

## تأثیر سازوکار حاکمیت شرکتی بر واکنش سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

علی اصغر متقی<sup>۱</sup>، حجت غریب<sup>۲</sup>، رامین قوی پنجه<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۹/۲۰

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۲۲

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه گذاران می باشد. در این تحقیق حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل و واکنش سرمایه گذاران به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. معیار اندازه گیری واکنش سرمایه گذاران بازده مورد انتظار سهام داران می باشد و برای حاکمیت شرکتی نیز مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، ساختار مالکیت و استقلال هیات مدیره مورد بررسی قرار گرفتند. قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی از ابتدای سال ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۲ می باشد که در مجموع با توجه به محدودیت های اعمال شده، ۱۷۶ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید. آزمون فرضیه های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده نشان داد که هیچ کدام از متغیرهای حاکمیت شرکتی مورد مطالعه در این پژوهش (مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، ساختار مالکیت و استقلال هیات مدیره) تأثیری بر روی واکنش سرمایه گذاران ندارند. بنابراین هر چهار فرضیه پژوهش ما مبنی بر اینکه استقرار حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه گذاران تأثیر دارد، تایید نشد.

**واژه های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، واکنش سرمایه گذاران.

طبقه بندی موضوعی: O16

کد DOI مقاله: 10.22051/ijar.2017.9577.1111

<sup>۱</sup> استادیار حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، (iacpa\_abadnote@yahoo.com)

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، (نویسنده مسئول)، (Hojjat.gharib69@yahoo.com)

<sup>۳</sup> کارشناس ارشد حسابداری، (r.ghavipankeh@yahoo.com)

## مقدمه

در سال‌های اخیر، در راستای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup> توجه زیادی را به خود جلب نموده و به عنوان یکی از ساز و کارهای مهم برای اداره و کنترل شرکت‌ها در بازار سرمایه تبدیل شده است. در حال حاضر، بسیاری از کشورها حداقل الزامات حاکمیت شرکتی را دارند، اگرچه شاخص‌های حاکمیت شرکتی به طور اساسی بین کشورها متفاوت است. آنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس را ملزم به رعایت الزامات مزبور می‌نمایند، هر چند شرکت‌های کوچک نیز به رعایت آن الزامات، تشویق می‌شوند. برای نظام حاکمیت شرکتی تعریفی که بر روی آن اجماع وجود داشته باشد، وجود ندارد، اما هدف نهایی آن دستیابی به پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف و رعایت حقوق همه ذینفعان است. دستیابی به اهداف مذکور با ایجاد ساز و کارهای درون و برون سازمانی حاصل می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در جهت تشویق مدیران برای استفاده مؤثر از منابع شرکت و نیز پاسخگویی آنها به سهامدارانی که منابع خود را در اختیار مدیران گذاشته‌اند، طراحی شده است. وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به سرمایه‌گذاری کمک کند. طبق پژوهش‌های تجربی انجام شده اجرای اصول صحیح این نظام در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود. شاید هیچ موضوعی در ادبیات مالی اخیر بحث برانگیزتر از این سؤال نباشد که آیا سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام منطقی عمل می‌کنند یا خیر؟ نظریه کارایی بازار سرمایه به دو فرض بسیار مهم توجه دارد. اولاً سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار دارای رفتار منطقی هستند. ثانیاً آنها براساس آخرین اطلاعات و اخبار اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌کنند و جهت تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق بهادار، درایت کافی دارند. فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران مورد انتقاد محققان زیادی قرار گرفته است (غریب و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). در این تحقیق تأثیر برخی از متغیرهای حاکمیت شرکتی با بازده سهام بعنوان معیار اندازه‌گیری واکنش سرمایه‌گذاران بررسی می‌شود. با توجه به هدف پژوهش، این پژوهش به دنبال پاسخ به این پرسش است که آیا حاکمیت شرکتی تأثیری بر روی واکنش سرمایه‌گذاران دارند؟

### مبانی نظری تحقیق

حاکمیت شرکتی بیش از یک دهه است که مورد توجه پژوهشگران زیادی قرار گرفته است (اوکیارا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۱). موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی از کشورهای اروپایی مطرح شد. در سال ۲۰۰۱ به دنبال افزایش رسوایی‌های مالی در بازار سرمایه آمریکا و تصویب قانون سارینز آکسلی مقررات حاکمیت شرکتی رویکرد قانونی به خود گرفت (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸). در ایران از واژه‌های "راهبری شرکتی" و "راهبری سازمانی" نیز به عنوان مترادف این اصطلاح استفاده می‌شود. حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم‌های هدایت و کنترل شرکت‌ها است. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذینفعان مختلف شرکت‌ها شامل مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی که از فعالیتهای شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، است (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹). حاکمیت شرکتی باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود. کیفیت استقرار حاکمیت شرکتی امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است، اما فرض می‌شود که در تمام مراحل ایجاد ارزش در شرکت وجود داشته است (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹). استقرار کارآمد حاکمیت شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور، حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. حاکمیت شرکتی مناسب این اطمینان را پدید می‌آورد که بنگاه‌ها سرمایه خود را به طور مؤثر بکار گرفته‌اند. به علاوه این اطمینان را پدید می‌آورد که شرکت‌ها منافع دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و همچنین جامعه‌ای را که شرکت در آن به فعالیت مشغول است، در نظر گرفته و هیئت مدیره در برابر سهامداران پاسخگو است. زمانی که ساختار حاکمیت شرکتی از اصول ضعیفی برخوردار باشد تضاد سرمایه‌گذاران بزرگ و کوچک نیز افزایش می‌یابد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱). در پژوهش حاضر به چهار سازوکار حاکمیت شرکتی شامل مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت یا سهامداران عمده، استقلال هیات مدیره و ساختار مالکیت اشاره شده است.

انتشار اخبار شرکت‌ها توسط مدیران به عنوان یکی از سیاست‌های حاکمیت شرکتی نیز بسیار مهم است و باعث واکنش‌های متفاوتی توسط سرمایه‌گذاران می‌شود. واکنش بازار سهام به اطلاعاتی و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نیست و سبب

ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌شود. واکنش بیش از حد و واکنش کمتر از حد زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن تعیین می‌کنند. اگر چه بازار با از گذشت زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل بر می‌گردد، اما وجود چنین رفتاری نوعی رفتار غیر عقلایی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی نسبت به عدم اطمینان درک شده توسط سرمایه‌گذاران باشد. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آنها می‌باشد که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد (محمودی و همکاران، ۱۳۹۰).

### پیشینه پژوهش

#### پژوهش‌های مرتبط با راهبری شرکتی

براون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) با استفاده از شاخص راهبری شرکتی به مطالعه رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد ۲۳۲۷ شرکت پرداختند. شاخص راهبری شرکتی آنها از ۸ طبقه که شامل ۵۱ معیار از متغیرهای راهبری شرکتی است، تشکیل شده است. این ۸ طبقه شامل مالکیت، حسابرسی، هیئت مدیره، تحصیلات مدیران، پاداش مدیران، امتیازات و آیین نامه‌ها، فعالیت‌های مرفقی و مشارکت‌ها بود. آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با راهبری بهتر دارای سودآوری بیشتر و با ارزش تر بوده و همچنین به سهامداران خود سود نقدی بیشتری را نیز پرداخت می‌کنند. در بین ۸ طبقه مذکور، طبقه پاداش مدیران دارای بیشترین اثر مثبت بر عملکرد شرکت بوده است.

ناویسی و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۶) نیز در پژوهشی به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند، بنابراین حضورشان اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد.

دیتمار و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۷) رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهامداران را بررسی کردند. آنها با بررسی دو معیار از راهبری شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیئت مدیره) و رابطه آن با بازده سهامداران به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با راهبری ضعیف هر ۱ دلار تغییر در وجه نقد، باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ دلار در بازده سهامداران خواهد شد، در حالی که این مبلغ در شرکت‌های با راهبری خوب دو برابر است.

پورزمانی و خریدار (۱۳۹۲) به تحقیق در مورد تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت می‌پردازند. برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از معیار Q توبین به عنوان متغیر وابسته تحقیق استفاده شده است. همچنین انواع سهامداران نهادی (بانک‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری) و تعدد آنها (دومین و سومین سهامدار عمده) در ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل این تحقیق و متغیرهای اهرم مالی، بدهی‌های شرکت و اندازه شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده‌اند. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی ۶۳ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۸ استخراج گردیده است. نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه معنادار مثبت بین مالکیت نهادی عمده و ارزش شرکت و همچنین وجود رابطه معنادار مثبت بین حق رای‌های در دست دومین و سومین سهامدار عمده و ارزش شرکت در بانکها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد.

#### پژوهش‌های مرتبط با واکنش سرمایه‌گذاران و بازده سهامداران

دانشفر، ساعی و زیگال<sup>۷</sup> (۲۰۰۵) تحقیقی در زمینه "اثر چرخه‌های بازار سهام بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات غیرمنتظره ارقام تعهدی" انجام دادند. در این تحقیق بازار سهام نیویورک از ابتدای ژوئیه ۱۹۹۷ تا ۲۹ ژانویه ۲۰۰۱ به سه خوش بینانه، ثبات و بدبینانه تقسیم شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد در دوره خوش بینانه (یعنی دوره‌ای که قیمت سهام شرکت‌های مورد بررسی افزایش داشته است) افزایش ارقام تعهدی ارتباط مثبتی با افزایش بازده غیرمنتظره دارد. این ارتباط در دوره بدبینانه (یعنی دوره‌ای که قیمت سهام شرکت‌ها کاهش داشته است) به صورت منفی و در دوره ثبات قیمت‌ها ارتباط معنی داری بین افزایش ارقام تعهدی و افزایش بازده غیرمنتظره مشاهده نشده است.

نوشین و علیشاه<sup>۸</sup> (۲۰۱۴) اثر اجرای حاکمیت شرکتی را بر روی واکنش سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهند که حاکمیت شرکتی هیچ تأثیری بر روی واکنش سرمایه‌گذاران ندارد و ارتباط بین آنها منفی می‌باشد. این امر نشان دهنده عدم کارایی بازار مالی و سرمایه می‌باشد و حاکی از آن است که معاملات در بازار سرمایه بیشتر از روی احساسات انجام می‌شود.

ایمانی برندق و همکاران (۱۳۸۹) به تبیین رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی (راهبری شرکت) و بازده سهام پرداختند. ساختار مالکیت با تأکید بر سهامداران نهادی و کیفیت اطلاعات

مالی با تأکید بر ارقام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل تعدیل شده جونز اندازه گیری شده است. جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و نمونه‌ای مشتمل بر ۶۰ شرکت در طی دوره زمانی ۸ ساله ۸۷-۸۰ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان دهنده عدم رابطه بین سهامداران نهادی و کیفیت اطلاعات مالی با بازده سهام بود.

نمازی و همکارانش (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. در این پژوهش رتبه شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای راهبری شرکتی، اندازه گیری شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که با وجود آنکه شرکت‌های عضو نمونه به طور متوسط ۶۱٪ از معیارهای موجود در آیین نامه راهبری شرکتی ایران را رعایت کرده اند، اما هیچ گونه رابطه معناداری بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران وجود ندارد.

### مسأله و فرضیه‌های تحقیق

مسأله اصلی تحقیق این است که آیا حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارند؟ در این راستا با توجه به مسأله این پژوهش، فرضیات به شرح زیر تدوین و مورد آزمون قرار می‌گیرند.

فرضیه اصلی عبارتست از: «متغیرهای حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر داد.» و فرضیه‌های فرعی به شرح زیر می‌باشند:

- مالکیت سهامداران نهادی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.
- استقلال هیات مدیره بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.
- تمرکز مالکیت بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.
- ساختار مالکیت (درصد سهام در دست اعضای هیات مدیره) بر روی واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.

### روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف از نوع کاربردی و به لحاظ روش از نوع توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و نمونه آماری شامل شرکت‌هایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۲ نیز در لیست بورس باشند.

۲. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی و موسسات تامین مالی نباشند، زیرا الگوی اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی آنها متفاوت از سایر شرکت‌ها است.

۳. شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه (برای داشتن قابلیت مقایسه بیشتر) باشد.

۴. شرکت‌هایی که در طی دوره مورد بررسی (۱۳۹۲-۱۳۸۵) تغییر سال مالی نداشته باشند.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، تعداد نمونه این پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک، برای دوره مورد بررسی (۱۳۹۲-۱۳۸۵)، ۱۷۶ شرکت و تعداد مشاهدات نهایی ۱۳۵۰ سال / شرکت می‌باشد.

### متغیرهای تحقیق، تعاریف عملیاتی و روش محاسبه متغیرها:

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش واکنش سرمایه‌گذاران<sup>۹</sup> می‌باشد. برای محاسبه واکنش سرمایه‌گذاران از بازده سهام استفاده می‌شود که برای آن نماد RETURN را در نظر گرفته ایم. بازده<sup>۱۰</sup> سهام برابر با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سودسهمی و حق تقدم تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره است.

$$RT = \left[ \frac{D + PT(1 + \alpha + \beta) - (PT - 1 + C\alpha)}{P + C\alpha} \right] * 100$$

که در آن  $RT$  = بازده سهام،  $P$  = قیمت سهام در بازار،  $D$  = سود تقسیمی،  $\alpha$  = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  $\beta$  = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته و  $C$  = مبلغ اسمی سهام است.

### متغیرهای مستقل

در این تحقیق حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده و تحت مفروضات زیر اندازه گیری شده است.

۱. مالکیت سهامداران نهادی<sup>۱۱</sup>: برابر است با مجموع درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی که برای آن نماد INSOWN در نظر گرفته ایم. طبق موضوع بند ۲۱ ماده ۱ قانون بازار اوراق بهادار ایران سرمایه گذاران نهادی شامل بانکها و بیمهها، هلدینگها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تامین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری است.

۲. سهامداران عمده یا تمرکز مالکیت<sup>۱۲</sup>: علاوه بر سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار داشته باشد، نیز جزو سهامداران عمده محسوب می شود. با بررسی صورت های مالی، درصد مالکیت این سرمایه گذاران از سهام شرکت تعیین می شود و نماد آن CONC می باشد. این محاسبه به پیروی از پژوهش رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۱) انجام گرفته است.

۳. ساختار مالکیت<sup>۱۳</sup>: برای محاسبه این متغیر به پیروی از پژوهش نوشین و علیشاه (۲۰۱۴) از نسبت سهام در دست اعضای هیات مدیره به کل سهام استفاده می شود که برای آن نماد OWNSTR را در نظر گرفته ایم.

۴. استقلال هیات مدیره<sup>۱۴</sup>: برای به دست آوردن استقلال هیئت مدیره نیز به پیروی از پژوهش مرادی و همکاران (۱۳۹۱) از نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره استفاده می شود و نماد آن BRDIND می باشد.

### متغیرهای کنترلی

در این تحقیق، برای یکسان نمودن شرکتها از نظر سایر عوامل تاثیرگذار، از متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت و اهرم مالی استفاده می شود. به منظور برآورد اندازه شرکت (Size) از لگاریتم طبیعی کل دارایی ها در پایان سال مالی شرکت و اهرم مالی (LEV) از نسبت کل بدهی به کل دارایی بدست آمده است. در این پژوهش سعی شده است تا از طریق مدل رگرسیونی زیر برای پیدا کردن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته موجود در مدل به آزمون فرضیه ها پرداخته شود.



$$IR = \alpha_0 + \beta_1 CG + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV$$

که در آن IR: بازده سهام، CG: حاکمیت شرکتی، SIZE: اندازه شرکت و LEV: اهرم مالی است.

### تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش

#### آزمون‌های ریشه واحد<sup>۱۵</sup> در داده‌های تابلویی

برای تعیین پایایی<sup>۱۶</sup> متغیرهای مدل از آزمون‌های ریشه واحد در داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. آزمون‌های مختلفی برای ریشه واحد یا پایایی در داده‌های تابلویی انجام می‌شوند. با توجه به متوازن بودن پانل‌ها، زمانی که تعداد دوره‌های زمانی ثابت است، از آزمون هریس و تزولیس<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۹) استفاده می‌شود. نتایج آزمون انجام شده در ارتباط با پایایی متغیرهای تحقیق در نگاره ۱ ارائه شده است.

نگاره (۱): خلاصه نتایج آزمون ریشه واحد

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	P-VALUE	نتیجه
بازده	RETURN	-۰/۱۶	۰	پایا
ساختار مالکیت	OWNSTR	۰/۳۱	۰	پایا
تمرکز مالکیت	CONC	۰/۱۵	۰	پایا
مالکیت سهامداران نهادی	INSOWN	۰/۵۲	۰	پایا
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	۰/۴۱	۰	پایا
اندازه شرکت	SIZ	۰/۳۶	۰	پایا
اهرم مالی	LIVE	-۰/۰۶	۰	پایا

با توجه به نتایج بدست آمده متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق پایا از درجه صفر هستند و می‌توان بدون ترس از رگرسیون کاذب، تخمین مدل را انجام داد.

### شاخص‌های توصیفی

شاخص‌های آمار توصیفی متغیرها در نگاره ۲ ارائه شده است.

## نگاره (۲): نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های کمی پژوهش

متغیر	مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	میانه	کوچکترین	بزرگترین
بازده (RETURN)	۱۳۵۰	۴۲/۸۶	۳۶/۷۷	۱۸	-۵۰	۴۱۱
ساختار مالکیت (OWNSTR)	۱۳۵۰	۰/۶۲	۶۰/۲	۰/۷۰	۰	۱
تمرکز مالکیت (CONC)	۱۳۵۰	۰/۹۸	۴/۵۳	۰/۸۲	۰	۱
مالکیت سهامداران نهادی (INSOWN)	۱۳۵۰	۰/۵۴	۰/۳۳	۰/۶۲	۰	۱
استقلال اعضای هیئت مدیره (BRDIND)	۱۳۵۰	۰/۶۵	۰/۲۰	۰/۶۰	۰	۱
اهرم مالی (LEVE)	۱۳۵۰	۰/۷۰	۰/۹۹	۰/۶۴	۰/۰۲	۳۰/۶۰
اندازه شرکت (SIZE)	۱۳۵۰	۱۳/۵	۱/۰۴	۱۳/۳	۹/۸۲	۱۸/۴۵

منبع: یافته‌های پژوهش

## نگاره همبستگی بین متغیرها

برای بررسی روابط میان متغیرها، نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) و میزان رابطه، از ضریب همبستگی استفاده می‌شود. نتایج آزمون همبستگی پیرسون در نگاره ۳ نشان داده شده است.

متغیرهایی که دارای همبستگی بوده‌اند در نگاره ۳ با علامت \* مشخص نموده‌ایم. برای مثال در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین متغیر بازده و اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی دار وجود دارد و شدت همبستگی نیز ۰/۰۶ (ضعیف) می‌باشد. در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین ساختار مالکیت و تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره و اهرم مالی رابطه معکوس و معنادار وجود دارد که شدت همبستگی آنها ضعیف و به ترتیب ۰/۰۸، ۰/۰۷ و ۰/۰۶ می‌باشد. همچنین بین ساختار مالکیت و مالکیت سهامداران نهادی رابطه مستقیم و معنادار با شدت همبستگی ۰/۳۶ (متوسط) و با اندازه شرکت رابطه معکوس و بی معنا با شدت همبستگی ۰/۰۱ (ضعیف) وجود دارد.

## نگاره (۳): نتایج آزمون همبستگی پیرسون

SIZE	LEV	BRDIND	INSOWN	CONC	OWNSTR	RETURN	علامت	متغیر
							سطح معنی داری	
						۱	RETURN	بازده
							sig	
					۱	۰/۰۱۵۷	OWNSTR	ساختار مالکیت
						۱/۵۶۵۰	sig	
				۱	*-۰/۰۷۷۲	۰/۰۴۴۲	CONC	تمرکز مالکیت
					۰/۰۰۴۵	۰/۱۰۴۷	sig	
			۱	۰/۰۳۰۴	*۰/۳۶۳۸	۰/۰۲۶۷	INSOWN	سهامداران نهادی
				۰/۲۶۴۴	۰/۰۰۰	۰/۳۲۷۱	sig	
		۱	-۰/۰۳۷۰	-۰/۰۱۹۹	*۰/۰۷۰۹	۰/۰۲۷۹	BRDIND	استقلال اعضای هیئت مدیره
			۰/۱۷۴۵	۰/۴۶۵۸	۰/۰۰۹۲	۰/۳۰۶۳	sig	
	۱	-۰/۰۲۱۸	-۰/۰۰۶۸	-۰/۰۱۳۵	*-۰/۰۶۰۶	-۰/۰۳۵۶	LEV	اهرم مالی
		۰/۴۲۴۱	۰/۸۰۴۱	۰/۶۲۱۰	۰/۰۲۵۹	۰/۱۹۰۶	sig	
۱	-۰/۰۳۴۸	۰/۰۱۳۴	*۰/۱۹۰۹	۰/۰۲۲۷	-۰/۰۱۲۵	*۰/۰۵۷۳	SIZE	اندازه شرکت
	۰/۲۰۱۸	۰/۶۲۳۰	۰/۰۰۰	۰/۴۰۴۶	۰/۶۴۶۰	۰/۰۳۵۴	sig	

\* معنی دار با سطح اطمینان ۹۵٪

منبع: یافته‌های پژوهش

## انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون - آزمون چاو

برای انتخاب الگوی مناسب برای تخمین مدل از آزمون چاو استفاده می‌کنیم. به طوری که اگر احتمال آزمون بیشتر از ۵٪ باشد، روش رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده و در صورتی که احتمال کمتر از ۵٪ باشد، روش پنل انتخاب می‌شود. نتایج آزمون چاو برای تخمین مدل‌ها در نگاره ۴ ارائه شده است.

## نگاره (۴): خلاصه نتایج آزمون چاو برای تخمین مدل‌ها

مدل	متغیر مستقل	متغیر وابسته	آزمون F	P-value	نتیجه نوع مدل تخمینی
۱	مالکیت سهامداران نهادی	واکنش سرمایه‌گذاران	۰/۶۸	۰/۹۹	رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده
۲	استقلال هیات مدیره	واکنش سرمایه‌گذاران	۰/۶۳	۰/۹۹	رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده
۳	تمرکز مالکیت	واکنش سرمایه‌گذاران	۰/۶۳	۰/۹۹	رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده
۴	ساختار مالکیت	واکنش سرمایه‌گذاران	۰/۶۴	۰/۹۹	رگرسیون حداقل مربعات تجمیع شده

## بررسی فرضیه‌های تحقیق

به منظور بررسی فرضیه‌های تحقیق و همچنین اثر متغیرهای کنترلی (اندازه شرکت و اهرم مالی) به تخمین و بررسی مدل تحقیق پرداخته‌ایم. نتایج به شرح نگاره ۵ می‌باشد:

## نگاره (۵): خلاصه نتایج آزمون رگرسیون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه چهارم	فرضیه سوم		فرضیه دوم		فرضیه اول		فرضیه‌ها	
$RT = \beta_0 + \beta_1 OWNSTR + SIZE + LEV + \varepsilon$	$RT = \beta_0 + \beta_1 CONC + SIZE + LEV + \varepsilon$		$RT = \beta_0 + \beta_1 BRDINDN + SIZE + LEV + \varepsilon$		$RT = \beta_0 + \beta_1 INROWN + SIZE + LEV + \varepsilon$		مدل‌ها	
COEF	Prob	COEF	Prob	COEF	Prob	COEF	Prob	RETURN
-۰/۱۸	۰/۹۹	۲/۷۳	۰/۸۷	-۳/۵۵	۰/۸۸	۳/۰۳	۰/۸۸	CONC
-	-	-	-	-	-	۳/۸۳	۰/۵۶	INSOWN
-	-	-	-	۹/۹۹	۰/۳۳	-	-	BRDINDN
-	-	۰/۷۳	۰/۱۲	-	-	-	-	CONC
۴/۳۰	۰/۶۰	-	-	-	-	-	-	OWNSTR
۳/۱۱	۰/۰۴	۳/۵۰	۰/۰۴	۳/۸۰	۰/۰۴	۲/۹۳	۰/۶۰	SIZE
-۲/۵۶	۰/۲۳	-۲/۵۸	۰/۲۲	-۲/۵۸	۰/۲۲	-۲/۶۲	۰/۲۲	LEV
۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۰/۰۰۵	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	R-squared		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج نگاره نشان می‌دهد که بین مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، استقلال هیات مدیره، مالکیت سهامداران عمده و ساختار مالکیت با واکنش سرمایه‌گذاران ارتباط معنی دار وجود ندارد. بنابراین تمام فرضیه‌های پژوهش رد می‌گردد.

میزان ضریب تعیین تعدیل شده مدل اول برابر با (۰/۰۰۴) می‌باشد که نشان می‌دهد ۰/۴ درصد تغییرات متغیر واکنش سرمایه‌گذاران توسط متغیر سرمایه‌گذاران نهادی قابل توضیح است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده سایر مدل‌ها نیز به ترتیب برابر (۰/۰۰۵)، (۰/۰۰۶) و (۰/۰۰۵) می‌باشد. با توجه به رد فرضیه‌های تحقیق برای نمونه مورد بررسی، در این قسمت با سه مورد از صنایعی که بیشترین تعداد مشاهدات را داشته است شامل صنایع خودرو و قطعات با ۲۰۸ مشاهده، مواد دارویی با ۱۸۱ مشاهده و سیمان، آهک، گچ با ۱۵۱ مشاهده، اقدام به تخمین مدل و مقایسه نتایج بدست آمده برای هر یک از فرضیه‌های تحقیق نمودیم که نتایج در نگاره ۶ ارائه شده است.

نگاره (۶): مقایسه زیر بخش‌های صنایع برای بررسی فرضیه‌ها

متغیر	خودرو و قطعات		مواد دارویی		سیمان، آهک، گچ	
	سطح معنی داری	ضریب	سطح معنی داری	ضریب	سطح معنی داری	ضریب
مالکیت سهامداران نهادی	۰/۳۴	-۱۷/۴۶	۰/۳۴	۱۵/۲۲	۰/۹۵	-۱/۲۶
استقلال هیات مدیره	۰/۷۱	-۹/۴۸	۰/۳۷	-۳۲/۲۲	۰/۰۶	۵۳/۲۴
تمرکز مالکیت	۰/۲۷	-۲۸/۸۷	۰/۴۹	۱۹/۸۹	۰/۸۲	-۱۰/۰۴
ساختار مالکیت	۰/۷۵	-۵/۹۹	۰/۵۶	۱۳/۱۹	۰/۱۶	۳۴/۸۷

با توجه به نتایج بدست آمده، سطح معناداری تمامی متغیرهای مستقل در هر سه صنعت بیشتر از سطح خطای قابل پذیرش است.

### نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر روی واکنش سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای انجام این پژوهش تعداد ۱۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۸ ساله (۱۳۸۵-۱۳۹۲) بررسی شده است. همچنین برای آزمون فرضیه‌های تحقیق، از مدل رگرسیونی حداقل مربعات تجمع

شده استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که بین هیچ کدام از متغیرهای حاکمیت شرکتی (مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، استقلال هیات مدیره، مالکیت سهامداران عمده و ساختار مالکیت) با واکنش سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج این پژوهش با نتایج نوشین و علیشاه (۲۰۱۴)، نمازی و همکارانش (۱۳۹۲)، سعیدی و شیری (۱۳۹۱)، طالب نیا و همکاران (۱۳۹۰)، ایمانی برندق و همکاران (۱۳۸۹)، واعظ و همکاران (۱۳۸۹)، مدرس و همکاران (۱۳۸۸) و صادقی شریف و کفاش پنجه‌شاهی (۱۳۸۷) مطابقت دارد و با نتایج پژوهش دیتمار و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت ندارد. با توجه به نتایج پژوهش می‌توان پیشنهاداتی ارائه نمود که در ادامه به آن پرداخته شده است.

- در بسیاری از کشورها آیین‌نامه‌ها و قوانین خاص راهبری شرکت‌ها تصویب و اجرایی شده که این امر نقش مهمی در انسجام مالی و شفافیت هر چه بیشتر اطلاعات مربوط به راهبری دارد. از آن جا که در کشور ما تاکنون این امر عملی نشده است، بنابراین تصویب و الزامی شدن آیین‌نامه اصول راهبری شرکت‌ها ضروری به نظر می‌رسد.
- آموزش مدیران و سهام‌داران می‌تواند به استقرار حاکمیت شرکتی مناسب کمک نماید. سهام‌داران بایستی از مزایای وجود مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره، ساختار مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی و غیره که از معیارهای حاکمیت شرکتی هستند، آگاه شوند.
- ملزم کردن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به تهیه یک فرم جامع و واحد برای گزارشگری سالانه که شامل تمام اطلاعات مالی، غیرمالی، پیش‌بینی‌های آتی و اطلاعات حاکمیتی و سایر اطلاعات مورد نیاز تصمیمات بازار باشد، منجر به بالا رفتن شفافیت اطلاعاتی و سطح کیفی تحقیقات خواهد شد. برخی از موضوعات مهمی که در تحقیقات آتی می‌توانند بررسی شوند، به شرح زیر است:

۱. سنجش میزان دانش و آگاهی فعالان بازار از مفاهیم و الزامات حاکمیت شرکتی،
  ۲. بررسی سایر معیارهای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی و تبیین رابطه آن با واکنش سرمایه‌گذاران،
  ۳. و بررسی شرکت‌های عضو فرا بورس علاوه بر شرکت‌های بورسی، پیشنهاد می‌شود.
- مطابق تمامی پژوهش‌ها این پژوهش نیز دارای محدودیت‌هایی می‌باشد که عبارتند از:

- شاید یکی از مهم‌ترین محدودیت‌های این تحقیق دوره زمانی پژوهش باشد. در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی تری در نظر گرفته می‌شد ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشته باشد.
- با توجه به محدود بودن جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.
- دسترسی به اعضای موظف و غیر موظف هیات مدیره برخی از شرکت‌ها از دیگر محدودیت‌های پژوهش حاضر است.

### پی‌نوشت

۱ Corporate Governance	۲ Gharib et al
۳ Okpara	۴ Brown at al
۵ Navissi at al	۶ Ditmar at al
۷ Daneshfar, Zeghal, Saei	۸ Nousheen & Ali Shah
۹ Investors Reaction	۱۰ RETURN
۱۱ Owned by institutional investors	۱۲ Concentration of ownership
۱۳ Ownership structure	۱۴ Independence of Board of Directors
۱۵ Unit root test	۱۶ stationary
۱۷ Harris-Tzavalis test	

### منابع

- Ahmadpoor, A. Kashanipoor, M. Shojaei, M, R. (2011). Effect of corporate governance and audit quality on the cost of financing through debt (borrowing) , Journal of The Iranian Accounting and Auditing Review, 17 (62) , 32-17 (in Persian)
- Ali Shah, Syed Zulfiqar. Tariq Bhutta, Nousheen. (2014). Investors' Reaction to the Implementation of Corporate Governance Mechanisms, Open Journal of Accounting, pp. 3-8
- Black, B. , Jang, H. , Kim, W. (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea.
- Brown, L. D. , Caylor, M.. (2004). Corporate Governance and Firm Performance, Presented at 15th Conference on Financial Economics and Accounting, University of Missouri.
- Daneshfar, A. Zeghal, D. Saei, M. J. (2005) The effect of market cycles on investors reaction to discretionary accruals International Conference for Accounting Educators /Bordeaux, Septembr, France (p. 84).

- Ditmar, A. , Mahrt-Smith,j. (2007) , corporate governance and the value of cash holdings, *Journal of Financial Economics* (83): 599-634.
- Emani Barandag, M. Jabbarzadeh Kankarloei, S. Abasi estemal, Mr. Mahmoodzadeh bagbani. S. (2011). The relationship between corporate governance mechanisms and return on shares in companies listed on the Tehran Stock Exchange, *National Conference on Information Transparency in Solving Financial Crises*
- Hassas yeganeh, Y. (2007). Corporate governance in Iran, *auditor Journal*, 32, 39-32 (in Persian)
- Hojjat, Gharib; Masoud, Aminifar; Saeed, hamed ; Hamed Aminifar. (2014). Evaluating the impact of corporate governance laws and regulations on market participants' reactions, *AENSI Journals, Advances in Environmental Biology*
- Mahmodi, V. Shirkavand, S. Salari, M. (2012). Study the reaction of shareholders to receive dividends and positive and negative news about companies listed on the Stock Exchange, *Journal of Financial Management and Accounting Perspective*, 1, 130-115 (in Persian)
- Modarres, A. Hoseyni, S, M. Raeisi, Z. (2010). The effect of institutional investors as one of the criteria of corporate governance on shareholder returns of companies listed in Tehran Stock Exchange, *Economic Research*, 5, 250-223 (in Persian)
- Moradi, M. Saeedi, M. Hamidreza, R. (2013). The relationship between duality, change in members, managerial ownership and Agency costs in companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Accounting empirical studies*, 2 (3) , 53-35 (in Persian)
- Namazi, M. Raeisi, Z. Hoseyni, S, M. (2014). The relationship between corporate governance and shareholder returns index of companies listed in Tehran Stock Exchange, *Journal of Stock Exchange*, 6 (22) , 52-25 (in Persian)
- Navissi, F. and Naiker, V. (2006). Intuitonal Ownership and Corporate Value, *Managerial Finance*, Vol 32 (3). pp. 247-256
- Okpara J. (2011). Corporate Governance in Developing Economy: Barriers, Issues, and Implications for Firms, *Corporate Governance*, 11 (2) , pp. 184-199
- Poorzamani, Z. Raza kharidar, H. (2014). The impact of major institutional owners on the value of the company, *Quarterly Journal of financial knowledge of securities*, 6 (4) , 89-79 (in Persian)
- Rahnamaie rodposhti, F. Heybati, F. Talebneya, G. nabavi chashmi, S. A. (2012). The presentation of the impact assessment pattern of Corporate Governance mechanisms on the Earnings Management in Tehran Stock Exchange, *Quarterly Journal of Management Accounting*, 5 (12) , 100-79 (in Persian)
- Sadegi sharif, S,J. Kaffash panjeh shahi, M. (2013). The ownership Structure Combinations Effect on the Return of the Accepted Companies in Tehran Stock Exchange, *Journal of The Iranian Accounting and Auditing Review*, 16 (55) , 66-51 (in Persian)
- Saeedi, A. Sheri gahi, A. (2013). Ownership structure and firm performance (evidence of Tehran Stock Exchange) , *Journal of Stock Exchange*, 5 (18) , 157-153 (in Persian)



- Talebneya, G. Rahimeian, N. Bagheri nobar, M. (2011). Studying the relation between Corporate Governance Mechanisms on the Amount of Created Shareholders Value, Journal of Management Accounting, 14 (11) , 64-53 (in Persian)
- Vaez, S, A. Karrahimogaddam, S. Elhaeisahar, m. (2011). Evaluate the company's performance and corporate governance in the ownership structure of listed companies in Tehran Stock Exchange, Journal of Financial Accounting, 2 (7) , 135-114 (in Persian)

## The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Investors' Reaction in Tehran Stock Exchange

Ali Asghar Motaghi<sup>1</sup>, Hojat Gharib<sup>2</sup>, Ramin Ghavi Panje<sup>3</sup>

Received : 2016/12/10

Approved: 2017/03/12

### Abstract

This study examines the impact of corporate governance mechanisms on the reaction of investors. In this study, the mechanisms of corporate governance have been considered as the independent variable and response investors as the dependent variable. Response' investors is measured by shareholder returns. In this study the mechanisms of corporate governance included institutional ownership, ownership concentration, ownership structure and board independence was evaluated. Research includes companies listed on Tehran Stock Exchange and the period from the beginning of the year 2007 till 2014, due to limitations in total, 176 companies were selected. Research hypotheses using pooled least squares regression showed that none of the corporate governance mechanisms studied in this research (institutional ownership, ownership concentration, ownership structure and independence of the board of directors) have any effect on the response investors. So all four of our research hypothesis that corporate governance mechanisms effect on the response investors, be rejected.

**Keywords** Corporate governance, Institutional ownership, Ownership concentration, Reaction investors.

**JEL classification:** O16

---

DOI: 10.22051/ijar.2017.9577.1111

<sup>1</sup> Assistant Professor of Accounting, Tabriz Branch of Islamic Azad University, Tabriz, Iran (iacpa\_abadnote@yahoo.com)

<sup>2</sup> MSc of Accounting, Tabriz Branch of Islamic Azad University, Tabriz, Iran (Hojjat.gharib69@yahoo.com, (Coressponding author)

<sup>3</sup> MSc of Accounting (r.ghavipankeh@yahoo.com)