲-۹ پیشینه تحقیق

در این بخش به بررسی تحقیقات داخلی و خارجی مشابه انجام گرفته پرداخته می‌شود. برای این منظور ابتدا پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص رابطه میان حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام ارائه می‌گردد، سپس برخی از پژوهش‌های مشابه در مورد ارتباط حاکمیت شرکتی و بازده سهام مطرح می‌گردد و در انتها نیز تحقیقات داخلی و خارجی که شاخص حاکمیت شرکتی ارائه نموده‌اند بررسی می‌گردند.

۲-۹-۱ حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام

بروکمن و چانگ[1] رابطه بین نظام حمایت از سرمایه‌گذاران و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار هنگ کنگ، به این نتیجه دست یافتند که شرکت هایی با شکاف قیمتی کمتر؛ یعنی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و عمق بیشتر؛ یعنی حجم معاملات بیشتر، از نظام حمایت از سرمایه گذاران قوی‌تری نسبت به سایر شرکت ها برخوردار بوده اند. آنها نتایج پژوهش خود را این طور تفسیر نمودند که وضعیت حفاظت از حقوق سهامداران ضعیف، به نقدشوندگی ضعیف سهام منجر می‌شود.[۸۰]

آسیوگلو و دیگران[2] (۲۰۰۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی (به عنوان یکی از اجزای ساختار حاکمیت شرکتی) و نقدشوندگی بازار اوراق بهادار در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس نیویورک[3] پرداختند. آنها در این پژوهش از معیار دامنه پیشنهادی خرید و فروش برای آزمون نقدشوندگی استفاده نمودند. آنها پس از کنترل سایر عوامل تعیین کننده نقدشوندگی، رابطه مثبتی را بین حق الزحمه حسابرسی و اختلاف قیمت خرید و فروش نسبی سهام و همچنین هزینه‌های انتخاب نامطلوب انجام معامله تشخیص دادند.[۸۱]

1- Brockman & Chung
2- Ascioglu & et al.
3- NYSE

جنینگز و همکاران[1] (۲۰۰۲) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نزدک پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که درصد فراوان سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. نتایج تحقیق آنها بیانگر این است که رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی به طور معنی داری بسته به نوع نهادهای سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند و بستگی به بزرگترین بلوک سهام دارد که توسط هر نهاد نگهداری می‌شود. نتایج نشان می‌دهد که افزایش درصد سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش هزینه‌های نقدشوندگی سهام از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت می‌شود.[۸۲]

کاناگارتنام و همکاران[2] (۲۰۰۶) 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 و عمق بازار سهام اندازه‌گیری کردند. روش آماری مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق آنها، رگرسیون حداقل مربعات عادی دو مرحله‌ای بود. معیارهای حاکمیت شرکتی تحقیق آنها شامل استقلال هیئت مدیره، اثربخشی هیئت مدیره، فعالیتهای هیئت مدیره و درصد سهام متعلق به مدیران و کارکنان بود. نتایج آزمون فرضیه‌ها بیانگر این است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه منفی و معنادار و نیز عمق بازار سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه مثبت و معناداری دارد.[۸۳]

جرالد و دیگران[3] (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین استقلال، اثر بخشی و فعالیت اعضای هیأت مدیره، با نقدشوندگی بازار پیرامون اعلان سود پرداختند. آنها از مدل رگرسیون حداقل مربعات معمولی[4] چند متغیره برای آزمون متغیرها استفاده نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که اندازه اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به صورت منفی با استقلال هیأت مدیره، فعالیت آن و درصد

1- Jennings & et al.
2- Kanagaretnam & et al.
3- Gerald & et al.
4- OLS

سهام تحت تملک مدیران در ارتباط است. همچنین آنان دریافتند که بین تعداد سهام عرضه و تقاضا شده و اثربخشی هیئت مدیره و فعالیت آن ها رابطه مثبت وجود دارد.[۸۴]

السواراپو و ونکاتارامن[1] (۲۰۰۶) با استفاده از اطلاعات ساختار اقتصادی و مالی در برخی کشورها و بررسی عوامل تأثیرگذار بر نقدشوندگی شواهدی را ارائه نمودند که بر مبنای آن شرکت های کشورهایی با کارایی نظام دادگستری بالاتر، ثبات سیاسی بیشتر و استانداردهای حسابداری مطلوبتر، دارای نقدشوندگی بازار سهام بیشتری هستند.[۸۵]

بنستون و هاجرمن[2] (۱۹۷۴) اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش پایان ماه مربوط به ۳۱۴ سهام از سهام نزدک[3] را در طول یک دوره پنج ساله از ۱۹۶۳ تا ۱۹۶۷ آزمودند. آنها الگوی خود را به صورت لگاریتمی مطرح کردند. در این الگو، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش مطلق سهام به عنوان متغیر وابسته و تعداد سرمایه‌گذاران نهادی نیز از جمله متغیرهای مستقل است. نتایج تحقیق آنها بیانگر رابطه مثبت و معنا دار بین این دو متغیر در طول دوره بررسی می‌باشد.[۸۶]

چن و دیگران[4] (۲۰۰۷) به بررسی اثر افشا و دیگر مکانیزم های راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها نشان دادند که نبود رویه‌ی افشای مناسب و شفافیت ضعیف، عدم تقارن اطلاعاتی جدی را برای شرکت ها به دنبال داشته است. آنها از شاخص رتبه بندی افشا و شفافیت به عنوان معیار راهبری شرکتی و شکاف قیمتی (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش) به عنوان معیار ارزیابی نقدشوندگی استفاده نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رویه افشای ضعیف در یک شرکت، همراه با راهبری شرکتی ضعیف بوده، ریسک عدم تقارن اطلاعاتی بالاتر و در نهایت، به عنوان یک نتیجه اصلی، تمایل گسترش شکاف قیمتی توسط تأمین کنندگان نقدشوندگی را به دنبال دارد.[۸۷]

1- Eleswarapu & Venkataraman
2- Benston & Hagerman
3- NASDAQ
4- Chen & et al.

باربدو و دیگران[1] (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های راهبری شرکتی و سطوح نقدشوندگی با استفاده از دادهای مربوط به سفارش های خرید و فروش۵۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سائو پائولو[2] در برزیل پرداختند. آنها دریافتند که احتمال معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی در شرکت‌هایی با راهبری شرکتی سخت گیرانه‌تر، بسیار کمتر بوده، نقدشوندگی بیشتر در گرو کاهش معاملات بر مبنای اطلاعات نهانی است.[۸۸]

چانگ و دیگران[3] (۲۰۰۸) در پژوهشی اقدام به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و نقدشوندگی بازار با استفاده از شاخصی از خصوصیات راهبری مؤثر بر شفافیت مالی و عملیاتی پرداختند .شاخص مذکور بر اساس ۲۴ استاندارد راهبری برگزیده از میان استانداردهای موسسه خدمات سهامداران نهادی[4] است که بیشترین ارتباط را با شفافیت عملیاتی و مالی شرکت دارند. آنها همچنین، از معیارهایی همچون شکاف قیمتی، اثر قیمتی و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات برای ارزیابی نقد شوندگی استفاده نمودند و دریافتند که شرکت هایی با راهبری بهتر، شکاف قیمتی باریکتر، شاخص کیفیت بازار بزرگتر، کمترین تأثیر قیمت از حجم معاملات و کاهش احتمال معامله بر پایه اطلاعات نهانی را دارند[۸۹]

در ایران، احمدپور و رسائیان (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند آنها در راستای پژوهش خود، تعداد ۱۵۶ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره سه ساله ۸۳-۸۱ در دسترس بود، انتخاب نمودند و سپس اطلاعات مربوط به ۱۴ متغیر مستقل را ارزیابی و مطالعه نمودند. به طور کلی، مهمترین نتایج از این پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

۱- بین اختلاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش سهام و درصد روزهای انجام معامله، دفعات انجام معامله در هر روز، ارزش بازار شرکت و تغییرپذیری سود رابطه منفی وجود دارد.

1- Barbedo & et al.

2- SaoPaulo Stock Exchange

3- Chung & et al.

4- Institutional Shareholder Services (ISS)

۲- بین اختلاف قیمت پیشنهاد خرید و فروش سهام و حجم ریالی معاملات، تغییر پذیری قیمت سهام و اندازه دارایی های شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

نتایج این پژوهش، بیانگر سودمندی اطلاعات مالی در توضیح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بوده، نشان می‌دهد که قدرت توضیح‌دهندگی مدلی که فقط شامل معیارهای ریسک بازار است، با قدرت توضیح دهندگی مدلی که فقط شامل معیارهای ریسک حسابداری است، تفاوت چندانی ندارد.[۹۰]

کاشانی پور و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط میان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی سهام پرداختند. آنها برای متغیر حاکمیت شرکتی، چک لیستی شامل ۲۰ معیار مشابه تحقیقات خارجی انتخاب نمودند و بر اساس آن کیفیت راهبری شرکتی ۶۱ شرکت انتخابی از بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۶ را سنجیدند و سپس ارتباط آن با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و حجم سهام (به عنوان معیارهای نقدشوندگی) را بررسی نمودند. نتایج تحقیق آنها حاکی است که شرکت‌هایی با ساختار هیئت مدیره مستقل‌تر و رویکرد هیئت مدیره اثربخش‌تر دارای نقدشوندگی بازار بیشتری نسبت به سایر شرکت‌ها هستند. در واقع شرکت‌هایی که امتیاز بیشتری از لحاظ کیفیت راهبری شرکتی داشته‌اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کمتر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده‌اند.[۱]

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) برای بررسی تاثیر کیفیت افشا (به عنوان معیاری از حاکمیت شرکتی) بر نقدشوندگی سهام، از امتیازهای تعلق گرفته به شرکتها در خصوص کیفیت افشا و اطلاع رسانی توسط سازمان بورس استفاده نمودند. همچنین برای سنجش نقدشوندگی نیز معیارهای نرخ گردش سهام، تعداد سهام مبادله شده و حجم ریالی مبادلات بهره جستند. نتایج تحقیق آنها بر روی ۱۰۵ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ بیانگر آن بود که بین اندازه شرکت و نقدشوندگی جاری و آتی آن رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، امّا رابطه معناداری بین کیفیت افشا و نقدشوندگی جاری و آتی شرکت وجود ندارد.[۶۷]

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹) با استفاده از درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نیز درصد سهامداران نهادی به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و نیز اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به عنوان معیار نقدشوندگی، به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در ۱۱۱ شرکت حد فاصل سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ پرداختند. آنها برای آزمون فرضیات خود از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده نمودند. نتایج این تحقیق بیانگر عدم وجود ارتباط معنادار بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران است. [۵۸]

رحمانی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی که به منظور بررسی رابطه بین مالکیت نهادی با نقدشوندگی سهام انجام دادند، به منظور تفکیک آثار کارکردهای گوناگون مالکان نهادی بر نقدشوندگی سهامف از دو معیار میزان و تمرکز مالکیت نهادی به صورت توام استفاده نموده‌اند. آن همچینین ۱۵ معیار معاملاتی و اطلاعاتی مختلف را جهت سنجش نقدشوندگی سهام برگزیدند که نتایج تحقیقات بر روی ۱۳۸ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ با استفاده از رگرسیون خطی چندگانه نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنادار بین میزان مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام و نیز کاهش نقدشوندگی سهام بر اثر تمرکز مالکیت نهادی است.[۹۱]

به طور کلی، بررسی نتایج تحقیقات انجام شده در داخل و خارج کشور، مؤید آن است که اجزای مختلف نظام راهبری شرکتی از طریق افزایش شفافیت اطلاعاتی و در نتیجه، کاهش میزان عدم تقارن اطلاعاتی میان سهامداران و افراد درون سازمانی، نقش مهمی در بهبود شاخص‌های نقدشوندگی سهام شرکتها و کاهش اختلاف قیمتهای پیشنهادی خرید و فروش دارند.

۲-۹-۲ حاکمیت شرکتی و بازده سهام

بوهل و همکاران[1] (۲۰۰۶)، درباره‌ی رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام تحقیق‌کردند. یافته‌های آنها حاکی از آن است که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی اثر ثابت

1- Bohl & et al.

کنندگی بر نوسان پذیری بازده سهام دارد، چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت با اطلاعات جدید تنظیم کرده، باعث کاراتر شدن بازار سهام می گردند.[۹۲]

کمپل و همکاران[1] (۲۰۰۹)، در تحقیقی به بررسی سرمایه‌گذاران نهادی، بازده سهام و اعلان سود پرداختند. یافته‌های پژوهش این محققان حاکی از آن است که تغییرات در دارایی‌های سهام نهادی به صورت متوالی و مثبتی با بازده سهام آینده همبسته است.[۹۳]

تی سای[2] (۲۰۰۹) در مطالعه‌ی خود موضوع مالکیت نهادی و بازده سهام را بررسی نمود. نتایج این بررسی نشان می‌دهد شرکت هایی با مالکیت نهادی بیشتر ، شرکت هایی هستند که مدیران به صورت کاراتری تحت نظارت قرار می‌گیرند و اطلاعات بیشتری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهند.[۹۴]

گوین و چن[3] (۲۰۰۸) به تحقیق در مورد رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران نهادی و تأثیر آن بر قیمت سهام پرداختند. آنها دلیل این بررسی را به این موضوع ارتباط دادند که وقتی سرمایه‌گذاران نهادی بازیگران اصلی بازار سرمایه می شوند، انجام رفتار توده وار از طرف آنها ممکن است باعث بی ثباتی قیمت سهام و در نتیجه نوسان بازده شود.[۹۵]

همچنین بوش و نو[4] (۲۰۰۱) در تحقیقی به بررسی تأثیر فعالیتهای افشاسازی بر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی پرداختند و این موضوع را مورد مطالعه قرار دادند که آیا این تأثیر بر نوسان پذیری بازده شرکت ارتباط دارد یا خیر؟ نتایج پژوهش آنها حاکی از آن است شرکت هایی که از کیفیت افشاگری بالا و مالکیت سرمایه گذاری نهادی بیشتری برخوردارند، نوسان پذیری بازده سهام بیشتر و مستمری را تجربه می کنند.[۹۶]

1- Campbell & et al.
2- Tsai
3- Nguyen & Chen
4- Bushee & Noe

بوهل و سینزکی[1] (۲۰۰۹) در پژوهشی این موضوع را مورد تحقیق قرار دادند که آیا سرمایه گذاران نهادی باعث بی ثباتی قیمت‌های سهام می شوند؟ نتایج تحقیقات آنها نشان می‌دهد که وقتی سرمایه‌گذارن نهادی، سهامداران عمده شرکت می شوند، نوسان پذیری بازده سهام سقوط می‌کند.[۹۷]

تحقیق اوساجی و همکارانش[2] (۲۰۰۵) نیز نشان می‌دهد شرکتهایی که در آنها مالکان نهادی مشارکت بیشتری دارند، قیمت سهام‌شان نسبت به شرکتهایی با مالکیت کمتر بالاتر است، از این رو، بالا بودن مالکیت نهادی برای شرکت ها ارزش محسوب می‌شود.[۹۸]

یکی از معدود تحقیقات داخلی صورت گرفته در این حیطه مربوط به پژوهش فخاری و طاهری (۱۳۸۹) می‌باشد که به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آنها بر مبنای دو تئوری نظارت کارآمد و همگرایی منافع، به بررسی فرضیه خود در میان ۱۲۱ نمونه انتخاب شده در سال ۱۳۸۷ پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده؛ از عدم تقارن اطلاعاتی می‌کاهد و نهایتاً با افزایش درصد مالکیت این گروه از سهامداران، از نوسان‌پذیری بازده سهام کاسته می‌شود.[۱۱]

همچنین حسینی (۱۳۸۶) با بررسی نقش سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی با بازده سهام در میان ۹۰ شرکت حدفاصل سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ به این نتیجه رسیدند که بر خلاف برخی تحقیقات سایر کشورها که رابطه مثبت (و یا حتی گاهاً منفی) بین این دو متغیر وجود دارد، در ایران هیچگونه رابطه مثبت و معناداری بین سهامداران نهادی و بازده سهام برقرار نمی‌باشد.[۹۹]

.

1- Bohl & Brzezcynski
2- Osagie et. al

ایمانی برندق و همکارانش (۱۳۸۹) با بررسی نمونه آماری ۶۰ شرکت طی دوره سالهای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران دریافتند که رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و کیفیت اطلاعات مالی با بازده سهام وجود ندارد.[۱۰۰]

بر این اساس آنچه که به نظر می‌رسد آن است که بر خلاف سایر کشورها که میزان سهامداران نهادی (به عنوان یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی) با بازده سهام رابطه معناداری دارد، لیکن در تحقیقات داخلی مشخص گردیده که این رابطه در ایران کمتر به چشم می‌خورد.

۲-۹-۳ شاخص حاکمیت شرکتی

عموماً تبیین شاخص برای سنجش حاکمیت شرکتی و یا طراحی مدل برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف تابعی از ویژگیهای اقتصادی، سیاسی، قانونی، ... می‌باشد. لذا استفاده از الگوی خاص یک کشور ممکن است در کشوری دیگر چندان مطلوب نبوده و نتایج قابل اتکایی ارائه نکند.

در تحقیقات خارجی، بلک و همکاران[۱] (۲۰۰۶) متغیرهای حقوق سهامدار، هیئت مدیره، مدیران بیرونی، کمیته حسابرسی و حسابرس داخلی، افشاء به سرمایه گذاران و پراکندگی مالکیت را به عنوان اجزاء مدل حاکمیت شرکتی در کره جنوبی مورد استفاده قرار داده‌اند.[۱۰۱]

در پاکستان در تحقیق عطیه و روبینا[۲] (۲۰۰۶) هیئت‌مدیره، مالکیت و سهامداری، شفافیت، افشاء و حسابرسی، و در اروپا و انگلیس در تحقیق بائر و همکاران[۳] (۲۰۰۴) رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی طراحی شده توسط یکی از شرکتهای رتبه‌بندی[۴] استفاده گردید.[۱۰۲] و [۱۰۳]

در آلمان در تحقیق دروبتز و همکاران[۱] (۲۰۰۴) متغیرهای تعهدات حاکمیتی، حقوق سهامداری، شفافیت، موضوعات مدیریتی و نظارتی هیئت مدیره و حسابرسی و در آمریکا گامپرز و

1- Black & et al.

2- Attiya & Robina

3- Bauer & et al.

4- Deminor Corporate Governance Rating

همکاران[2] (۲۰۰۳) در تحقیق خود ۲۴ عامل مختلف شامل وجود سهام ممتاز، اصلاحات اساسنامه ای، قانون فروش سهام کنترلی، هیئت مدیره طبقه بندی شده، طرحهای پاداش، قراردادهای مدیران، قانون تحصیل سهام کنترلی، رای گیری تجمعی، وظایف مدیران، محدودیتهای بدهی مدیران، محدودیتهای مجامع خاص، حق رای گیری نابرابر را مد نظر قرار دادند.[۱۰۴] و [۱۰۵]

امّا در ایران، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی که برای بررسی رابطه میان کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها صورت پذیرفت، اقدام به تدوین چک لیستی شامل ۲۵ معیار برگرفته از آئین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نمودند و بر اساس آن کیفیت حاکمیت شرکتی ۹۰ شرکت را تعیین نمودند. پرسشنامه آنها به صورت صفر و یک طراحی شده بود، بدین‌گونه که در صورت رعایت هر معیار توسط شرکت عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر به آن معیار تعلق می‌گیرد.[۴]

همچنین سلیمی (۱۳۹۰) در تلاش برای طراحی مدلی جهت رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران، پرسشنامه‌ای مطابق با شرایط و قوانین بازار سرمایه ایران، شامل ۹۳ معیار در چهار بعد اثرات مالکیت، حقوق سهامداران، شفافیت و اثربخشی طراحی نمود که بر اساس آن و با نظرسنجی از خبرگان، مدلی را برای رتبه‌بندی شرکتهای حاضر در بورس از لحاظ حاکمیت شرکتی تبیین نمود.[۱۰۶]

بر این اساس با توجه به اینکه در تحقیقات مشابه داخلی توجه کمی به تدوین شاخص حاکمیت شرکتی شده است، با استفاده از قوانین و مقرارت سازمان بورس و نیز با توجه به معیارهای تحقیقات پیشین، سعی در تدوین شاخصی جامع از حاکمیت شرکتی گردیده است.

1- Drobetz & et al.

2- Gompers & et al.

فصل سوم

روش تحقیق

۳-۱ مقدمه

پژوهش نوعی مطالعه یا بررسی و کندوکاو علمی دقیق، متکی بر داده‌ها و اطلاعات نظام‌مند و سازماندهی شده در مورد مشکلی خاص تعریف می‌شود که هدفش یافتن پاسخ راه‌حلهایی برای آن مشکل است.[۱۰۷] انتخاب یک روش علمی مناسب تاثیر زیادی بر صحت و دقت نتایج بدست آمده از آن پژوهش دارد. لذا در این فصل ضمن ارائه‌ی روش انجام و نیز مدل‌های استفاده شده در تحقیق، به تشریح مواردی همچون جامعه آماری و حجم نمونه، روشهای گردآوری و ابزار مربوطه، فرضیات و متغیرها و نیز روشهای مورد استفاده جهت آزمون فرضیات پرداخته شده است.

۳-۲ روش تحقیق

هدف از روش علمی کشف حقیقت است. تحقیق از نظر روش‌شناسی، کاربرد روشهای علمی در حل یک مسئله یا پاسخگویی به یک سئوال می‌باشد. انتخاب روش تحقیق مناسب به هدف‌ها، ماهیت و موضوع مورد تحقیق و امکانات اجرایی بستگی دارد، و هدف از تحقیق دسترسی دقیق و آسان به پاسخ پرسشهای تحقیق است.[۱۰۸]

تحقیقات را می‌توان از نظر هدف (دلایل انجام تحقیق) به تخقیقات اکتشافی، توصیفی، تحلیلی و پیش‌بینی تقسیم کرد. از نظر منطق تحقیق به دو دسته استقرایی و قیاسی و از نظر نتایج تحقیق به چهار گروه کاربردی (به دنبال حل مسئله‌ای خاص هستیم)، بنیادی (به دنبال دانش‌افزایی هستیم)، ارزشیابی و توسعه‌ای تقسیم‌بندی نمود.[۱۰۹] بر این اساس تحقیق حاضر از لحاظ هدف توصیفی می‌باشد که نتایج آن کاربردی بوده و منطق استقرایی را دنبال می‌نماید.

۳-۲-۱ مراحل اجرای تحقیق

برای انجام پژوهش حاضر، مراحل زیر به ترتیب صورت گرفته است:

۱. انتخاب موضوع

۲. انجام مطالعات اکتشافی شامل خواندن متون نظری مرتبط با موضوع
۳. بیان اهداف، فرضیات و سئوالات تحقیق
۴. تعیین متغیرها و نحوه سنجش آنها
۵. طرح چارچوب نظری تحقیق
۶. گردآوری ادبیات تحقیق با مطالعات کتابخانه‌ای
۷. تعیین روش تحقیق با توجه به ماهیت، هدف و موضوع
۸. تعیین ابزار اندازه‌گیری و طراحی آنها
۹. تعیین جامعه آماری مورد بررسی و حجم نمونه
۱۰. تکمیل چک لیست تدوین شده برای شرکتهای حجم نمونه در بازه مورد بررسی
۱۱. جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز
۱۲. انتخاب آزمونهای آماری متناسب با تحقیق و اجرای آنها با نرم‌افزار Eviews
۱۳. تحلیل داده‌ها و نتیجه‌گیری
۱۴. تدوین گزارش نهایی

۳-۲-۲ جامعه آماری

جامعه آماری به کل گروه افراد، وقایع یا چیزهایی اشاره دارد که محقق می‌خواهد به تحقیق درباره آنها بپردازد.[۱۱۰] با این توصیف جامعه آماری این تحقیق متشکل شده است از کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (اعم از بازار اول و بازار دوم) در بازه‌ی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱، که تعداد آنها در اسفندماه ۱۳۹۱ بالغ بر ۳۲۲ شرکت بوده است.[۱۱۱]

۳-۲-۳ حجم نمونه

نمونه برداری فرآیند انتخاب کردن تعداد کافی از میان اعضای جامعه آماری است. دو نوع اصلی طرح برای نمونه‌برداری وجود دارد: نمونه برداری احتمالی که در آن اعضای جامعه شانس یا احتمال شناخته شده‌ای دارند که به عنوان آزمودنی انتخاب شوند و نمونه‌برداری غیر احتمالی که عناصر با شانس شناخته شده و از پیش تعیین شده‌ای به عنوان آزمودنی انتخاب نمی‌شوند.[۱۱۰]

شرکتهای انتخابی از جامعه آماری این تحقیق با اعمال شروط زیر جهت شرکت در آزمون انتخاب گردیدند:

۱- از آنجاییکه متغیر مستقل این پژوهش مربوط به سازوکارهای نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد و با توجه به این مطلب که مؤسسات مالی و اعتباری، شرکتهای سرمایه‌گذاری، هلدینگها، بیمه‌ها و نظایر آنها از روندهای خاص مدیریتی و حاکمیت شرکتی تبعیت می‌نمایند، شرکتهای مورد بررسی نباید در این دسته قرار گیرند. (در بازه زمانی تحقیق، تعداد ۲۶۱ شرکت در ۲۷ صنعت دارای این شرط می‌باشند)

۲- جهت همگن شدن نمونه آماری و محاسبه تغییرپذیری یک سال گذشته، شرکت قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۱ از بورس خارج نشده باشد.

۳- جهت افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آنها در فاصله سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ منتهی به اسفندماه بوده باشد.

۴- شرکت در بازه مورد بررسی فعالیت مستمر داشته و وقفه با اهمیتی نداشته باشد. که در تحقیقات مشابه از جمله پژوهش آمیهود[۶۱] این شرط با حداقل ۱۰۰ روز معاملاتی در سال تبیین شده است.

۵- اطلاعات و گزارشهای مورد نیاز برای سنجش متغیرهای تحقیق در دسترس باشد.

بر اساس شروط فوق و بر مبنای حذف سیستماتیک، تعداد ۸۲ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب شدند، که با توجه به اینکه در فاصله زمانی ۳ ساله میان سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۱ به بررسی فرضیات تحقیق پرداخته شده است، حجم نمونه شامل ۲۴۶ سال- شرکت می‌باشد.

۳-۲-۴ روش جمع آوری داده‌ها

برای تدوین ادبیات پژوهش و نیز مباحث نظری مرتبط با موضوع از روش مطالعات کتابخانه‌ای شامل کتب و مقالات به زبانهای انگلیسی و فارسی، پایان‌نامه‌های کارشناسی ارشد و رساله‌های دکتری دانشگاه‌های داخلی و نیز سایتهای اینترنتی استفاده شده است.

جهت سنجش شاخص رعایت اصول حاکمیت شرکتی، از یک چک لیست مشتمل بر ۴۳ معیار استفاده گردید. در تدوین این چک لیست از اصول پیش‌نویس دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نیز سایر قوانین مرتبط سازمان بورس و همچنین معیارهای بکار گرفته شده در تحقیقات پیشین استفاده شده است.

جهت تکمیل این چک لیست از صورتهای مالی دوره‌ای و گزارش حسابرسی همراه آن، گزارشهای سالیانه هیئت مدیره، آگهی دعوت و آگهی نتایج مجمع عمومی سالیانه، اطلاعات سایت کدال و نیز سایت رسمی شرکتهای مورد بررسی استفاده شده است.

همچنین جهت گردآوری اطلاعات معاملاتی و مالی شرکتهای مورد بررسی که در محاسبه متغییرهای وابسته و کنترل این تحقیق بکار گرفته شده، از داده‌های نرم‌افزار رهاورد نوین استفاده شده است.

۳-۲-۵ ابزار تحلیل داده‌ها

داده‌های خام بدست آمده از مرحله جمع‌آوری داده، ابتدا وارد نرم‌افزار Excel شده و پس از دسته‌بندی و انجام محاسبات اولیه جهت برآورد و تعیین متغیرهای تحقیق، این داده‌های نهایی توسط نرم‌افزار Eviews و STATA مورد تجزیه و تحلیل آماری و آزمون فرضیات قرار گرفت.

۳-۳ فرضیه‌های تحقیق

همانطور که در فصل اول اشاره شد در این پژوهش ۳ فرضیه اصلی و ۶ فرضیه فرعی مطرح شده است، این فرض‌های صفر و یک آنها به صورت زیر می‌باشند:

۳-۳-۱ فرضیه‌های اصلی

- فرضیه اصلی اول:

H_{01}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معنا داری وجود ندارد.

H_{11}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معنا داری وجود دارد.

- فرضیه اصلی دوم:

H_{02}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معنا داری وجود ندارد.

H_{12}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معنا داری وجود دارد.

- فرضیه اصلی سوم

H_{03}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و بازده سهام ارتباط معنا داری وجود ندارد.

H_{13}: بین شاخص حاکمیت شرکتی و بازده سهام ارتباط معنا داری وجود دارد.

۳-۳-۲ فرضیه‌های فرعی

- فرضیه فرعی اول:

H_{03}: بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و معیار آمیهود تعدیل‌شده ارتباط معناداری وجود ندارد.

H_{13}: بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و معیار آمیهود تعدیل‌شده ارتباط معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی دوم:

H_{04}: بین درصد سهامداران نهادی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معناداری وجود ندارد.

H_{14}: بین درصد سهامداران نهادی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی سوم:

H_{05}: بین درصد اعضای‌غیرموظف هیئت‌مدیره و رتبه‌نقدشوندگی ارتباط معناداری وجودندارد.

H_{15}: بین درصد اعضای‌غیرموظف هیئت‌مدیره و رتبه‌نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی چهارم:

H_{06}: بین درصد سهامداران نهادی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود ندارد.

H_{16}: بین درصد سهامداران نهادی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی پنجم:

H_{07}: بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و بازده سهام ارتباط معناداری وجود ندارد.

H_{17}: بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی ششم:

H_{08}: بین درصد سهامداران نهادی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود ندارد.

H_{18}: بین درصد سهامداران نهادی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد.

۳-۴ متغیرهای تحقیق

در این بخش به تشریح متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل مورد استفاده در تحقیق و نیز نحوه محاسبه هر کدام از آنها بر اساس تئوری‌های مرتبط پرداخته شده است.

۳-۴-۱ متغیرهای مستقل

حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل این پژوهش می‌باشد، که برای سنجش آن از ۳ متغییر زیر استفاده شده است:

۳-۴-۱-۱ شاخص حاکمیت شرکتی

در بسیاری از تحقیقات خارجی از جمله تحقیق گامپر[۱۰۵] و نیز ساویچی[۱۱۲] برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی، چک لیستی از اصول مرتبط با حاکمیت شرکتی تدوین شده و بوسیله آن و با توجه به میزان رعایت آن اصول توسط شرکتها، شاخصی جهت سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی ایجاد گردیده است. در پژوهشهای داخلی خلاء این نوع بررسی حاکمیت شرکتی به وضوح نمایان است و معدود تحقیقات داخلی همانند پژوهش کاشانی پور و همکاران[۱] که از این شیوه برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی بهره جسته‌اند نیز از چک لیست تحقیقات مشابه خارجی استفاده نموده‌اند،

امّا با توجه به اینکه در کشورهای مختلف دستورالعملهای حاکمیت شرکتی متفاوتی مطابق با قوانین و مقررات آن کشور وضع و ابلاغ می‌گردد، بنابراین شاخص رعایت اصول حاکمیت شرکتی نیز در هر کشور می‌بایست بر اساس الگوی قوانین و مقررات همان کشور تدوین و سنجیده شود. تحقیق حساس یگانه و همکاران [۴] با در نظر گرفتن این موضوع، چک لیستی شامل ۲۵ معیار و با استفاده از آئین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تدوین، و بر اساس آن اقدام به سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی در بورس تهران نمود.

در این پژوهش با توجه به تحقیقات مشابه خارجی و در راستای تکمیل تحقیقات داخلی، با در نظر گرفتن مجموعه‌ای از قوانین و مقررات داخلی موثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی، چک لیستی بومی شده برای سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی تدوین گردید. برای این منظور اصولی از قوانین زیر که مرتبط با نظام حاکمیت شرکتی بودند به عنوان لیست اولیه استخراج گردیدند:

۱- پیش‌نویس دستورالعمل حاکمیت شرکتی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۲- دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران.

۳- دستورالعمل کنترلهای داخلی ناشران پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

۴- اصول حاکمیت شرکتی سازمان همکاری و توسعه اقتصادی.[۷]

لیست اولیه مذکور که شامل ۶۲ معیار بود، با در نظر گرفتن تحقیقات مشابه خارجی و داخلی و نیز ادغام معیارهای مشابه و در نهایت با حذف معیارهایی که امکان دسترسی به اطلاعات آنها وجود نداشت، به چک لیستی نهایی شامل ۴۳ معیار تبدیل گردید. این معیارها در چهار گروه هیئت مدیره، شفافیت و افشا، حقوق سهامداران، نظارت طبقه‌بندی شده‌اند (جدول ۳-۱).

همانند تحقیقات مشابه این چک لیست نیز برای هر شرکت در هر سال از بازه زمانی تحقیق بدین صورت تکمیل گردیده است که اگر معیار موردنظر در آن سال در آن شرکت رعایت شده باشد، عدد یک و در غیر اینصورت نمره صفر منظور می‌گردد، جمع نمرات معیارهای مختلف نشان دهنده میزان رعایت اصول حاکمیت شرکتی از سوی شرکت در آن سال می‌باشد. برای ملموس‌تر شدن شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی، اعداد به اعدادی در بازه صفر تا صد تبدیل شده‌اند. بنابراین عدد شاخص حاکمیت شرکتی به صورت زیر بدست آمده است:

$$CGI_{it} = \frac{\text{عدد حاصل از چک لیست}}{43} \times 100 \qquad (۳-۱)$$

که در آن؛ CGI_{it} معرف شاخص حاکمیت شرکتی برای سهام i در سال t می‌باشد.

جدول ۳-۱ چک لیست سنجش کیفیت حاکمیت شرکتی

گروه	کد	معیار
هیئت مدیر	۰۱	اعضای هیئت مدیره دارای تحصیلات، تجربه مناسب در زمینه فعالیت شرکت برخوردار باشند
	۰۲	تعداد اعضای هیئت مدیره مناسب باشد (حداقل ۷ نفر، حداکثر ۱۵ نفر)
	۰۳	اکثریت اعضای هیئت مدیره میبایست غیرموظف باشند (بیش از ۵۰ درصد)
	۰۴	در ترکیب هیئت مدیره حداقل یک عضو مستقل یا غیرموظف با تحصیلات مالی باشد
	۰۵	رئیس هیئت مدیره از میان اشخاص غیرموظف انتخاب شود
	۰۶	نقش رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل از یکدیگر تفکیک شده باشد
	۰۷	جلسات هیئت مدیره حداقل هر ماه یکبار (یا سالی ۱۲ بار) برگزار شود
	۰۸	هر یک از اعضای هیئت مدیره در حداقل ۷۵ درصد جلسات شرکت نمایند
	۰۹	پاداش و نحوه جبران خدمت اعضای هیئت مدیره باید در جلسه مجمع تعیین شود
	۱۰	کمیته حسابرسی در هیئت مدیره تشکیل شود
	۱۱	اعضای کمیته حسابرسی شامل عضو غیرموظف از هیئت مدیره و عضو خارجی با تحصیلات مالی باشد
	۱۲	کمیته ریسک توسط هیئت مدیره تشکیل گردد
	۱۳	کمیته جبران خدمت با ۳ عضو غیرموظف هیئت مدیره تشکیل گردد
	۱۴	مدیرعامل و قائم مقام و اعضای کمیته‌ها بر اساس تحصیلات و تجربه انتخاب شوند
شفافیت و افشا	۱۵	زمان، مکان و دستور جلسه مجمع حداقل ۱۰ روز پیش از برگزاری به طور مناسب اطلاع رسانی شود
	۱۶	گزارش هیئت مدیره همراه با تایید حسابرس حداقل ۱۰ روز پیش از مجمع افشا گردد
	۱۷	صورتهای مالی سالانه حداقل ۱۰ روز پیش از جلسه مجمع افشا گردند
	۱۸	جدول زمان بندی پرداخت سود نقدی پیشنهادی هیئت مدیره پیش از برگزاری مجمع ارائه گردد
	۱۹	تصمیمات مجمع حداکثر ظرف مدت یک هفته به صورت فوری افشا شود
	۲۰	برنامه آتی مدیریت و پیش بینی عملکرد سالانه حداقل ۳۰ روز پیش از شروع سال مالی جدید افشا شود
	۲۱	تعداد جلسات برگزار شده در طول سال در گزارش مالی سالانه افشا گردد
	۲۲	میزان مشارکت هریک از اعضای هیئت مدیره در جلسات در گزارش مالی سالانه افشا گردد
	۲۳	عملکرد شرکت (شامل مطابقت با بودجه، شاخص صنعت، مقایسه با رقبا) اعلام دلایل انحراف در گزارش سالانه هیئت مدیره ارائه گردد
	۲۴	برنامه استراتژیک شرکت توسط هیئت مدیره در گزارش سالانه ارائه گردد
	۲۵	مدارک، تجارب، موظف و غیرموظف بودن اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل یا در سایت شرکت یا در گزارش سالانه شرکت به طور کامل افشا شود
	۲۶	میزان مالکیت سهام اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل یا در سایت شرکت یا در گزارش سالانه شرکت افشا شود
	۲۷	میزان حقوق و مزایای اعضای هیئت مدیره و مدیر عامل یا در سایت شرکت یا در گزارش سالانه شرکت افشا شود
	۲۸	اطلاعات و معاملات با اشخاص وابسته به صورت مناسب افشا شود
	۲۹	شرکت از وب سایتی با اطلاعات کامل از صورتهای مالی و ساختار شرکت برخوردار باشد
	۳۰	شرکت دارای ساختار مالکیت شفاف باشد
حقوق سهامداران	۳۱	امکان حضور وکالتی سهامدار در جلسه مجمع تسهیل گردد
	۳۲	امکان رای دهی غیابی در جلسه مجمع مهیا شود
	۳۳	سیاسیت تقسیم سود شرکت اعلام گردد
	۳۴	سود تقسیمی به موقع توزیع گردد
	۳۵	همه سهامداران به اطلاعات و اساسنامه شرکت به آسانی دسترسی داشته باشند
نظارت	۳۶	عملکرد و اثربخشی هیئت مدیره و کمیته‌ها به صورت سالیانه توسط هیئت مدیره ارزیابی و مستندسازی گردد
	۳۷	ریسکها و سازوکار مناسب مدیریت آن شناسایی و در گزارش سالیانه مطرح گردند
	۳۸	هیئت مدیره در گزارش فعالیت خود به مجمع میبایست گزارش رعایت اصول راهبری شرکتی را اعلام نماید
	۳۹	گزارش حسابرسی داخلی به مجمع ارائه گردد
	۴۰	حسابرسی سالانه به وسیله حسابرس شایسته و مستقل انجام شود
	۴۱	سیستم کنترل داخلی توسط هیئت مدیره ایجاد شده و گزارشی تحت عنوان «گزارش کنترلهای داخلی» ارائه شود
	۴۲	شرکت دارای دستورالعمل حاکمیت شرکتی باشد
	۴۳	شرکت دارای منشور اخلاقی باشد

۳-۴-۱-۲ درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره

یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی که در تحقیقات داخلی فراوانی از جمله مطالعه ایزدی نیا و همکاران [۲۳] استفاده گردیده است، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره می‌باشد، که از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره (افرادی که در شرکت وظیفه اجرایی ندارند) بر کل اعضای هیئت مدیره قابل محاسبه می‌باشد.

۳-۴-۱-۳ درصد سهامداران نهادی

یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی که در بسیاری از تحقیقات داخلی از جمله مطالعه رحمانی و همکاران [۹۱] مورد توجه قرار گرفته است، درصد سهامداران نهادی می‌باشد.

طبق مصوبه مربوط به بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادر، سهامداران نهادی عبارتند از:

۱- بانکها و بیمه‌ها
۲- هلدینگها، شرکتهای سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوقهای سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار
۳- هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند
۴- سازمانها و نهادهای دولتی
۵- شرکتهای دولتی
۶- اعضای هیئت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند.

لذا برای تعیین درصد سهامداران نهادی، می‌بایست مجموع درصد سهامدارانی که یکی از شروط فوق را دارا می‌باشند محاسبه نمود.

۳-۴-۲ متغیرهای وابسته

متغیرهای وابسته استفاده شده در تحقیق عبارتند از نقدشوندگی و بازده سهام. با توجه به اینکه برای سنجش نقدشوندگی از دو معیار عدم نقدشوندگی تعدیل شده و رتبه نقدشوندگی استفاده شده است، لذا در مجموع ۳ متغیر وابسته به صورت زیر تعریف شده‌اند:

۳-۴-۲-۱ معیار آمیهود تعدیل شده

یکی از شاخصهای نقدشوندگی سهام که در تحقیقات بسیاری بکار گرفته شده است، معیار عدم نقدشوندگی آمیهود می‌باشد. این معیار با فرمول زیر قابل محاسبه می‌باشد: [۶۱] و [۱۱۳]

$$Amihud_i = \frac{1}{N_i}\sum_{t=1}^{N_i}\frac{|R_{i,t}|}{Vol_{i,t}} \qquad (۳-۲)$$

که در آن:

$Amihud_i$: شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود برای سهم i در بازه مورد نظر؛

N_i: تعداد روزهای معاملاتی سهم i در بازه مورد نظر (روزهایی که حجم معامله غیر صفر است)؛

$R_{i,t}$: بازده سهم i در روز معاملاتی t ام بازه مورد نظر؛

$Vol_{i,t}$: حجم معاملات انجام شده سهم i در روز معاملاتی t ام بازه مورد نظر به ریال، می‌باشد.

امّا یکی از پیش فرضهای شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود این است که سهم مورد نظر در بیشتر روزهای معاملاتی بازار داد و ستد شده باشد، بدین معنی که تعداد روزهای با حجم معاملات صفر آن شرکت بسیار اندک باشد. در بازارهایی همچون آمریکا که شرکتها در اکثر روزهای باز بازار معامله می‌شوند این مشکل چندان وجود ندارد، امّا در بازارهای نوپا که روزهای بدون معامله برای یک سهام می‌تواند درصد زیادی را داشته باشد، اعتبار شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود به عنوان معیاری برای نقدشوندگی زیر سئوال خواهد رفت. لذا بکارگیری یک شاخص نقدشوندگی مناسب در چنین

بازارهای کمتر نقدشونده، در جهت بررسی و تخمین هزینه معاملاتی، کارایی بازار و ریسک از اهمیت بالایی برخوردار است.[۱۱۴]

برای رفع این مشکل، کانگ و ژانگ[1] (۲۰۱۴) معیاری تحت عنوان آمیهود تعدیل شده[2] ارائه کردند که ضمن تاثیر دادن تعداد روزهای بدون معامله در آن، تحقیقات آنها نشان داد شاخص آنها نسبت به سایر شاخصهای نقدشوندگی، همبستگی بیشتری با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش داشته و در بسیاری از بازارهای نوپا قابلیت بالایی جهت سنجش نقدشوندگی دارد.

آنها بر پایه تحقیقات لزموند و همکاران [۱۱۶]، [۱۱۷] و [۱۱۸] و لی [۱۱۹] و نیز شاخص نقدشوندگی بازده صفر[3] که از تقسیم روزهای با بازده صفر بر کل روزهای معاملاتی بدست می‌آید، در جهت تعدیل شاخص عدم نقدشوندگی آمیهود، شاخصی تحت عنوان حجم صفر[4] مطرح نمودند که به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$\text{حجم صفر} = \frac{\text{تعداد روزهای با حجم صفر معامله}}{\text{کل روزهای معاملاتی}}$$

در واقع این شاخص نشان دهنده درصد روزهای بدون معامله یک سهم در بازه مورد نظر می‌باشد.

بر این اساس آنها فرمول زیر را تحت عنوان آمیهود تعدیل شده ارائه نمودند که در بازارهای نوپایی همچون بازار ایران، از شایستگی بالایی جهت سنجش نقدشوندگی سهام برخوردار است:

$$Adj.ILLIQ_i = \left[\ln\left(\frac{1}{N_i}\sum_{t=1}^{N_i}\frac{|R_{i,t}|}{Vol_{i,t}}\right)\right] \times (1 + ZeroVol_i)$$

که در آن:

$Adj.ILLIQ_i$: شاخص آمیهود تعدیل شده؛

1- Kang & Zhang

2- Modified Amihud Measure (AdjILLIQ)

3- ZeroRet

4- ZeroVol

N_i: تعداد روزهای معاملاتی سهم i در بازه مورد نظر (روزهایی که حجم معامله غیر صفر است)؛

$R_{i,t}$: بازده سهم i در روز معاملاتی t ام بازه مورد نظر؛

$Vol_{i,t}$: حجم معاملات انجام شده سهم i در روز معاملاتی t ام بازه مورد نظر به ریال؛

ZeroVol: شاخص حجم صفر، می‌باشد.

با توجه به اینکه شاخص آمیهود تعدیل شده در بازارهای نوپا نظیر ایران از کارایی بهتری نسبت به سایر شاخصها (ازجمله عدم نقدشوندگی آمیهود) برخوردار است، و نیز بر اساس تحقیق کانگ و ژانگ، همبستگی بالایی با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش دارد، در این تحقیق از این شاخص به عنوان شاخص نقدشوندگی در بازه‌های سالیانه استفاده گردیده است.

۳-۴-۲-۲ رتبه نقدشوندگی

برای سنجش نقدشوندگی سهام معیارهای متفاوت و بسیار زیادی وجود دارد، که برخی از آنها در گروه معیارهای معاملاتی دسته‌بندی می‌شوند. با توجه به تحقیقات کوئتو[۶۳]، اگاروال[۶۲] و روبین[۶۴] این معیارها شامل تعداد روزهای معاملاتی، تعداد دفعات معاملات، حجم معاملات، ارزش معاملات، گردش سهام، ... می‌باشند. از آنجائی‌که سنجش و بررسی تک تک این معیارها به عنوان متغیر وابسته حجم محاسبات را بالا می‌برد، در اختیار داشتن شاخصی که به صورت همزمان از این معیارهای معاملاتی بهره گرفته است می‌تواند علاوه بر کاهش حجم محاسبات، نتایج دقیق‌تری نیز ارائه نماید.

از این‌رو در این پژوهش رتبه نقدشوندگی که توسط شرکت پردازش اطلاعات مالی مبنا (دارای مجوز فعالیت پردازش اطلاعات مالی از سازمان بورس اوراق بهادار) و از طریق نرم‌افزار رهاورد نوین ارائه می‌گردد، به عنوان متغیر وابسته و یکی دیگر از شاخصهای نقدشوندگی در نظر گرفته شده است.

این رتبه بدین ترتیب تعیین می‌گردد که برای کلیه شرکتهای معامله شده در بازه مورد بررسی ضریبی طبق فرمول ۳-۳ محاسبه می‌شود. شرکتی که دارای بیشترین ضریب می‌باشد رتبه

نقدشوندگی یک را به خود اختصاص داده و شرکتهای دیگر نیز بر اساس ضریب بدست آمده برای آنها تا رتبه آخر که معادل تعداد شرکتهای معامله شده در بازه مورد بررسی می‌باشد، رتبه‌بندی می‌گردند.

(۳-۳)

$$\text{ضریب نقدشوندگی} = \frac{1}{\frac{1}{\text{تعداد خریداران}} + \frac{1}{\text{تعداد دفعات معامله}} + \frac{1}{\text{تعداد روز معامله}} + \frac{1}{\text{تعداد سهام معامله شده}} + \frac{1}{\text{حجم معاملات}} + \frac{1}{\text{متوسط ارزش روز}}}$$

هرچه رتبه یک شرکت بالاتر باشد، نشان دهنده نقدشوندگی بهتر آن شرکت خواهد بود. رتبه برتر نقد شوندگی الزامی برای خرید و فروش سهام شرکت در هر وضعیتی از بازار نیست اما نسبتی است که میزان نقد شدن را نسبت به سایر شرکتهای بورسی نشان می‌دهد.[۱۲۰]

۳-۴-۲-۳ بازده سهام

بازده سهام عبارت است از تغییرات قیمت ابتدا با انتهای دوره 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 ابتدای دوره، که طبق فرمول زیر قابل محاسبه است:

$$R_i = \frac{(P_{1i} - P_{2i}) + Div_i + Pr_i + Rew_i}{P_{1i}} \times 100$$

که در آن:

R_i: بازده سهام i در بازه مورد نظر؛

P_{1i}: قیمت سهام i در ابتدای دوره؛

P_{2i}: قیمت سهام i در انتهای دوره؛

Div_i: سود نقدی تقسیمی سهام i در بازه مورد نظر؛

Pr_i: حق تقدم سهام i در بازه مورد نظر؛

Rew_i: سهام جایزه سهام i در بازه مورد نظر، می‌باشد.

۳-۴-۳ متغیرهای کنترل

در این تحقیق با توجه به تحقیقات مشابه، از ۳ متغیر کنترلی زیر استفاده گردیده است:

۳-۴-۳-۱ اندازه شرکت

این متغیر با محاسبه لگاریتم طبیعی دارایی شرکت در طول دوره مورد بررسی بدست آمده است.

۳-۴-۳-۲ نرخ بازده دارایی[۱]

یکی از مهمترین معیارها برای سنجش کارائی مدیران به خصوص برای نظارت بر مراکز سرمایه گذاری است. مسئولیت‌های مدیران در زمینه‌های مختلف در فرمول نرخ بازده دارائی‌ها ادغام گردیده و به صورت یک رقم ارائه می‌گردد که برای سنجش کارائی مدیران در مراکز سرمایه‌گذاری، معیار مناسبی برای تخصیص وجوه سرمایه گذاری است، و از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$ROA = \frac{\text{سود و زیان پس از کسر مالیات}}{\text{جمع کل داراییها}} \times 100 \qquad (۴-۳)$$

۳-۴-۳-۳ نسبت بدهی[۲]

این نسبت درصد وجوهی را نشان می‌دهد که از طریق بدهیها تامین شده است. اگر بازده حاصل از آن بیشتر از هزینه بدهی باشد، استفاده از اهرم به نفع مالکین است ولی اعتبار دهندگان نسبت بدهی پایین را ترجیح می‌دهند ، زیرا درصورت بالا بودن این نسبت و ورشکستگی شرکت، خطر تحمل زیان آنها بیشتر است. معمولاً وقتی نسبت پایین است شرکت شرایط بهتری دارد مگر در شرایطی که بدهی های شرکت مربوط به وام های طرح توسعه و ... باشد. این نسبت از رابطه زیر قابل محاسبه است:

1- ROA
2- Lev

$$Lev = \frac{\text{جمع کل بدهیها}}{\text{جمع کل داراییها}} \times 100 \quad (۵-۳)$$

۳-۵ روشهای آماری

در این بخش به تشریح روشهای آماری مورد استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات پرداخته شده است.

۳-۵-۱ مدل رگرسیون خطی

مدل‌های رگرسیون بر اساس این نظریه ساخته شده‌اند که اگر دو عامل به یکدیگر بستگی داشته باشند، تغییر یکی با تغییر دیگری قرین خواهد شد. هر قدر ارتباط دو عامل مزبور به یکدیگر نزدیک‌تر و قوی‌تر باشد، ضریب همبستگی تغییرات آنها بزرگ‌تر و به حداکثر همبستگی، یعنی یک، نزدیک‌تر خواهد شد. پس اگر روند گذشته نشان دهد که بین تغییر یک عامل و تغییرات چند عامل دیگر همبستگی معنی‌داری وجود دارد، می‌توان تصور کرد که در آینده نیز همبستگی مزبور حفظ خواهد شد و اگر ضریب همبستگی مزبور را بدانیم، می‌توانیم اندازه‌ی تغییر عامل وابسته را از اندازه و تغییر عوامل مستقل مرتبط با آن اندازه‌گیری و پیش‌بینی کنیم.

مدل‌های رگرسیون انواع مختلفی دارد و متداول‌ترین آنها رگرسیون ساده و رگرسیون مرکب می‌باشد. رگرسیون ساده شامل ارتباط بین دو متغیر است و به شکل معادله ۳-۶ نشان داده می‌شود.

$$Y = a + bX \quad (۶-۳)$$

در این نوع رگرسیون، Y متغیر وابسته و X متغیر مستقل خوانده می‌شود و b ضریب رگرسیون است که اندازه‌ی آن طبق معادله‌ی ۳-۷ ، وابسته به ضریب همبستگی بین X و Y و انحرافات استاندارد آن دو دارد.

$$b = r\left(\frac{S_y}{S_x}\right) \quad (۷-۳)$$

که در آن:

b: ضریب رگرسیون؛

r: ضریب همبستگی بین X و Y؛

S_y: انحراف استاندارد متغیر وابسته؛

S_x: انحراف استاندارد متغیر مستقل، می‌باشد.

اگر مقادیر عددی a و b در معادله ۳-۶ معلوم شود، اندازه‌ی y را می‌توان با اندازه x معلوم نمود.

رگرسیون مرکب، ارتباط یک متغیر را با دو یا تعداد بیشتری متغیر به شکل معادله‌ی ۳-۸ نشان می‌دهد. در معادله ۳-۸، متغیر Y را متغیر وابسته، و متغیرهای X1, X2, …, Xn را متغیرهای مستقل می‌نامند. b1, b2, …, bn نیز ضریب‌های رگرسیون می‌باشند. بدین معنی که هر یک از آنها رابطه‌ی بین متغیر وابسته را با یکی از متغیرهای مستقل، در شرایطی که دیگر متغیرهای مستقل ثابت باشند، نشان می‌دهد. منظور از متغیر وابسته متغیری است که اندازه‌ی آن وابسته به دیگر متغیرها است و می‌خواهیم آن را از اندازه‌ی متغیرهای دیگر که آنها را متغیرهای مستقل می‌نامند، تخمین بزنیم.

۳-۵-۲ داده‌های تابلویی (پانلی)[1]

در یک تعریف ساده می‌توان گفت که در آمار و اقتصادسنجی، مجموعه‌ی دادههای تابلویی (پانلی)، شامل مشاهداتی برای چندین بخش (خانوار، بنگاه و...) می اشند که در طی زمانهای مختلف جمع‌آوری شده‌اند. یعنی یک مدل دادههای پانل، حاوی اطلاعاتی در زمان و مکان است که شامل N مولفه در T دوره زمانی می‌باشد.

انواع داده‌هایی که عموماً برای تحلیلهای تجربی به کار برده می‌شوند، در سه گروه مورد بحث و بررسی قرار می‌گیرند:

- داده‌های سری زمانی[1]

1- Panel Data

- داده‌های مقطعی[2]
- داده‌های تلفیقی سری زمانی و مقطعی (تابلویی)

در داده‌های سری زمانی، مقادیر یک یا چند متغیر را طی یک دوره زمانی مشاهده می‌کنیم، داده‌های تابلویی ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی می‌باشند، یعنی اطلاعات مربوط به داده‌های مقطعی در طول زمان مشاهده می‌شود. بدین صورت که چنین داده‌هایی دارای دو بعد هستند که یک بعد آن مربوط به واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص است و بعد دیگر آن مربوط به زمان می‌باشد. در این رابطه، هرگاه برای تمامی مقاطع، سری زمانی برابری داشتیم این پنل، پنل متوازن و اگر برابر نباشند، پنل نامتوازن است.

داده‌های پانلی حاوی اطلاعات بیشتر، تنوع گسترده‌تر و همخطی کمتر میان متغیرها بوده و در نتیجه کاراتر می‌باشند، در حالیکه در سری‌های زمانی، همخطی بیشتری را بین متغیرها مشاهده می‌کنیم. با توجه به اینکه داده‌های تابلویی ترکیبی از سری‌های زمانی و مقطعی می‌باشد، بعد مقطعی موجب اضافه شدن تنوع زیادی شده و در نتیجه برآوردهای معتبرتری را می‌توان انجام داد.

داده‌های پانلی امکان طراحی الگوهای رفتاری پیچیده‌تری را فراهم می‌کنند و امکان بیشتری را برای شناسایی و اندازه‌گیری اثراتی فراهم می‌کنند که با اتکای صرف به آمارهای مقطعی یا سری زمانی به سادگی قابل شناسایی نیستند.

۳-۵-۲-۱ مدل‌های داده‌های تابلویی

ترکیب سری زمانی و مقطعی، محیطی بسیار غنی از اطلاعات را برای گسترش روش‌های برآورد و نتایج نظری فراهم می‌آورد. در بسیاری از موارد، محققان می‌توانند از داده‌های تابلویی برای مواردی که نمی‌توان فقط به صورت سری زمانی و یا فقط به صورت مقطعی بررسی کرد، استفاده کنند. فرم استاندارد برای مدل‌های ترکیبی سری زمانی و مقطعی به صورت زیر است:

1- Time Series
2- Cross-Section

$Y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + \varepsilon_{it}$ (۹-۳)

که در این مدل k متغیر توضیحی (بدون احتساب عرض از مبدأ) در X_i وجود دارند. بر حسب اینکه α چه حالتی به خود بگیرد، سه وضعیت پیش خواهد آمد:

اول، اگر هیچ اختلافی بین مقاطع وجود نداشته باشد، در نتیجه α به صورت میانگین تمام مقاطع، وارد مدل می‌شود. در این حالت روش حداقل مربعات معمولی[۱]، برآوردهای کارا و سازگاری از α و β ارائه خواهد داد.

دوم، اگر بین مقاطع مختلف، تفاوت وجود داشته باشد، اختلاف بین آنها در α_i نشان داده می‌شود که در طول زمان ثابت فرض می‌شوند. به این روش، روش اثرات ثابت[۲] می‌گویند.

سوم، در صورتی که فرض شود اختلاف بین مقاطع به صورت تصادفی بوده و در طول زمان ثابت نیست، از روش دیگری با عنوان روش اثرات تصادفی[۳]، برای تخمین مدل استفاده می‌شود.

بر این اساس، سه مدل زیر برای تخمین رگرسیون داده‌های تابلویی وجود دارد:

۱- مدل اثرات مشترک: این مدل در شرایطی استفاده می‌شود که عرض از مبداء محاسبه شده را شامل تمامی متغیرهایی درنظر بگیریم که بر شرکت، اثرگذار باشند و در طول زمان نیز تغییر نکنند. مانند جنسیت افراد یا کشوری که در آن فعالیت صورت می‌گیرد. این روش فرض می‌کند که میانگین اثرات ثابت برای تمامی مقاطع (یا شرکت‌های مورد بررسی) برابر بوده و در صورت تایید این فرض، همه داده‌ها با یکدیگر ادغام شده و با روش‌های موجود برای داده‌های سری زمانی مانند روش حداقل مربعات معمولی برآورد می‌شوند. اما در صورت رد این فرض، به یکی از دو حالت زیر بر می‌خوریم.

1- OLS
2- Fixed Effects
3- Random Effects

۲- مدل اثرات ثابت: در این مدل عرض از مبداء بدست‌آمده را می‌توان برای هر شرکت (مقطع) شامل مقداری متفاوت و مخصوص به خود بوده، اما اثرپذیری شرکت‌ها از آن در طول زمان ثابت باشد که به آن مدل اثرات ثابت مقطعی گفته می‌شود.

۳- مدل اثرات تصادفی: این مدل نیز مانند مدل قبل فرض می‌کند عرض از مبداء هر نهاده و یا هر شرکت متفاوت از دیگری بوده و این ضرایب در طول زمان ثابت هستند. اما با این تفاوت که در مدل اثرات تصادفی، فرض می‌شود که این مقدار برای هر نهاده ناشی از یک عرض ازمبداء مشترک، به اضافه یک جزء خطای تصادفی که در هر نهاده ممکن است تغییر نماید، می‌باشد و مقدار آن در طول زمان ثابت است. یعنی اثرات هر شرکت برتغییر مقدار عرض از مبداء آن به طور جداگانه نیز محاسبه می‌شود. معمولاً زمانی که ارتباطی قوی بین متغیرهای مستقل و وابسته مدل وجود نداشته باشد، مدل اثرات تصادفی نتایج بهتری را ارائه می‌دهند.

در این حالت برای برآورد ضرایب مدل به جای روش حداقل مربعات معمولی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته[1]، استفاده می‌شود.

۳-۵-۳ آزمونهای آماری

در این تحقیق با توجه به اینکه از داده‌های تابلویی استفاده شده است، دو آزمون اف لیمر[2] و هاسمن[3] جهت تعیین مدل برآورد بکار گرفته شده است. همچنین از آنجا که توجه به فروض اساسی و پایه هر مدل، به صحت و دقت نتایج حاصل از آن کمک می‌نماید، لذا برای بررسی فرض عدم

1- GLS
2- F-Limer
3- Hausman

خودهمبستگی متغیرهای از آزمون ولدریج[1] و برای بررسی فرض همسانی واریانس از آزمون ال آر[2] استفاده شده است. در ادامه به توضیح مختصر هریک از این آزمونهای آماری پرداخته شده است.

۳-۵-۳-۱ آزمون اف لیمر

چاو[3] (۱۹۶۰) به منظور انتخاب بین مدل داده‌های تلفیقی و مدل اثرات ثابت، مدلی با فروض زیر را معرفی نمود:

$$H_0: \mu_1=\mu_2=\ldots=\mu_{N-1}=0 \quad (۳-۹)$$

$$H_1: \text{Not } H_0$$

که در آن μ ضریب متغیر موهومی در مدل اثرات ثابت است. قبول فرض H_0 به معنی وجود داده‌های تلفیقی و استفاده از تخمین حداقل مربعات معمولی است. رد فرض صفر به معنی وجود مدل اثرات ثابت برای مدل می‌باشد.

بالتاجی[4] (۲۰۰۵) با فرض نرمال بودن توزیع جملات اختلال، آماره مورد نیاز برای انجام این آزمون را اینگونه بیان می‌نماید:[۱۲۳]

$$F_0=\frac{(RRSS-URSS)/(N-1)}{URSS/(NT-N-K)} \quad (۳-۱۰)$$

که در آن:

RRSS: مجموع مربعات پسماندهای مقید حاصل از روش حداقل مربعات معمولی؛

URSS: مجموع مربعات پسماندهای غیرمقید حاصل از روش حداقل مربعات با متغیر موهومی؛

T: تعداد سال‌های مورد بررسی؛

N: تعداد مقاطع؛

K: تعداد متغیرهای توضیحی، می‌باشد.

1- Wooldridge
2- LR
3- Chow
4- Baltagi

۳-۵-۳-۲ آزمون هاسمن

این آزمون بیان می‌دارد که تحت فرض عدم وجود همبستگی بین داده‌های مقطعی و سایر متغیرهای توضیحی، هر دو برآوردگر اثر ثابت و اثر تصادفی، ناسازگارند ولی برآوردگر اثر ثابت ناکارا هم هست اما در صورت وجود همبستگی بین داده‌های مقطعی و سایر متغیرهای توضیحی، اثر ثابت سازگار است امّا اثر تصادفی ناسازگار می‌باشد.

در این آزمون از ماتریس کوواریانس تفاضل بردار شیب در مدل اثر ثابت و شیب در مدل اثر تصادفی استفاده می‌شود. که فروض این آزمون به صورت زیر می‌باشد:

H_0: دو برآوردگر نباید به طور مشخص تفاوتی داشته باشند امّا در عین حال مدل اثر تصادفی ارجح است.

H_1: وجود مدل اثر ثابت و رد مدل اثر تصادفی

۳-۵-۳-۳ آزمون ولدریج

از این آزمون برای بررسی وجود یا عدم وجود خودهمبستگی میان متغیرهای مدل استفاده می‌شود، اصولاً در صورتی که دوره زمانی مورد مطالعه در داده‌های پانل نسبت به تعداد واحدهای انفرادی بیشتر باشد، انتظار می‌رود خودهمبستگی بین اجزای اخلال موضوعیت داشته باشد. فروض این آزمون به شرح زیر می‌باشد:

H_0: عدم وجود خود همبستگی در مدل؛

H_1: وجود خود همبستگی در مدل.

بنابراین اگر نتیجه این آزمون حاکی از وجود خود همبستگی میان متغیرهای مدل باشد، می‌بایست برای تامین پیش شرط مدل رگرسیون مبنی بر عدم خود همبستگی، با استفاده از الگوی مناسب، مشکل خود همبستگی رفع شود.

۳-۵-۳-۴ آزمون LR

برای بررسی همسانی یا ناهمسانی واریانس داده‌ها از این آزمون استفاده می‌شود. عموماً وقتی که تعداد واحدهای انفرادی بیشتر از دوره زمانی باشد، می‌توان انتظار داشت که اجزای اخلال دارای ناهمسانی واریانس باشند.

برای آزمون ناهمسانی واریانس بین جملات اخلال، دو مدل رگرسیون مقید و نامقید تخمین زده می‌شود. در مدل مقید فرض همسانی واریانس یا فرض توزیع یکسان و مستقل جملات اختلال در نظر گرفته می‌شود، در حالیکه در مدل نامقید فرض بر یکسان نبودن واریانس جملات اخلال بین واحدهای مقطعی (ناهمسانی واریانس) می‌باشد. سپس با تخمین هر دو مدل با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته، بر اساس آماره آزمون نسبت راستنمایی، فرضیه ناهمسانی واریانس آزمون می‌شود. فروض این آزمون عبارتند از:

H_0: همسانی واریانس در مدل؛

H_1: ناهمسانی واریانس در مدل.

در صورت وجود ناهمسانی واریانس، می‌بایست برای رفع آن از روشهای مناسب استفاده نمود.

فصل چهارم

تجزیه و تحلیل داده‌ها

۴-۱ مقدمه

در این فصل پس از ارائه آماری توصیفی داده‌های تحقیق، بر اساس روشهای آماری مطرح شده در فصل سوم، نحوه انجام آزمونهای آماری ارائه شده است، سپس به معرفی مدل‌های مورد بررسی در این مطالعه پرداخته شده و ضمن بیان روند برآورد رگرسیون مربوط به هر مدل، نتایج بدست آمده از آنها ارائه و تحلیل گردیده، و درمورد پذیرش یا رد فرضیات مطرح شده در فصل اول، نتیجه‌گیری شده است. در خلال بیان نتایج، به سایر یافته‌های تحقیق نیز اشاره شده، و همچنین سعی می‌گردد به مقایسه نتایج بدست‌آمده با مبانی تئوری موجود پرداخته شود. در پایان فصل نیز جمع‌بندی کلی از نتایج صورت گرفته است.

۴-۲ آمار توصیفی

آمار توصیفی مربوط به متغیرهای این تحقیق در جداول ۴-۱ و ۴-۲ آمده است. جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را به تفکیک سالهای مورد مطالعه ارائه نموده است و جدول ۴-۲ بیانگر این آمار به صورت داده‌های تابلویی و برای کل بازه ۳ ساله می‌باشد. در این جدول از آنجا که آمار توصیفی بر اساس داده‌های تابلویی ارائه شده است، تعداد مشاهدات بعد از متعادل کردن بر اساس حذف داده‌های مفقود محاسبه شده است، به همین جهت تعداد مشاهدات به جای ۲۴۶ عدد برای سه سال، ۲۳۱ عدد می‌باشد.

دقت شود که در خصوص رتبه‌نقدشوندگی با توجه به اینکه این متغیر بین تمامی شرکتهای عضو بورس که دارای روز معاملاتی در دوره مورد نظر می‌باشند (جامعه آماری) محاسبه می‌شود، بنابراین رتبه شرکتهای عضو نمونه آماری این تحقیق در بازه‌ی یک تا تعداد شرکتهای عضو بورس که دارای روز معاملاتی در دوره مورد نظر هستند، می‌باشد.

جدول ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق به تفکیک سال

		تعداد مشاهده	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
شاخص حاکمیت شرکتی	۸۹	۷۷	۴۳/۷۹	۴۴/۰۶	۶۱/۸۷	۲۴/۳۷	۱۰/۲۹
	۹۰	۸۰	۴۷/۷۰	۴۸/۶۹	۶۳/۸۴	۲۳/۵۴	۹/۵۰
	۹۱	۸۲	۴۸/۷۰	۵۰/۵۶	۶۷/۹۱	۲۳/۲۳	۱۰/۱۳
درصد اعضای غیرموظف	۸۹	۸۱	۶۷/۲۶	۶۰	۱۰۰	۲۰	۱۷/۵۸
	۹۰	۸۲	۶۷/۳۰	۶۰	۱۰۰	۲۰	۱۵/۴۳
	۹۱	۸۲	۶۸/۲۱	۶۰	۱۰۰	۲۰	۱۷/۸۴
درصد سهامداران نهادی	۸۹	۷۸	۷۵/۳۸	۸۰	۱۰۰	۱۶	۱۷/۰۸
	۹۰	۸۰	۷۵/۱۰	۷۹	۹۸	۱۶	۱۷/۷۸
	۹۱	۸۰	۷۴/۶۷	۷۸/۵۰	۹۸	۱۶	۱۷/۹۶
شاخص آمیهود تعدیل شده	۸۹	۸۲	-۲۲/۶۸	-۲۲/۴۰	-۱۵/۸۲	-۲۹/۴۲	۳/۰۳
	۹۰	۸۲	-۲۲/۷۱	-۲۲/۲۰	-۱۸/۵۶	-۳۰/۱۲	۲/۲۹
	۹۱	۸۲	-۲۳/۰۷	-۲۲/۸۹	-۱۸/۰۹	-۲۹/۴۹	۲/۵۸
رتبه نقدشوندگی	۸۹	۸۲	۱۰۱/۰۹	۸۸	۲۲۸	۹	۵۷/۱۰
	۹۰	۸۲	۱۱۳/۰۳	۱۱۱	۲۵۶	۱	۶۷/۸۴
	۹۱	۸۲	۱۳۳/۵۸	۱۳۱	۳۰۱	۳	۷۹/۱۲
بازده سهام	۸۹	۸۲	۶۱/۸۷	۴۵/۸۱	۲۷۱/۴۱	-۳۹/۲۳	۵۷/۸۴
	۹۰	۸۲	۱۹/۷۴	۷/۱۹	۲۹۷/۴۸	-۵۷/۹۴	۵۲/۸۷
	۹۱	۸۲	۱۴/۰۵	۹/۴۹	۱۶۹/۵۶	-۵۳/۸۰	۴۴
ROA	۸۹	۸۱	۱۳/۱۳	۱۱/۶۰	۳۸/۴۶	-۷/۷۵	۱۰/۱۸
	۹۰	۸۲	۱۲/۷۷	۱۰/۷۱	۶۲/۰۳	-۲۳/۹۷	۱۲/۲۲
	۹۱	۸۲	۱۴/۶۷	۱۱/۹۹	۶۳/۱۳	-۱۰/۹۳	۱۵/۷۳
LEV	۸۹	۸۲	۰/۵۸	۰/۶۱	۱/۰۴	۰/۰۹	۰/۲۱
	۹۰	۸۲	۰/۵۸	۰/۶۱	۱/۰۳	۰/۱۳	۰/۲۰
	۹۱	۸۲	۰/۶۰	۰/۶۱	۰/۹۹	۰/۱۱	۰/۲۱
Size	۸۹	۸۲	۱۴/۱۷	۱۳/۷۴	۱۸/۳۲	۱۱/۳۲	۱/۶۴
	۹۰	۸۲	۱۴/۳۴	۱۳/۸۱	۱۸/۴۳	۱۱/۱۵	۱/۶۱
	۹۱	۸۲	۱۴/۴۹	۱۳/۹۲	۱۸/۵۵	۱۱/۵۵	۱/۶۲

جدول ۴-۲ آمار توصیفی متغیرهای تحقیق به صورت تلفیقی

	تعداد مشاهده	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
شاخص حاکمیت شرکتی	۲۳۱	۴۶/۸۱	۴۸/۱۲	۶۷/۹۱	۲۳/۲۳	۱۰/۱۵
درصد اعضای غیرموظف	۲۳۱	۶۷/۶۰	۶۰	۱۰۰	۲۰	۱۶/۹۱
درصد سهامداران نهادی	۲۳۱	۷۵/۰۴	۸۰	۱۰۰	۱۶	۱۷/۵۵
شاخص آمیهود تعدیل شده	۲۳۱	-۲۲/۸۲	-۲۲/۴۷	-۱۵/۸۲	-۳۰/۱۲	۲/۶۴
رتبه نقدشوندگی	۲۳۱	۱۱۶/۳۸	۱۱۲	۳۰۱	۱	۶۹/۹۵
بازده سهام	۲۳۱	۳۱/۰۸	۲۰/۸۸	۲۹۷/۴۸	-۵۷/۹۴	۵۵/۶۲
ROA	۲۳۱	۱۳/۵۴	۱۱/۶۰	۶۳/۱۳	-۲۳/۹۷	۱۲/۹۶
LEV	۲۳۱	۰/۵۸	۰/۶۱	۱/۰۴	۰/۰۹	۰/۲۰
Size	۲۳۱	۱۴/۳۴	۱۳/۸۲	۱۸/۵۵	۱۱/۱۵	۱/۶۲

۳-۴ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای برآورد الگوهای رگرسیون خطی دو متغییره و چند متغییره به طور معمول از روش حداقل مربعات معمولی[1] استفاده می‌گردد. این روش ویژگیهای مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده‌ی خطی بدون تورش[2] را دارا می‌باشد. امّا برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته[3] استفاده می‌شود. این روش اقدام به موزون کردن متغیرهای الگوی رگرسیون می‌کند، به همین دلیل این روش را روش کمترین مربعات موزون[4] نیز می‌نامند.

روش آماری مورد استفاده در این تحقیق، رگرسیون چند متغیره ترکیبی می‌باشد. داده‌های تابلویی یا پانلی، داده‌هایی هستند که ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی می‌باشند. لیکن از

1- OLS
2- BLUE
3- GLS
4- WLS

آنجا که اتکا بر نتایج آماری هر مدلی بدون توجه به پیش فرضهای الگوی مورد استفاده، از اعتبار کافی برخوردار نیست و نمی‌توان آن را برای تصمیم‌گیری‌ها مورد استفاده قرار داد، لذا ابتدا می‌بایست فروض الگوی رگرسیون را مورد بررسی قرار داد.

هنگام استفاده از داده‌های تابلویی دو فرض همسانی واریانس و عدم خودهمبستگی از پیش‌شرط‌های صحت الگوی رگرسیون می‌باشد، از اینرو در تحقیق حاضر از آزمون ولدریج[1] برای بررسی فرض عدم خود همبستگی و از آزمون ال آر[2] برای بررسی فرض همسانی واریانس استفاده شده است. بررسی این آزمونها توسط نرم‌افزار STATA صورت پذیرفته است.

همچنین با توجه به اینکه الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی روشهای متفاوتی از جمله اثرت مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی دارد، از آزمونهای اف لیمر[3] و هاسمن[4] برای تعیین روش رگرسیون مناسب برای برآورد هر مدل استفاده گردیده است.

از آنجا که فرض صفر آزمون ولدریج عدم خود همبستگی، و فرض یک آن وجود خود همبستگی می‌باشد، لذا اگر مقدار .Prob حاصل از این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد، فرض عدم خود همبستگی تأیید می‌گردد، در غیر اینصورت، مدل دارای خود همبستگی می‌باشد. و نیاز به از بین بردن این مشکل دارد.

فرض صفر آزمون LR همسانی واریانس، و فرض یک این آزمون ناهمسانی واریانس می‌باشد، لذا در صورتی که مقدار .Prob حاصل از این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس تایید می‌گردد، در غیر اینصورت، مدل دارای ناهمسانی واریانس بوده و نیاز به برطرف نمودن این مشکل دارد.

فرض صفر آزمون F لیمر همگنی مقاطع (استفاده از اثرات مشترک) و فرض مقابل آن استفاده از اثرات ثابت می‌باشد. لذا اگر مقدار .Prob این آزمون بیشتر از ۰/۰۵ باشد، از الگوی اثرات مشترک و

1- Wooldridge
2- LR
3- F
4- Hausman

روش OLS مدل را برآورد می‌نمائیم، و در غیر اینصورت می‌بایست با استفاده از آزمون هاسمن، نسبت به انتخاب از میان الگوی اثرات ثابت و اثرات تصادفی اقدام نمائیم.

فرض صفر آزمون هاسمن الگوی اثرات تصادفی می‌باشد، لذا اگر .Prob مربوط به این آزمون بیش از ۰/۰۵ باشد، از الگوی اثرات تصادفی و در غیر اینصورت از الگوی اثرات ثابت بهره می‌گیریم.

با توجه به مطالب فوق، برای برآورد هر مدل ابتدا می‌بایست با آزمون ولدریج و LR، پیش‌شرط‌های الگوی رگرسیون داده‌های تابلویی را بررسی نمائیم، اگر مدل دارای خودهمبستگی یا ناهمسانی واریانس باشد از الگوی GLS جهت رفع این مشکلات استفاده می‌کنیم، در صورت عدم وجود این دو مشکل، با استفاده از آزمون F لیمر تعیین می‌نمائیم که مدل از الگوی اثرات مشترک برآورد شود یا خیر، در صورت منفی بودن جواب، با استفاده از آزمون هاسمن استفاده از اثرات ثابت یا اثرات تصادفی بررسی می‌گردد.

۴-۴ آزمون مدل اول

مدل اول این پژوهش به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی با معیار نقدشوندگی آمیهود تعدیل شده می‌پردازد. از آنجا که شاخص حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مبین حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده‌اند، لذا مدل اول تحقیق بر اساس فرضیه اصلی اول و فرضیات فرعی اول و دوم به صورت زیر تدوین شده است:

(۴-۱)

$$Adj.ILLIQ_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 POUT_{i,t} + \beta_3 PINT_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + e$$

که در آن:

β0: ضریب ثابت؛

Adj.ILLIQ: معیار آمیهود تعدیل شده؛

CGI: شاخص حاکمیت شرکتی؛

POUT: درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره؛

PINT: درصد سهامداران نهادی؛

ROA: نرخ بازده دارایی؛

LEV: نسبت بدهی؛

Size: شاخص اندازه شرکت،

ε: ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی است، می‌باشد.

نتایج آزمون ولدریج و LR برای این مدل در جدول ۴-۳ آورده شده است.

جدول ۴-۳ نتایج آزمونهای پیش‌شرط برای مدل اول

آزمون	Statistic	Prob.
Wooldridge	3.936	0.0511
LR	116.24	0.0041

بر اساس این جدول از آنجاکه مقدار .Prob برای آزمون ولدریج اندکی بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا می‌توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض عدم خودهمبستگی را برای این مدل پذیرفت، امّا با توجه به کمتر بودن مقدار .Prob آزمون LR از ۰/۰۵ لذا فرض صفر این آزمون رد شده و مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد.

لذا از آنجا که برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس می‌بایست از الگوی GLS استفاده نمود، نیازی به آزمون مدل با آزمونهای F لیمر و هاسمن وجود ندارد. نتایج برآورد مدل اول تحقیق با استفاده از الگوی GLS در جدول ۴-۴ آمده است.

جدول ۴-۴ نتایج برآورد مدل اول

متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
β	-۱۳/۸۷۵۳	۱/۱۴۵۰	-۱۲/۱۱۷۹	۰/۰۰۰۰
CGI	۰/۰۴۶۷	۰/۰۱۱۲	۴/۱۶۵۰	۰/۰۰۰۰
POUT	-۰/۰۱۱۲	۰/۰۰۶۲	-۱/۷۹۵۷	۰/۰۷۳۹
PINT	-۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۵۱	-۱/۳۸۰۴	۰/۱۶۸۸
ROA	-۰/۰۳۴۹	۰/۰۱۲۹	-۲/۷۰۹۷	۰/۰۰۷۳
LEV	۰/۴۳۰۲	۰/۷۲۵۲	۰/۵۹۳۲	۰/۵۵۳۶
SIZE	-۰/۶۶۳۶	۰/۰۵۰۰	-۱۳/۲۴۶۲	۰/۰۰۰۰
F-Statistic		۴۱/۸۱۸۰		
Prob (F-Statistic)		۰/۰۰۰۰		
R-Squared		۰/۵۲۸۳		

بر این اساس اولاً با توجه به اینکه Prob (F-Statistic) کمتر از ۰/۰۵ است، معنی داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین با توجه به سطح معنی داری متغیر شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)، رابطه معنادار بین این شاخص و معیار نقدشوندگی آمیهود تعدیل شده تأیید می‌گردد، مقدار ضریب مثبت این متغیر، نشان دهنده‌ی رابطه‌ی مستقیم بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیار آمیهود تعدیل شده می‌باشد، یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد.

امّا مقادیر سطح معنی داری دو متغیر دیگر حاکمیت شرکتی، یعنی درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره (POUT) و درصد سهامداران نهادی (PINT)، که اندکی بیش از ۰/۰۵ می‌باشند، عدم رابطه معنا دار میان این دو متغیر مستقل با معیار آمیهود تعدیل شده را تأیید می‌نماید.

میزان R-Squared یا همان ضریب تأثیر نشان می‌دهد که با استفاده از متغیرهای مستقل این مدل، می‌توان تا ۵۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی نمود.

بر این اساس، فرضیه اصلی اول تأیید، فرضیه فرعی اول رد و فرضیه فرعی دوم نیز رد می‌گردند.

۴-۵ آزمون مدل دوم

مدل دوم این پژوهش به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی با رتبه نقدشوندگی می‌پردازد. از آنجا که شاخص شاخص حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مبین حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده‌اند، لذا مدل دوم تحقیق بر اساس فرضیه اصلی دوم و فرضیات فرعی سوم و چهارم به صورت زیر تدوین شده است:

(۴-۲)

$$Rank_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 POUT_{i,t} + \beta_3 PINT_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + e$$

که در آن:

$\beta 0$: ضریب ثابت؛

Rank: رتبه نقدشوندگی؛

CGI: شاخص حاکمیت شرکتی؛

POUT: درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره؛

PINT: درصد سهامداران نهادی؛

ROA: نرخ بازده دارایی؛

LEV: نسبت بدهی؛

Size: شاخص اندازه شرکت،

ε: ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی است، می‌باشد.

نتایج آزمون ولدریج و LR برای این مدل در جدول ۴-۵ آورده شده است.

جدول ۴-۵ نتایج آزمونهای پیش‌شرط برای مدل دوم

آزمون	Statistic	Prob.
Wooldridge	2.789	0.0993
LR	116.01	0.0043

بر اساس این جدول از آنجاکه مقدار .Prob برای آزمون ولدریج اندکی بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا می‌توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض عدم خودهمبستگی را برای این مدل پذیرفت، امّا با توجه به کمتر بودن مقدار .Prob آزمون LR از ۰/۰۵ لذا فرض صفر این آزمون رد شده و مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد.

لذا از آنجا که برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس می‌بایست از الگوی GLS استفاده نمود، نیازی به آزمون مدل با آزمونهای F لیمر و هاسمن وجود ندارد. نتایج برآورد مدل دوم تحقیق با استفاده از الگوی GLS در جدول ۴-۴ آمده است.

بر این اساس اولاً با توجه به اینکه Prob (F-Statistic) کمتر از ۰/۰۵ است، معنی داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین با توجه به سطح معنی داری متغیر شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)، رابطه معنادار بین این شاخص و رتبه نقدشوندگی تأیید می‌گردد، مقدار ضریب منفی این متغیر، نشان دهنده‌ی رابطه‌ی معکوس بین شاخص حاکمیت شرکتی و رتبه نقدشوندگی می‌باشد، یعنی با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی رتبه نقدشوندگی شرکتها کاهش یافته، یا به عبارتی سهام‌شان نقدشونده‌تر می‌گردد.

جدول ۴-۶ نتایج برآورد مدل دوم

متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
β	۳۶۲/۴۷۴۵	۳۰/۶۷۳۴	۱۱/۸۱۷۲	۰/۰۰۰۰
CGI	-۱/۰۱۱۵	۰/۲۶۶۰	-۳/۸۰۱۷	۰/۰۰۰۲
POUT	۰/۰۶۱۸	۰/۱۴۱۱	۰/۴۳۷۸	۰/۶۶۱۹
PINT	۰/۳۴۴۳	۰/۱۱۴۲	۳/۰۱۴۶	۰/۰۰۲۹
ROA	۰/۲۷۹۱	۰/۲۷۱۱	۱/۰۲۹۲	۰/۳۰۴۵
LEV	۴۵/۴۴۱۶	۱۹/۸۳۵۴	۲/۲۹۰۹	۰/۰۲۲۹
SIZE	-۱۸/۲۲۰۸	۱/۳۵۲۷	-۱۳/۴۶۹۴	۰/۰۰۰۰

F-Statistic	۵۰/۷۳۲۴
Prob (F-Statistic)	۰/۰۰۰۰
R-Squared	۰/۵۷۶۰

مقدار سطح معنی داری متغیر دیگر حاکمیت شرکتی یعنی درصد سهامداران نهادی (PINT)، که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد نشان دهنده وجود رابطه این متغیر با رتبه نقدشوندگی می‌باشد، که بر اساس ضریب مثبت بدست آمده برای آن، این رابطه مستقیم تعیین می‌گردد، یعنی با کاهش درصد سهام‌داران نهادی، رتبه نقدشوندگی شرکتها کاهش می‌یابد.

امّا سطح معناداری درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره (POUT) بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، و عدم رابطه معنا دار میان این متغیر مستقل با رتبه نقدشوندگی را تأیید می‌نماید.

میزان R-Squared یا همان ضریب تأثیر نشان می‌دهد که با استفاده از متغیرهای مستقل این مدل، می‌توان تا ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی نمود.

بر این اساس، فرضیه اصلی دوم تأیید، فرضیه فرعی سوم رد و فرضیه فرعی چهارم تأیید می‌گردند.

۴-۶ آزمون مدل سوم

مدل سوم این پژوهش به بررسی ارتباط میان حاکمیت شرکتی با بازده سهام می‌پردازد. از آنجا که شاخص شاخص حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مبین حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده‌اند، لذا مدل سوم تحقیق بر اساس فرضیه اصلی سوم و فرضیات فرعی پنجم و ششم به صورت زیر تدوین شده است:

(۳-۴)

$$Return_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 POUT_{i,t} + \beta_3 PINT_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + e$$

که در آن:

$\beta 0$: ضریب ثابت؛

Return: بازده سهام؛

CGI: شاخص حاکمیت شرکتی؛

POUT: درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره؛

PINT: درصد سهامداران نهادی؛

ROA: نرخ بازده دارایی؛

LEV: نسبت بدهی؛

Size: شاخص اندازه شرکت،

ε: ضریب خطا که برای هر دوره مستقل است، دارای توزیع نرمال بوده و مستقل از عوامل رگرسیونی است، می‌باشد.

نتایج آزمون ولدریج و LR برای این مدل در جدول ۴-۷ آورده شده است. بر اساس این جدول از آنجا که

جدول ۴-۷ نتایج آزمونهای پیش‌شرط برای مدل سوم

آزمون	Statistic	Prob.
Wooldridge	0.407	0.5256
LR	-7.080	1.0000

بر اساس این جدول از آنجاکه مقدار .Prob برای آزمون ولدریج بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا می‌توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرض عدم خودهمبستگی را برای این مدل پذیرفت، و نیز با توجه به بیشتر بودن مقدار .Prob آزمون LR از ۰/۰۵ لذا فرض صفر این آزمون تأیید شده و مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس نمی‌باشد.

لذا این مدل مشکلی در پیش‌شرط‌های الگو ندارد و بنابراین برای تعیین الگوی رگرسیون مناسب، می‌بایست ابتدا آزمون F لیمر را انجام داد. نتایج این آزمون در جدول ۴-۸ آمده است، که با توجه به آن فرض صفر آزمون مبنی بر استفاده از الگوی اثرات مشترک تأیید می‌شود و لذا دیگر نیازی به استفاده از آزمون هاسمن نمی‌باشد.

جدول ۴-۸ نتایج آزمون F لیمر مدل سوم

آزمون	Statistic	Prob.
F لیمر	0.63	0.9876

بر این اساس نتایج برآورد مدل سوم تحقیق با استفاده از الگوی OLS در جدول ۴-۹ آمده است، که اولاً با توجه به اینکه Prob (F-Statistic) کمتر از ۰/۰۵ است، معنی داری کل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می‌شود. همچنین با توجه به سطح معناداری متغیرهای شاخص حاکمیت شرکتی (CGI)، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره (POUT) و درصد سهامداران نهادی (PINT)، که بیش از ۰/۰۵ می‌باشد، وجود رابطه این متغیرها با بازده سهام رد می‌شود.

جدول ۴-۹ نتایج برآورد مدل سوم

متغییر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
β	۲/۴۹۱۲	۴۳/۶۰۶۱	۰/۰۵۷۱	۰/۹۵۴۵
CGI	-۰/۳۰۳۷	۰/۳۷۱۳	-۰/۸۱۸۰	۰/۴۱۴۲
POUT	۰/۱۹۱۶	۰/۲۲۵۵	۰/۸۴۹۶	۰/۳۹۶۴
PINT	-۰/۰۴۳۳	۰/۲۲۰۶	-۰/۱۹۶۵	۰/۸۴۴۳
ROA	۱/۱۶۳۵	۰/۴۱۰۶	۲/۸۳۳۴	۰/۰۰۵۰
LEV	-۲/۱۳۵۵	۲۵/۸۹۲۴	-۰/۰۸۲۴	۰/۹۳۴۳
SIZE	۱/۲۹۷۸	۲/۲۵۸۵	۰/۵۷۴۶	۰/۵۶۶۱
F-Statistic		۳/۳۹۰۸		
Prob (F-Statistic)		۰/۰۰۳۲		
R-Squared		۰/۰۸۳۲		

میزان R-Squared یا همان ضریب تأثیر نشان می‌دهد که با استفاده از متغیرهای مستقل این مدل، می‌توان تنها تا ۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را پیش‌بینی نمود.

بر این اساس، فرضیه اصلی سوم رد، فرضیه فرعی پنجم رد و فرضیه فرعی ششم نیز رد می‌گردند.

۴-۷ جمع بندی

بر اساس نتایج حاصل از آزمون مدل‌های تحقیق، برخی از فرضیات تأیید و برخی دیگر رد شده‌اند، این نتایج به صورت خلاصه در جدول ۴-۱۰ آمده است.

جدول ۴-۱۰ خلاصه نتایج

فرضیه	شرح	وضعیت
اصلی ۱	بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معنا داری وجود دارد	تایید
اصلی ۲	بین شاخص حاکمیت شرکتی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معنا داری وجود دارد	تایید
اصلی ۳	بین شاخص حاکمیت شرکتی و بازده سهام ارتباط معنا داری وجود دارد	رد
فرعی ۱	بین درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و معیار آمیهود تعدیل‌شده ارتباط معناداری وجود دارد	رد
فرعی ۲	بین درصد سهامداران نهادی و معیار آمیهود تعدیل شده ارتباط معناداری وجود دارد	رد
فرعی ۳	بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد	رد
فرعی ۴	بین درصد سهامداران نهادی و رتبه نقدشوندگی ارتباط معناداری وجود دارد	تایید
فرعی ۵	بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد	رد
فرعی ۶	بین درصد سهامداران نهادی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد	رد

بنابراین به طور خلاصه می‌توان گفت که بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام ارتباط معنا داری وجود دارد امّا کیفیت حاکمیت شرکتی با بازده سهام رابطه معناداری ندارد. همچنین بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی یعنی درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی، با نقدشوندگی سهام و بازده سهام، ارتباط معنادار قوی دیده نشد.

فصل پنجم

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۵-۱ مقدمه

در این فصل ابتدا با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌های تحقیق، به نتیجه‌گیری در خصوص این نتایج پرداخته و سپس بر این اساس به ارائه راهکارها و پیشنهاداتی در جهت بهبود تصمیم‌گیری و نیز تبیین مسیر تحقیقات آتی پرداخته خواهد شده است.

۵-۲ نتایج

طبق مبانی نظری این مطالعه، شرکتها با گزارشگری، افشا و نظارت مناسب موجب افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی می‌شوند که آن نیز با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی موجب افزایش کارایی تصمیم‌گیری دارندگان سهام و نیز افزایش تمایل آنها به سرمایه‌گذاری در بورس می‌شود.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل اول می‌توان گفت که رعایت اصول حاکمیت شرکتی در شرکتهای بورس اوراق بهادار، که شامل معیارهایی از وضعیت هیئت مدیره، کیفیت و کمیت افشا و شفافیت، رعایت حقوق سهامداران و وضعیت نظارتی شرکت می‌باشد، می‌تواند با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، افزایش شفافیت و نیز بهبود شرایط کنترل داخلی شرکت منجر به افزایش نقدشوندگی سهام آن شرکت شده و بر کارایی بازار تاثیر مثبتی بگذارد. این شرایط در خصوص مدل دوم تحقیق نیز برقرار است، جایی که افزایش شاخص رعایت اصول حاکمیت شرکتی رابطه معنادار و معکوسی با رتبه نقدشوندگی سهام دارد، بدین معنی که با رعایت بهتر اصول حاکمیت شرکتی، رتبه نقدشوندگی سهام شرکتها بهتر گردیده است.

بنابراین به طور کلی می‌توان نتیجه گرفت که بهبود وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند موجب افزایش نقدشوندگی سهام شود. این نتیجه مشابه تحقیق کاناگارتنام و همکاران [۸۳] و چانگ و همکاران [۸۹] است که بر افزایش نقدشوندگی سهام بر اثر افزایش کیفیت نقدشوندگی سهام تاکید کرده بودند. همچنین نتیجه پژوهش کاشانی پور و همکاران [۱] در ایران نیز به وجود این رابطه در بورس اوراق بهادار تهران اشاره دارد.

امّا با توجه به اینکه تنها در مدل دوم بین درصد سهامداران نهادی و رتبه نقدشوندگی وجود ارتباط تأیید شد، که جهت این ارتباط نیز مثبت بوده و با مبانی تئوری سازگاری ندارد، لذا در خصوص ارتباط درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نیز درصد سهامداران نهادی با نقدشوندگی سهام، می‌توان بیان داشت که در بورس اوراق بهادار تهران افزایش اعضای غیرموظف هیئت مدیره و نیز افزایش درصد سهامداران نهادی به عنوان دو سازوکار حاکمیت شرکتی، تأثیری بر شرایط نقدشوندگی سهام شرکتهای عضو بورس نخواهد داشت.

این نتایج بر خلاف نتایج حاصل از مطالعه‌ی بنستون و هاجرمن [۸۶] و رحمانی و همکاران [۹۱] است که بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین سهامداران نهادی و نقدشوندگی سهام تاکید نموده است، امّا نتیجه‌ی پژوهش اعتمادی و همکاران [۵۸] که به عدم وجود رابطه میان درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و نیز درصد سهامداران نهادی با نقدشوندگی سهام دست یافتند، را تأیید می‌نماید.

بنا بر این نتایج می‌توان بیان داشت که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی در بازار سهام ایران موجب بهبود شرایط نقدشوندگی سهام می‌گردد. امّا از آنجاکه دستیابی به این کیفیت مطلوب از طریق سازوکارهای متفاوتی امکان پذیر است، نتیجه این تحقیق بیان می‌دارد که در ایران سازوکارهای درصد اعضای غیرموظف و درصد سهامداران نهادی، در جهت این ارتباط مثبت بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام، نقش قابل توجهی ندارند.

با توجه به نتایج مدل سوم که هیچگونه ارتباطی چه میان شاخص حاکمیت شرکتی و چه دو سازوکار حاکمیت شرکتی یعنی درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد سهامداران نهادی با بازده سهام دیده نمی‌شود. هرچند این نتیجه با بسیاری از تحقیقات مشابه خارجی نظیر کمپل و همکاران [۹۳] که به وجود رابطه میان سهامداران نهادی و بازده سهام اشاره دارند، در تضاد است، لیکن نتایج تحقیقات داخلی نظیر حسینی و همکاران [۹۹] و ایمانی برندق و همکاران [۱۰۰] که به عدم وجود رابطه میان سهامداران نهادی با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران دست یافتند، را

تأیید می نماید. عدم وجود ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با بازده سهام، به عنوان نتایجی از این تحقیق است که در مطالعات داخلی و خارجی به آن پرداخته نشده است.

لذا بر اساس مدل سوم تحقیق، می‌توان نتیجه گرفت که بازده سهام که از یک سو تحت تأثیر تغییرات قیمت بوده و از سوی دیگر متأثر از سایر عواید ناشی از در اختیار داشتن سهم می‌باشد، بیشتر تحت تاثیر عوامل دیگری خارج از مدل تحقیق ما می‌باشد، که می‌تواند عوامل اقتصادی، سیاسی و اجتماعی کلان تأثیر گذار بر نوسانات قیمت سهام بوده و یا سیاستهای مدیریتی شرکتها در خصوص سود تقسیمی و پاداش و ... که متأثر از وضعیت مالی و اقتصادی آنها است، باشد.

۳-۵ محدودیتهای تحقیق

ازجمله محدودیتهای موجود در این مطالعه می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱- وجود متغیرهای مزاحم در مدل‌های پژوهش که در بازار سرمایه ایران تأثیر فراوانی دارند. از آن جمله می‌توان به عوامل اقتصاد کلان نظیر نرخ تورم، نرخ بهره، ... و نیز شرایط اجتماعی و سیاسی متلاطم ایران در سالهای مورد مطالعه اشاره نمود. این عوامل با تأثیر مستقیم بر شرایط معاملات بورس اوراق بهادار تهران، بقابلیت اثرگذاری بر متغیرهای این تحقیق را دارا می‌باشند.

۲- عدم دسترسی به برخی از معیارهای مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی، نیز موجب محدود نمودن این تحقیق شده است. لذا در چک لیست نهایی مورد استفاده به اجبار و به دلیل نبود اطلاعات کافی و مطمئن، برخی معیارها حذف گردیدند.

۳- دسترسی به حجم زیاد اطلاعات مورد نیاز برای تکمیل نمودن چک لیست تحقیق، که می‌بایست از اطلاعات موجود در اطلاعیه‌ها و گزارشات مالی شرکتها طی ۳ سال استخراج می‌گردید، علاوه بر دشواری در جمع‌آوری، بسیار زمان‌بر بود.

۴-۵ پیشنهادات

با توجه به نتایج مطرح شده، می‌توان انتظار داشت که مسئولان بورس اوراق بهادار تهران نسبت به تایید نهایی دستورالعمل حاکمیت شرکتی و نیز ایجاد ضوابط در جهت اجرای آن توسط ناشران اقدام نمایند تا کارایی و نقدشوندگی بازار اوراق بهادار تهران بیشتر گردد.

همچنین سهامداران می‌توانند با دقت به نحوه رعایت اصول حاکمیت شرکتی توسط شرکتهای عضو بورس، در تصمیمات معاملاتی از ریسک نقدشوندگی سرمایه‌گذاری خود بکاهند. هرچند که دسترسی سهامداران به چنین اطلاعاتی در گرو حضور مؤسسات رتبه‌بندی کیفیت حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که جای خالی آنها به وضوح دیده می‌شود. لذا پیشنهاد می‌گردد که مسئولان سازمان بورس با سیاستگذاری در خصوص حضور اینگونه مؤسسات، در جهت پیشبرد اهداف خود که همانا رونق بورس می‌باشد، گام برداشته و به علاوه به تصمیم‌گیری صحیح‌تر سرمایه‌گذاران نیز کمک نمایند.

پیشنهاد این مطالعه به شرکتهای عضو بورس اوراق بهادار تهران نیز این مطلب می‌باشد که، با بهبود کیفیت افشای اطلاعات، توجه بیشتر به حقوق سهامداران، گسترش سیستم‌های نظارتی، تغییر در ساختار هیئت‌مدیره و نیز توجه بیشتر به دستورالعمل‌ها و آئیین‌نامه‌های مصوب بورس، موجب بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی شده و از این مسیر گرایش و تمایل سرمایه‌گذاران به معامله‌ی سهام خود را افزایش دهند، تا ضمن رشد سود و شاخص شرکت خود، به کارایی و رشد کلی بازار سرمایه ایران نیز کمک نمایند.

با توجه به نوپا بودن موضوع حاکمیت شرکتی و نیز تعداد کم مطالعات صورت گرفته‌ی داخلی در خصوص ارتباط میان حاکمیت شرکتی با نقدشوندگی و بازده سهام، پیشنهاد می‌گردد در تحقیقات آتی با توجه به سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی نظیر کیفیت گزارشگری مالی، تمرکز مالکیت، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و ... ، به بررسی این رابطه پرداخته شود. همچنین توجه

به سایر معیارهای سنجش نقدشوندگی سهام که از تنوع زیادی برخوردار می‌باشند، نیز می‌تواند زمینه‌ساز تحقیقات جدیدی در رابطه با ارتباط حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام باشد.

با توجه به اینکه نتیجه این تحقیق حاکی از عدم تأثیر معنادار کیفیت حاکمیت شرکتی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران بود، مناسب است که اولاً، مطالعاتی در خصوص پارامترهای تأثیرگذار بر بازده سهام صورت پذیرد، ثانیاً، با وارد نمودن متغیرهای مداخله کننده‌ی خاص بازار سهام ایران در مدل این تحقیق، بررسی مجددی در خصوص ارتباط این دو متغیر با یکدیگر چه بر اساس شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی و سازوکارهای مورد استفاده در این تحقیق و چه با استفاده از سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی صورت پذیرد.

در نهایت نیز توصیه می‌گردد که بررسی میان همبستگی سازوکارهای مختلف حاکمیت شرکتی با شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی صورت پذیرد تا مشخص گردد که در بازار سرمایه ایران، کدام سازوکارها بر کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیرگذار می‌باشند.

منابع

1. “OECD Principles of Corporate Governance”, (2004).

۲. اعتمادی ح.، رسائیان ا. و کردتبار ح.، (۱۳۸۹)، "رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"، مجله توسعه و سرمایه، سال سوم، شماره ۵، صص ۵۹-۳۱.

3. Cadbury Code, (1992) "Report of the committee on Financial Aspects of Corporate Governance", the Code of best Practice, Gee Professional Publishing, London.

4. Megginson W. L., Robert C. N. and Matthias R., (1994), "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", Journal of Finance, 49, pp. 403-452.

۵. فخاری ح. و طاهری ع.، (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان‌پذیری بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۱۷۲-۱۵۹.

6. Drobetz W., Schillhofer A. and Zimmermann H., (2004). "Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany", European Financial Management, 10, pp. 267-293.

7. Jensen M. C. and W. H. Meckling, (1976). "Theory of the firm: Managerial Behavior. Agency Costs and ownership structure", Journal of financial economics, pp. 305-360.

۸. استا س.، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و مدیریت سود"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم، شماره ۲، صص ۱۰۶-۹۳.

9. Hill C. W. L. and Jones T. M., (1992), "**Stakeholder Agency Theory**", Journal of Management studies, 29, pp. 131-154.

10. Cyert, R. and James M., (1963), "**A Behavioral Theory of the Firm. Englewood Cliffs**", NJ: Prentice-Hall.

11. Williamson O. E., (1996), "**The Mechanisms of Governance**", Oxford University Press, New York.

12. Freeman R. E. and W.M. Evan (1990), "**Corporate governance: A Stakeholder Interpretation**", Journal of Behavioral Economics, 194, pp. 337-359

13. Freeman R.E., (1984), "**Strategic Management: A Stakeholder Approach**," Pitman Boston.

۱۴. حساس یگانه ی. و هاشمی س.ه.، (۱۳۸۷)، "مرور مبانی و مدلهای مختلف حاکمیت شرکتی"، **مجله حسابدار**، شماره ۲۰۱، صص. ۳۹-۳۴.

15. Maria B., (2005), "**Some philosophical issues in corporate governance: the role of property in stakeholder theory**", Corporate Governance: The international journal of business in society, Vol. 5 Iss: 2, pp. 34 – 47.

16. Keasey R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "**Management ownership and market valuation: an empirical analysis**", Journal of financial economics, 20, pp. 293-315.

۱۷. ایزدی نیا ن.، رسائیان ا. و رضایی رجایی ع.ا.، (۱۳۹۱)، "حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"، **فصلنامه علمی پژوهشی برنامه‌ریزی و بودجه**، سال هفدهم، شماره ۳، صص. ۷۸-۵۳

۱۸. حساس یگانه، ی.، جعفری ع. و رسائیان ا.، (۱۳۹۰)، "عوامل تعیین کننده سطح نگهداشت وجه نقد شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۹، صص. ۳۹-۶۶.

۱۹. بادآور نهندی ی.، برادران حسن زاده ر. و محمودزاده باغبانی س.، (۱۳۹۱)، "تاثیر نظام راهبری شرکت بر میزان محافظه‌کاری در گزارشگری مالی"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال چهارم، شماره ۴، صص. ۱۲۲-۱۰۳.

۲۰. ستایش م.ح. و کاظم نژاد م.، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله دانش حسابداری**، سال اول، شماره ۱، صص ۲۹-۵۱.

21. Fama, E. F. and M. C. Jensen,(1983), "**separation of ownership and control**", Journal of law and economics, 26, pp. 301-325.

22. Lim S., Mantolcsy Z. and Chow D., (2007). "**The association between board composition and different types of voluntary disclosure**", European accounting Review. Vol. 16, No. 3, PP. 555-583.

۲۳. باباخانی ج. و عبدی م.، (۱۳۸۹)، "رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال دوم شماره ۳، صص. ۸۶-۶۵.

24. Peansell K. V., Pope P. F. and Young S., (2000), "**Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?** ", working paper, Lancaster university

25. Monks R. and Minow N., (2003), "**corporate governance**", Cambridge: Blackwell, 3rd edition.

۲۶. فروغی د.، سعیدی ع. و اژدر م.، (۱۳۸۸)، "تاثیر سهامداران نهادی بر سیاستهای تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات حسابداری**، شماره ۲، صص. ۱۲۹-۱۱۴.

27. Schnatterly K., show K. W. And jenings W. W., (2008), "**Research Notes and Commentaries information advantages of large institutional owners**", strategic management Journal, 29, pp. 219-227.

28. Hand J., (1990)., "**A Test of Extended functional fixation Hypothesis**", The accounting review, Vol. 65, pp. 740-763

29. Schipper A., (1989)., "**Large shareholders and corporate control**", Journal of political economy, No. 94, pp. 461-489.

30. Bohl MT. guttschalk., K. Pal. R (2007), "**Institutional investors and stock market efficiency: The case of the January Anomaly**", MPRApapers. No.677, Posted.7.

31. Bushee B., (1998), "**Institutional investors.Long term investment and earnings management**", Acounting Review 73, pp. 305-340.

32. Stapledon G.P., (1996), "**Institutional Investors and Corporate Goernance**", Careledon press. New York.

33. Mitra S., (2002), "**The Impact of Institutional stock ownership on a firms Earning management practice**", Journal of Accounting, Vol 12.

34. Gursoy, Guner, Aydogan, Kursat., (2003)., "**Equity ownership structure , Risk Taking, and performance, an Emprical investigation Turkish Listed Companies**", Emerging Markets finance and Trade, Vol 38, No. 38, PP. 6-25

35. Demsetz H. and Lehn K., (1985), "**The structure of corporate ownership: Causes and Consequences**", Journal of political economy, Vol. 93(6). PP. 1155-1177

36. Maher, Maria and Andersson Thomas. (1999), "**Corporate Governance: effects ,on firm Performance and economic Growth**". Paris, Organization for economic cooperation and development (OECD) – Economic Department (ECO), available from www.ssrn.com

۳۷. عباسی ا. و مارزلو و.، (۱۳۹۰)، "بررسی تاثیر سهام شناور آزاد بر شاخص‌های نقدشوندگی در بورس تهران"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره ۳، صص. ۱۶۱-۱۴۷

38. Whetten D. A. (1988), "**Sources, Responses and effects of organizational decline. In: Cameron, K. S., Sutton, R. I. amdWhetten, D. A. (eds) Readings in Organizational Decline: Frameworks, Research, and prescription**", pp. 151-174. Ballinger, Cambridge, MA.

39. Scott W, (2003), "**Financial accounting Theory**", 3rd edition. Upper saddle river. NJ: Prentice hall.

40. Karamanou, Irene and Vafeas Nikos. (2005). "**The Association between corporate Boards, Audit committees, and management Earnings Forecast: An Empirical Analysis**", Journal of accounting Reaserch, Vol. 43, pp. 453-486.

41. Pascal Andre. (2004) "**OECD Principles of Corporate Governance. Head of Publications Service**", OECD Publications Servic. 75775 Paris Cedex

۴۲. حساس یگانه ی.، (۱۳۸۵) "حاکمیت شرکتی درایران"، **مجله حسابرس**، شماره ۳۲، صص. ۳۹-۳۲

43. Fama, E, L. Fisher, M. Jensen and R. Roll, (1969), "**The Adjustment of Stock Prices to New Information",** International Economic Review, 10, 1-21

44. Fama, E. (1970), "**Efficient Capital Markets: AReview of Theory and Empirical Work**", Journal of Finance, 25, 383-417.

45. Daniella Acker, Mathew stalker and Ian Tonks (2002), "**Daily Closing inside Spread and Trading Volumes around Earnings announcements**", Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 29, PP. 1149-1179

۴۶. سعیدی ع. و افخمی ع.، (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه‌ی ریسک، بازده و نقدشوندگی سهام با سهام شناور آزاد در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله تحقیقات مالی**، دوره ۱۴، شماره ۲، صص.۸۰-۶۵

۴۷. سیرانی م.، حجازی ر. و کشاورز م.، (۱۳۸۹)، "مطالعه تاثیر ریسک نقدشوندگی و سایر عوامل موثر بر بازده‌های مقطعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره ۱، صص. ۱۲۴-۱۱۳

48. Acharya, V; Pedersen, L; (2005) "**Asset Pricing with Liquidity risk**", Journal of financial Economics, 77, pp 375-410

۴۹. قائمی م.ح. و رحیم پور م.، (۱۳۸۹)، "اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال دوم، شماره ۴، صص. ۱۵۸-۱۴۵

50. Leuz, C., and Verrecchia, (2000), "**Economic Consequences of Increased Disclosure**", Journal of Accounting research, 38, 91-124

۵۱. رسائیان، امیر، ۱۳۸۵. "رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه مازندارن

۵۲. اعتمادی ح.، رسائیان ا. و کردتبار ح.، (۱۳۸۹)، "رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"، **مجله توسعه و سرمایه**، سال سوم، شماره ۵، صص. ۵۹-۳۱

53. Ide, Shingo. (2001). "**Considering the free Float – adjustment of the TOPIX: The need for a new index and possible effects of implementation**".

۵۴. "آیین نامه معاملات در شرکت بورس اوراق بهادار تهران"، مصوب ۱۳۸۳/۰۶/۳۰ شورای عالی بورس

55. "**Illiquidity and Stock Returns: Cross-Section and time-series effects**", (2002), Journal of Financial Markets, 5, 56-31

56. Agarwal P. "**Institutional Ownership and Stock Liquidity 2008**"و Working paper. http://ssrn.com/

57. Cueto Diego C. "**Market Liquidity and Ownership Structure with weak protection for minority shareholders: evidence from Brazil and Chile 2009**", Working paper. http://ssrn.com/

58. Rubin A, "**Ownership level, ownership concentration and liquidity**" Journal of Financial Markets 2007; 10(3): 219–248

59. Kothare, meeta (1997). "**The effects of equity issues on ownership structure and stock liquidity: a comparison of rights and public offerings**", journal of financial economics, 43, pp: 131-148

60. Aitken, Michael and comerton – forde, carele. (2002). "**How should liquidity measured?** " Pacific – basin, finance journal, 11, pp: 45-59

۶۱. ستایش م.ح.، کاظم نژاد م. و ذوالفقاری م.، (۱۳۹۰)، "بررسی تاثیر کیفیت افشا بر نقدشوندگی سهام و هزینه سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی**، سال سوم، شماره ۳، صص. ۷۴-۵۵

62. Verrecchia, R. E. (1982). "**The Use of Mathematical Models in Financial accounting**", Journal of accounting research, Vol.20, pp. 1-42.

63. Matoussi, H.; Karaa, A. amdMaghraoui, R. (2004). "**Information asymmetry, Discloure Level and Securities Liquidity in the BVMT**", Finance India, Vol. 18, pp. 547-557

۶۴. قائمی، محمدحسین و شهریاری، مهدی. (۱۳۸۸). "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها". **پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز**، دوره اول، ش اول، صص ۱۱۳-۱۲۸.

65. Heflin, F., Shaw, K., Wild John, J., (2001), "**Disclosure Quality and market Liquidity: Impact od Depth Quotes and order size**", Contemporary accounting research, Vol. 22 No. 4, PP. 29-65

66. Amihud, Y. and Mendelson, H. (1986). "**Asset Pricing and the Bid-ask spread**". Journal of financial Economics, Vol. 17, pp. 223-249.

67. Akerlof, G. (1970), "**The market for Lemons: Quality Uncertainty and the market mechanism**" , Quarterly Journal of Economics, 84, 488-500

۶۸. ویلیام اسکات، ترجمه علی پارسائیان (۱۳۸۶). "تئوری حسابداری"، تهران: انتشارات ترمه.

۶۹. جهانخانی، علی و پارسائیان، علی، (۱۳۷۵)، بورس اوراق بهادار، چاپ دوم، تهران، دانشگاه تهران

۷۰. جونز، چارلز پی، مدیریت سرمایه‌گذاری، ترجمه تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر، انتشارات نگاه دانش، چاپ دوم، ۱۳۸۴.

۷۱. پیرصالحی، مجتبی، بررسی "رابطه ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه اصفهان، ۱۳۷۲

۷۲. مهرانی س. و رسائیان ا.، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین معیارهای نقدشوندگی سهام و بازده سالانه‌ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، **مجله حسابداری دانشگاه تهران**، دوره اول، شماره ۱، صص. ۲۳۰-۲۱۷

73. Tversky, A. and Kahneman, D. (1982), "Judgments of and by under uncertainty: Heuristics and baisis Judgment representativeness Press", Cambridge university, UK, PP. 84-100

74. Brockman, P; and Chung, D, Y; (2003), "Investor Protection and Firm Liquidity" Journal of Finance, 58

75. Ascioglu, A; Hegde, S; McDermott, J; (2005) "**Does Auditor Compensation Lower Market Liquidity?**" ssrn

76. Jennings W.W., Schnatterly K. and Paul J. Seguin, 2002, "**Institutional Ownership, Information and Liquidity**", Innovation in Investments and Corporate Finance, Vol 7, pp. 41-71

77. Kanaharetnam, K, Lobo, G.J and Whalen D.J, 2009, "**Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?** ", Journal of Accounting and Public Policy, Forthcoming

78. Gerald j, l . Kiridaran, K . Dennis, W (2006), "**Corporate governance quality and market liquidity around quarterly earnings announcements**" www.afaanz.org

79. Eleswarapu, V; and Venkataraman, K; (2006), "**The Impact of Legal and Political Institutions on Equity Trading Costs: A Cross-Country Analysis**" Review of Financial Studies

80. Benston G. and R. Hagerman, 1974, "**Determinants of Bid-Asked Spreads in the OTC Market**", Journal of financial Economics, PP. 353-364

81. Chen, W,P ; Chung, h ; Lee, Ch ; Liao, W; (2007), " **Corporate overnance and Equity Liquidity: Analysis of S&P Transparency and Disclosure Rankings** Corporate Governance: An International Review .7

82. Barbedo, C,H ; Camilo-Da-Silva, E ; Leal, R;(2007), "**Probability of Information-Based Trading, Intraday Liquidity and Corporate Governance in the Brazilian Stock Market**" ssrn

83. Chung, K; Elder, J; Kim,J; (2008), "**Corporate Governance and Liquidity**" Journal of Financial and Quantitative Analysis

۸۴. احمدپور احمد، رسائیان امیر، (۱۳۸۵) "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۶

۸۵. رحمانی ع.؛ حسینی س.ع. و رضاپور ن.، (۱۳۸۹)، "رابطه مالکیت نهادی و نقدشوندگی سهام در ایران"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، دوره ۱۷، شماره ۶۱، صص. ۵۴-۳۹

86. Bohl, M., Brzeszcynski, J.,(2006). "**Do institutional investors destabilize stock prices? Evidence from an emerging market**", Journal of internationalFinancial market ,Institution & Money.vol.16. pp.370-383.

87. Campbell,J.Y.Ramadorari,T, and Schewortz,A.(2009). "**Institutional trading, stock returns, and earnings ennouncement**". Journal of Finance, Vol 92.pp. 66-91.

88. Tsai., P.j.,(2009). Institutional ownership and stock returns. Working paper, p. 44.

89. Nguyen, H., Chen, H.,(2008). Institutional Herding and its impact on stock prices. University of florida & Baltimore.

90. Bushee.b.J., Noe.c.,(2001). Corporate Disclosure practices, Institutional Investors, and Stock returns volatility. Journal of Accounting Research.Vol. 38.p.171.

91. Bohl,M., Brzezcynski,J., Wilfling,B,(2009). "**Institutional investors and stock returns Volatility: Emperical evidence from a natural experiment**", Journal of Banking & Finance, Vol 33,pp. 627-639 .

92. Osagie, J.,Osho.G.S., Sutton.C.,(2005). "**The impacts of institutional stock ownership on stock retuns and performance: A Fanancial Market perspective".** Journal of Business & Economics Research.vol 3.No.3.

۹۳. حسینی، سید مجتبی (۱۳۸۶) " بررسی اثر میزان سهام داری نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" ، رساله جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران

۹۴. ایمانی برندق، محمد؛ سعید جبارزاده کنگرلویی؛ محمدرضا عباسی استمال و سعید محمودزاده باغبانی، ۱۳۸۹، "تبیین رابطه بین ساز وکارهای حاکمیت شرکتی(راهبری شرکت) وبازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **همایش ملی نقش شفافیت اطلاعات حسابداری در حل بحرانهای مالی کنونی**، خمین، دانشگاه آزاد اسلامی واحد خمین

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

96. Attiya Y. Javed and Robina Iqbal, (2006), "**Corporate Governance and Firm Performance:Evidence from Karachi Stock Exchange**", The Pakistan Development Review 45 : 4 Part II (Winter 2006) pp. 947˚964

97. Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, 2004. "**Empirical evidence On corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance**". Journal of Asset Management 5, 91–104.

98. Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., (2004). "**Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany**". European Financial Management 10, 267–293.

99. Gompers, P., Ishii, J.,Metrick,A., (2003). "**Corporate governance and equity prices**" Quarterly Journal of Economics 118, 107– 155.

۱۰۰. سلیمی م.ج.، (۱۳۹۰)، "مدلی برای رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی در ایران"، رساله دکتری در رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران

۱۰۱. دانایی فرد. ح، الوانی. س م، آذر. ع، (۱۳۸۳) "روش شناسی پژوهش کیفی در مدیریت: رویکردی جامع". صفار اشراقی، چاپ اول

۱۰۲. خاکی. غ، (۱۳۷۹) "روش تحقیق در مدیریت"، تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، مرکز انتشارات علمی، چاپ اول

۱۰۳. دانایی فرد. ح، الوانی. س م، آذر. ع، (۱۳۹۱) "روش شناسی پژوهش کمی در مدیریت: رویکردی جامع". صفار اشراقی، چاپ ششم

۱۰۴. اوماسکاران، ترجمه صائبی. م، شیرازی. م، (۱۳۸۵) "روشهای تحقیق در مدیریت"، موسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی، چاپ چهارم

۱۰۵. " گزارش عملکرد بازار اوراق بهادار"، (۱۳۹۱)، **بورس اوراق بهادار تهران**، شماره ۶۸.

106. Sawicki J., (2009), "**Corporate Governance and Dividend Policy in Southeast Asia**", The European Journal of Finance, 15, 211–230.

107. Amihud, Yakov, Hameed, Allaudeen, Kang, Wenjin, Zhang, Huiping, 2013. "**The illiquidity premium: international evidence. Working paper**"

108. Lang, Mark, Lins, Karl, Maffett, Mark, (2012). "**Transparency liquidity and valuation: international evidence on when transparency matters most**". J. Account. Res. 50, 729–774.

109.Kang W. and Zhang H., (2014), "**Measuring Liquidity in emerging Markets**", Pacific-Basin Finance Journal, 27, pp. 49-71

110.Lesmond, David A., 2005. "**Liquidity of emerging markets**". J. Financ. Econ. 77, 411–452.

111.Lesmond, David, Ogden, Joseph, Trzcinka, Charles, 1999. "**A new estimate of transaction costs**". Rev. Financ. Stud. 12, 1113–1141.

112.Lesmond, David, Schill, Michael, Zhou, Chunsheng, 2004. "**The illusory nature of momentum profits**". J. Financ. Econ. 71, 349–380.

113.Lee, Kuan-Hui, 2011. "**The world price of liquidity risk.** " J. Financ. Econ. 99, 136–161.

۱۱۴. نرم افزار رهاورد نوین، نسخه ۳/۸/۲/۰ ، شرکت پردازش اطلاعات مالی مبنا

۱۱۵. مهرگان، نادر و حسن امیری، " کاربرد استاتا در آمار و اقتصاد سنجی"، نور علم، چاپ اول ۱۳۸۹

۱۱۶. مهرگان، نادر و سید حمیدرضا اشرف زاده،" اقتصادسنجی پنل دیتا"، تهران، چاپ اول ۱۳۸۷

117.Baltagi, H. B. "**Econometric Analysis of panel Data**". Johnwiley and Sonc. Third Edation, (2005).

پیوست‌ها

Dependent Variable: LIQ?
Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
Date: 01/31/15 Time: 01:29
Sample: 1389 1391
Included observations: 3
Cross-sections included: 80
Total pool (unbalanced) observations: 231
Linear estimation after one-step weighting matrix
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGI?	0.046775	0.011230	4.165030	0.0000
P?	-0.011280	0.006282	-1.795746	0.0739
SH?	-0.007108	0.005149	-1.380471	0.1688
ROA?	-0.034986	0.012911	-2.709785	0.0073
LEV?	0.430215	0.725211	0.593227	0.5536
SIZE?	-0.663614	0.050098	-13.24621	0.0000
C	-13.87530	1.145022	-12.11793	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.528330	Mean dependent var	-32.40551
Adjusted R-squared	0.515696	S.D. dependent var	20.75249
S.E. of regression	2.304110	Sum squared resid	1189.198
F-statistic	41.81802	Durbin-Watson stat	1.649648
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.233533	Mean dependent var	-22.82962
Sum squared resid	1229.321	Durbin-Watson stat	1.577179

پیوست ۱ – خروجی نرم افزار ایویوز مدل اول

Dependent Variable: RANK?
Method: Pooled EGLS (Cross-section weights)
Date: 01/31/15 Time: 01:40
Sample: 1389 1391
Included observations: 3
Cross-sections included: 80
Total pool (unbalanced) observations: 231
Linear estimation after one-step weighting matrix
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGI?	-1.011520	0.266066	-3.801756	0.0002
P?	0.061815	0.141187	0.437823	0.6619
SH?	0.344303	0.114211	3.014634	0.0029
ROA?	0.279100	0.271172	1.029237	0.3045
LEV?	45.44164	19.83547	2.290929	0.0229
SIZE?	-18.22085	1.352754	-13.46945	0.0000
C	362.4745	30.67347	11.81720	0.0000

Weighted Statistics

R-squared	0.576073	Mean dependent var	157.2743
Adjusted R-squared	0.564718	S.D. dependent var	130.2402
S.E. of regression	62.79564	Sum squared resid	883297.6
F-statistic	50.73224	Durbin-Watson stat	1.321468
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.185876	Mean dependent var	116.3810
Sum squared resid	916301.8	Durbin-Watson stat	0.899617

پیوست ۲ – خروجی نرم افزار ایویوز مدل دوم

Dependent Variable: RET?
Method: Pooled Least Squares
Date: 01/31/15 Time: 01:58
Sample: 1389 1391
Included observations: 3
Cross-sections included: 80
Total pool (unbalanced) observations: 231
Cross sections without valid observations dropped

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CGI?	-0.303755	0.371303	-0.818079	0.4142
P?	0.191627	0.225537	0.849650	0.3964
SH?	-0.043375	0.220670	-0.196562	0.8443
ROA?	1.163518	0.410644	2.833400	0.0050
LEV?	-2.135574	25.89243	-0.082479	0.9343
SIZE?	1.297835	2.258510	0.574642	0.5661
C	2.491221	43.60610	0.057130	0.9545

R-squared	0.083264	Mean dependent var	31.08766
Adjusted R-squared	0.058708	S.D. dependent var	55.62254
S.E. of regression	53.96510	Akaike info criterion	10.84439
Sum squared resid	652339.9	Schwarz criterion	10.94870
Log likelihood	-1245.527	Hannan-Quinn criter.	10.88646
F-statistic	3.390842	Durbin-Watson stat	2.352256
Prob(F-statistic)	0.003201		

پیوست ۳ – خروجی نرم افزار ایویوز مدل سوم

Abstract:

The present research examines the relationship between corporate governance with liquidity and stock return. To conduct this research; an indicator was stated for the appraisal of the corporate governance quality (CGI), the percentage of out members of board and also the percentage of institutional shareholders were used as independent variables. The rank of liquidity and the adjusted Amihud as measures of liquidity, and stock return were used as dependent variables.

The subjects of the study were 82 companies of Tehran Stock Exchange (TSE). The study has been conducted during the years 2010-2013, using Panel Data pattern.

The research findings show a meaningful relationship between Corporate Governance Indicator (CGI), and both liquidity measures. Findings don't show meaningful relationship between CGI, and stock return. Moreover, findings didn't show any meaningful relationship between the percentage of out member of board and any dependent variables of the research. Also percentage of institutional shareholders shows a meaningful relationship only with the rank of liquidity.

Keywords: Corporate Governance, Liquidity, Adjusted Amihud, Stock Return, Out Member of Board, Institutional Shareholders, Tehran Stock Exchange

Shahrood University

Faculty: Industrial Engineering & Management

Evaluating the effect of corporate governance on liquidity and stock return (case study: firms of Tehran stock exchange)

Iman Shahraki Moghadam

Supervisor: Dr. Bozorgmehr Ashrafi

Date: February 2015