

رابطه بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر علی باغانی^۱، نسترن احمدی^۲، حامد ستاک^۳

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۳

تاریخ دریافت: ۹۶/۷/۲۶

چکیده

در پژوهش حاضر، رابطه بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. شاخص‌های درصد سهام شناور آزاد، نوع حسابرس، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت اعضای غیرموظف و مادر بودن شرکت به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی و شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیار عدم تقارن اطلاعاتی در نظر گرفته شده‌اند؛ و از داده‌های ۹۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ و مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی، بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار، و بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد.

کلیدواژه‌ها: حاکمیت شرکتی، شاخص‌های حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

بازدهی مناسب با توجه به افق سرمایه‌گذاری و ریسک‌پذیری آنها هستند. نگرانی همیشگی گردانندگان این بازارها، رسیدن اطلاعات کافی و به موقع به این بازارها جهت یاری‌رساندن به سرمایه‌گذاران برای تجزیه و تحلیل اوراق بهادار و سهام موجود در این بازارها جین اخذ تصمیمات اقتصادی و با اهمیت است. عبارت «حاکمیت شرکتی» در دیدگاه گسترده به صورت مجموعه‌ای از روابط میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله مالکان، کارکنان، مشتریان، و دارندگان اوراق قرضه و مؤسسات تأمین اعتبار و غیره وجود دارد. چنین دیدگاهی

از مسائل مهمی که در سال‌های اخیر در پی افشای شکست‌های مالی گسترده در سطح شرکت‌های بزرگ، توجه محققان را جلب کرده و به عنوان مسئله‌ای اساسی برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع نظام حاکمیت شرکتی است که موارد آن عبارت‌اند از: لزوم نظارت بر مدیریت شرکت، تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن، و حفظ حقوق سرمایه‌گذاران. از سوی دیگر، سرمایه‌گذاران و مشارکت‌کنندگان در بازارها، در پی شناسایی گزینه‌ها و شرکت‌های مناسب برای سرمایه‌گذاری به منظور کسب

Ali.baghani.58@gmail.com

n.ahmadi.ses@gmail.com

۱. استادیار دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب، دانشکده اقتصاد و حسابداری.

۲. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب.

۳. دانشجوی دکتری مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب.

و به‌طور کلی، کاهش سود حاصل از معاملات در بازارهای سرمایه (خدامی‌پور و قدیری، ۱۳۸۹: ۲۳).

این نابرابری اطلاعاتی میان دو گروه از بازیگران این بازارها بروز می‌کند. یک قسم از عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت به‌عنوان دارندگان اطلاعات نهانی شرکت از یک سو و افراد برون‌سازمانی به‌عنوان افراد نیازمند اطلاعات جهت ارزیابی توانایی سودآوری شرکت و نحوه ایفای وظیفهٔ مباشرتی مدیریت و ارزیابی عملکرد وی از سوی دیگر روی می‌دهد که از نبود اطلاعات کافی درباب شیوهٔ عملکرد مدیریت برای سرمایه‌گذاران پیش می‌آید و از ناتوانی سرمایه‌گذاران برای مشاهدهٔ نتایج عملکرد مدیریت عارض می‌شود.

از آنجا که در یک بازار کارآ قیمت‌های سهام برپایهٔ تمامی اطلاعات در دسترس به‌دست می‌آید، ناکافی بودن اطلاعات به خودی خود در شکل‌گیری نادرست قیمت‌ها نمود می‌یابد و این حالت به گونه‌ای در قیمت‌گذاری اریب یا غیرواقعی در بازار می‌انجامد (جونز، ۲۰۰۰: ۳۳). وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع آنها در قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. بورس اوراق بهادار به ایجاد یک بازار کارآ موظف است به گونه‌ای که هر لحظه بتوان اوراق بهادار را به قیمت عادلانه معامله کرد. افزایش سطح کارایی بازار موجب می‌شود سازوکار کشف قیمت بهبود یابد، در نتیجه قیمت‌گذاری بهینه شود و امکان پیش‌بینی منطقی روند قیمت‌ها بالا برود. هرگاه قیمت‌های تعیین‌شده در یک بازار اوراق بهادار که بازتاب‌دهندهٔ تمامی اطلاعات مربوط است، در دسترس باشد، قیمت‌های مزبور را می‌توان معیارهای مناسبی برای تخصیص بهینهٔ سرمایه‌های کمیاب به‌شمار آورد، و بهبود شفافیت به نوبهٔ خود موجب می‌شود رقابت بین فعالان بازار افزایش یابد و مناسبات موجود میان اعضای بازار و سرمایه‌گذاران را تقویت شود و امر نظارت و اجرای قوانین آسان شود (صفاریان، ۱۳۸۱: ۲۸).

زمانی که یکی از طرفین معامله در مقایسه با طرف دیگر،

از نظریهٔ ذی‌نفعان ثبات می‌گیرد. در مطالعات وسیعی بیان شده است که موجی از رسوایی‌های حسابداری را می‌توان به کیفیت پایین حاکمیت شرکتی در نظارت بر اعمال گزارشگری مالی مربوط دانست (اگراوال^۱ و چادها^۲، ۲۰۰۵). در واکنش به این رسوایی‌ها، قانونگذاران قوانین جدیدی را به‌منظور بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی وضع کرده‌اند که این قوانین طبعاً به افزایش کیفیت گزارشگری منجر شده است (بیرد^۳ و همکاران، ۲۰۰۶). یافته‌های گل و تسویی (۲۰۰۱) بر مؤثر بودن حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک سیستم نظارتی دلالت دارد. حاکمیت شرکتی، سیستمی است که برای دستیابی به اهداف شرکت بر عملکرد نظارت می‌کند و اهداف مدیریت را با اهداف مالکان در یک راستا قرار می‌دهد (OECD، ۱۲، ۱۹۹۹).

حاکمیت شرکتی عبارت است از فرایند نظارت و کنترل برای تضمین اینکه مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران عمل می‌کند؛ سیستمی که با آن، شرکت‌ها هدایت و کنترل می‌شوند (IFAC، ۲۵، ۲۰۰۴). سیستم حاکمیت شرکتی را می‌توان مجموعهٔ قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، و روش‌هایی دانست که تعیین می‌کند شرکت‌ها چگونه و به نفع چه کسی اداره می‌شوند (تری‌گر، ۱۹۸۴: ۳۱). اعتقادی که در شرکت‌ها وجود دارد، این است که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخشی واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند، و در نتیجه آن است که در شرکت‌ها می‌توان بازده بهینه‌ای برای کلیهٔ ذی‌نفعان ارائه داد.

نبود اطلاعات کافی و معتبر و توزیع نابرابر آنها در این بازارها، به اخذ تصمیمات ضعیف مشارکت‌کنندگان در این بازارها و تخصیص غیربهینهٔ منابع مالی آنها منجر می‌شود که این پدیده در ادبیات حسابداری به عدم تقارن اطلاعاتی معروف است. عدم تقارن اطلاعاتی، مسئله‌ای مهم و شناخته‌شده در پژوهش‌های حسابداری است (فروغ نژاد و مرادی‌جز، ۱۳۹۲: ۴۰). عدم تقارن اطلاعاتی^۴، پیامدهای نامطلوب مختلفی در پی دارد، از جمله: کاهش کارایی بازار، افزایش هزینه‌های معاملاتی، ضعف بازار، نقض‌شدگی پایین

1. Agrawal, A.

2. Chadha, S.

3. Bierd, H

4. information asymmetry

در این تحقیق سعی می‌شود به پرسش‌های زیر پاسخ داده شود:

۱. آیا بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت وجود رابطه، جهت آن چگونه است؟
۲. آیا بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟ و در صورت وجود رابطه، جهت آن چگونه است؟

پیشینه پژوهش

کرمر و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی با عنوان «تلاقی مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در عدم اطمینان محیطی»، رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را با در نظر گرفتن عدم اطمینان محیطی بررسی کردند؛ و برای کمی‌سازی متغیر مدیریت سود از مدل کوتاری^۱ و همکاران، و برای عدم تقارن اطلاعاتی از دو متغیر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نوسان قیمت سهام استفاده کردند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ و به طور کلی، پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که عدم اطمینان محیطی به تضعیف رابطه بین مدیریت سود و عدم تقارن اطلاعاتی منجر می‌شود.

وانگ و کمپل (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان «حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی»، داده‌های مربوط به ۱۳۲۹ شرکت در کشور چین را با این قصد بررسی کردند که مشخص کنند استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی، مالکیت دولتی و هیئت‌مدیره چگونه بر مدیریت سود تأثیر می‌گذارند؛ و به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی به کاهش مدیریت سود در محیط کشور چین منجر می‌شود. با این حال، به نظر نمی‌رسید که کاربرد استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی به تضعیف مدیریت سود منجر شود. آنان همچنین نتیجه گرفتند که وقتی مالکیت دولتی مورد ندارد (مالکیت خصوصی وجود دارد)،

مزیت اطلاعاتی داشته باشد، می‌گویند سیستم اقتصادی از دیدگاه اطلاعات، نامتقارن است. در تئوری حسابداری، مسئله نامتقارن بودن اطلاعات اهمیت زیادی دارد؛ زیرا بازارهای اوراق بهادار دستخوش تهدیدهای ناشی از مسئله عدم تقارن اطلاعاتی قرار می‌گیرند و این به دلیل وجود اطلاعات درون‌سازمانی است. حتی اگر قیمت، همه اطلاعات موجود در بازار و در دسترس همگان را به طور کامل منعکس کند، باز هم این احتمال وجود دارد که افراد درون سازمان، بیشتر از افراد خارج از سازمان اطلاعات داشته باشند. در این شرایط، این افراد از مزیت داشتن اطلاعات استفاده می‌کنند و به منافع بیشتری دست می‌یابند (اسکات، ۲۰۰۳: ۵۱).

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری، کسب سود و نهایتاً به حداکثر رساندن ثروتشان است؛ که برای تحقق بخشیدن به آن، در دارایی‌هایی که بازدهی بالا و ریسک نسبتاً پایین‌تری دارند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه نرخ بازده بیش از نرخ مورد انتظار باشد، ارزش آن دارایی بیشتر و ثروت آن نیز افزایش می‌یابد. اصطلاح نرخ بازده (نرخ عایدی)، برای توصیف نرخ افزایش یا کاهش سرمایه‌گذاری در طول دوره نگهداری دارایی به کار می‌رود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳: ۳۶)، و به سودی که از یک سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود، گفته می‌شود. به عبارت دیگر، بازده را می‌توان تغییر در ارزش یک دارایی در پایان یک مقطع زمانی نسبت به ابتدای همان مقطع تعریف کرد. این تغییر ارزش، ناشی از تغییر در قیمت به اضافه هرگونه سود پرداختی است. به منظور اندازه‌گیری نرخ بازده سرمایه‌گذاری، عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری را بر مبلغ اولیه سرمایه‌گذاری تقسیم می‌کنند.

حاکمیت شرکتی به دلیل اهمیت موضوعی آن، توجه بسیاری از محققان را جلب کرده است و بررسی‌های زیادی درباره آن وجود دارد، اما توجه به جنبه رابطه آن با عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام شرکت در ایران مطلبی جدید است و تاکنون تحقیقی در این راستا در کشور ما صورت نگرفته است و تحلیل نتایج حاصل از آن می‌تواند راه‌گشای پاسخ به پرسش‌های بسیاری باشد.

هیئت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی به‌عنوان متغیرهای مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان متغیر وابسته را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند؛ و فرضیه خود را با استفاده از یک نمونه صدویازده شرکتی در بازه ۸۱ تا ۸۵ آزمودند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱)، در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی»، رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی را بررسی کردند. در این پژوهش، ارزش ایجادشده برای سهامداران با استفاده از مدل فرناندز و ارزش افزوده اقتصادی با مدل ارائه‌شده استیورت اندازگیری شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی موردبررسی در این پژوهش، چهار مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه، و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجادشده برای سهامداران رابطه دارند. همچنین، از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی موردبررسی در این پژوهش، سه مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

اهمیت موضوع

با جداسدن مالکیت و مدیریت در شرکت‌های سهامی، مدیران به‌عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند. با گذشت زمان، این رابطه نمایندگی موجب شده است بین مدیران و سهامداران تضاد منافع به‌وجود آید که به آن مشکل نمایندگی گفته می‌شود؛ یعنی این امکان بالقوه که مدیران تصمیماتی اتخاذ کنند که در جهت منافع خودشان و عکس منافع سهامداران باشد. یکی از عوامل شکل‌دهی مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران، عدم شفافیت اطلاعاتی

افزایش تعداد اعضای هیئت مدیره مستقل رویه مناسبی برای کاهش مدیریت سود است.

لین و همکاران (۲۰۱۲)، در پژوهشی با عنوان «عدم تقارن اطلاعاتی و ریسک نقدشوندگی»، عوامل تعیین‌کننده عدم تقارن اطلاعاتی را با متغیرهای شرکت و بازار بررسی کردند. در این پژوهش، برای کمی‌کردن عدم تقارن اطلاعاتی از شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش استفاده شد؛ و پژوهشگران با استفاده از تحلیل رگرسیونی، اثر متغیرهای مختص شرکت و نیز متغیرهای بازار را بر عدم تقارن اطلاعاتی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که عدم تقارن اطلاعاتی با حجم معاملات و تعداد معاملات، رابطه منفی و با ریسک نقدشوندگی هر شرکت، رابطه مثبت دارد. درمقابل، در این تحقیق، رابطه معناداری میان نقدشوندگی بازار و ریسک نقدشوندگی بازار با عدم تقارن اطلاعاتی ارائه نشد.

باهاتاچاریا^۲ و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهش خود رابطه میان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که کیفیت پایین سود، به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی منجر می‌شود.

در پژوهشی دیگر، واسان و بهون (۲۰۱۰) رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که میان دامنه تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان نماینده عدم تقارن اطلاعاتی و اقلام تعهدی، رابطه معناداری مشاهده نشده است.

استیفن (۲۰۱۰) نیز در پژوهش خود، رابطه بین سود حسابداری و جریان نقدی با بازده سهامداران در شرایط تقارن و عدم تقارن اطلاعاتی را بررسی کرد؛ و نتیجه گرفت در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سود حسابداری در مقایسه با جریان نقدی، محتوای اطلاعاتی بیشتری دارد. اما با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، معیارهای جریان نقدی در توضیح عملکرد بازار سهام مرتبط‌تر است.

اعتمادی و رسائیان (۱۳۸۹)، در پژوهشی با عنوان «رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام»، رابطه ابزارهای حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف

بین آنها بوده است و به همین دلیل سهامداران نمی‌توانند اعمال و فعالیت‌های مدیران را به‌طور مستمر کنترل کنند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت افشا و شفاف‌سازی مناسب اطلاعات بنگاه‌های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذی‌نفع، باید نظارت و مراقبت کافی به‌عمل آید؛ و اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه، مستلزم وجود سازوکارهای مناسب است. ازجمله این سازوکارها، طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. حاکمیت شرکتی، مجموعه مکانیزم‌های کنترل داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت‌ها چگونه اداره شوند و چه کسانی آنها را اداره کنند و روند مناسب پاسخگویی و انتشار مناسب اطلاعات شرکت به ذی‌نفعان چگونه باید باشد؛ لذا حاکمیت شرکتی فرایندی است که موجب می‌شود شفافیت اطلاعاتی شرکت که مدیران آن را تهیه می‌کنند، کیفیت بالاتری داشته باشد (معین‌الدین و دهقان، ۱۳۹۱: ۱۰). اهمیت این پژوهش را می‌توان از جوانب مختلف بررسی کرد: از نظر سهامداران شرکت‌ها، از زاویه سازمان بورس اوراق بهادار، و اقتصاد کشور. حاکمیت شرکتی به‌دلیل اهمیت موضوعی آن، توجه بسیاری از محققان را جلب کرده است و بررسی‌های زیادی درباره آن وجود دارد، اما توجه به جنبه رابطه آن با عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام شرکت در ایران مطلبی جدید است و تاکنون تحقیقی در این راستا در کشور ما صورت نگرفته است و تحلیل نتایج حاصل از آن می‌تواند راه‌گشای پاسخ به پرسش‌های بسیاری باشد.

فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش از نوع همبستگی و هدف تحقیق کاربردی است که در آن، از اطلاعات واقعی و روش‌های مختلف آماری برای رد یا عدم رد فرضیه‌ها استفاده می‌شود. پژوهش در حوزه تئوری اثباتی قرار می‌گیرد و مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی، و گردآوری اطلاعات برای تأیید یا رد فرضیه‌ها در قالب استقرایی است. با توجه به پرسش‌های پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر

ارائه می‌شود:

فرضیه اصلی اول: بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی اول را می‌توان در قالب فرضیه‌های فرعی زیر در نظر گرفت:

فرضیه فرعی اول: بین درصد سهام شناور آزاد و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین نوع حسابرس و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نسبت اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین مادر (اصلی) بودن شرکت و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین شاخص توانایی حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی سوم: بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جامعه آماری، قلمرو زمانی، و روند پژوهش

جامعه آماری پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌استثنای بانک‌ها و مؤسسات مالی و اعتباری و شرکت‌هایی که فعالیت اصلی آنها در زمینه سرمایه‌گذاری است، تشکیل می‌دهد. اطلاعات مربوط به شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و مؤسسات مالی اعتباری، به‌دلیل همگن نبودن اطلاعات مالی آنها با سایر شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، کنار گذاشته شده است. نمونه آماری در این پژوهش، کلیه شرکت‌های عضو جامعه آماری که شرایط زیر را داشته‌اند، به‌عنوان شرکت‌های عضو نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. شرکت‌های موردنظر جزو بانک‌ها، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند؛

۲. پایان سال مالی شرکت، منطبق بر پایان اسفندماه باشد؛
 ۳. شرکت، تغییر سال مالی و تغییر فعالیت نداشته باشد؛
 ۴. شرکت‌های موردنظر از ابتدا تا انتهای تحقیق در عضویت بورس اوراق بهادار باشند؛
 ۵. سهام شرکت حداقل سه ماه یک بار معامله شده باشد.
 قلمرو زمانی پژوهش حاضر، سال‌های بین ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ را دربر می‌گیرد؛ و ۹۴ شرکت به‌عنوان نمونه آماری برای آزمون فرضیه این پژوهش انتخاب شده است.
 با توجه به پژوهش لی پنجمو همکاران (۲۰۱۲)، در این پژوهش برای آزمون فرضیه اصلی اول و دوم، از مدل زیر استفاده شده است:

$$BAS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CGI_{i,t} + \alpha_2 Ln(TA_{i,t}) + \alpha_3 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل:

$R_{i,t}$ عبارت است از بازده سهام شرکت i در سال t ؛
 $Beta_{i,t}$ عبارت است از ریسک سیستماتیک شرکت i در سال t ؛
 $BTM_{i,t}$ عبارت است از ارزش دفتری سهام به ارزش بازار شرکت i در سال t ؛
 $Size_{i,t}$ عبارت است از اندازه (لگاریتم طبیعی ارزش بازار) شرکت i در سال t ؛
 $PTE_{i,t}$ عبارت است از ارزش بازار سهام به عایدی هر سهم شرکت i در سال t .
 در این تحقیق، شاخص حاکمیت شرکتی بر مبنای پژوهش نیکومرام و محمدزاده سالطه (۱۳۸۹) کمی‌سازی می‌شود.

در این مدل:

$CGI_{i,t}$ عبارت است از شاخص حاکمیت شرکتی شرکت i در سال t ؛
 $BAS_{i,t}$ عبارت است از شاخص عدم تقارن اطلاعاتی؛
 $TA_{i,t}$ عبارت است از کل دارایی‌های شرکت i در سال t ؛
 $LEV_{i,t}$ عبارت است از اهرم مالی (نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) شرکت i در سال t ؛

$\varepsilon_{i,t}$ عبارت است از مقدار باقی‌مانده برای شرکت i در سال t .

این مدل ابتدا بر اساس شاخص‌های حاکمیت شرکتی (نسبت اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره، میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، مادر یا اصلی بودن شرکت موردبررسی، دولتی یا خصوصی بودن مالکیت، درصد سهام شناور آزاد و نوع حسابرسان) برای بررسی فرضیه اصلی اول (فرضیه‌های فرعی اول تا پنجم) و سپس به صورت جداگانه بر مبنای متغیر شاخص توانایی حاکمیت شرکتی بررسی شده است.

علاوه بر مدل فوق، با توجه به مدل مفهومی و پژوهش لی و همکاران (۲۰۱۲) و دات و جنر (۲۰۱۳) برای آزمون فرضیه سوم پژوهش از مدل زیر استفاده شده است:

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BAS_{i,t} + \beta_2 Beta_{i,t} + \beta_3 BTM_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 PTE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها:

۱. نسبت اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره: این متغیر نشان‌دهنده نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره است؛ که میانگین کل آن برای دوره پژوهش محاسبه می‌شود. برای شرکت‌هایی که درصد اعضای غیرموظف بالاتری نسبت به میانگین داشته باشند، ارزش یک و برای بقیه ارزش صفر داده می‌شود.

۲. میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی: این متغیر نشان‌دهنده درصد سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامدار شرکت است که در اکثر موارد از یادداشت‌های ضمیمه صورت‌های مالی اساسی شرکت‌ها و یا صورت‌جلسات مجامع عمومی این شاخص به دست می‌آید. در این تحقیق، به شرکت دارای سه سهامدار نهادی که مجموع درصد سهام آنها بالای ۵۰ درصد باشد، ارزش یک و برای مابقی ارزش صفر لحاظ می‌شود.

۳. مادر (اصلی) بودن شرکت موردبررسی: این متغیر نشان می‌دهد که آیا شرکت موردبررسی تحت کنترل شرکت دیگری است یا نه. برای اندازه‌گیری این متغیر، اگر شرکت موردبررسی شرکت مادر باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

۴. درصد سهام شناور آزاد: منظور از سهام شناور آزاد،

bid عبارت است از میانگین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در سال t .

برای اندازه‌گیری معیار بازدهی، از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$RET_{i,t} = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)P_1 - (P_0 + \alpha_1(1000))}{P_0 + \alpha_1(1000)}$$

که در آن:

α_1 ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی است؛

α_2 ، درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها است؛

P_1 ، قیمت سهام در پایان دوره است؛

P_0 قیمت سهام در ابتدای دوره است.

در پژوهش جاری، برای کمی‌سازی اهرم مالی، از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

دارایی‌ها در مدل به عنوان معیار اندازه شرکت به کار می‌رود که برای کمی‌سازی آن، از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده می‌شود.

بتا همان ریسک سیستماتیک شرکت است که برای اندازه‌گیری آن از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\beta_{i,t} = \frac{\text{cov}(i, m)}{\text{var}(m)}$$

برای کمی‌سازی متغیر اندازه، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود.

در مدل اول، متغیر حاکمیت شرکتی متغیر مستقل، و متغیر عدم تقارن اطلاعاتی متغیر وابسته است؛ و در مدل دوم، متغیر عدم تقارن اطلاعاتی متغیر مستقل، و متغیر بازده سهام متغیر وابسته است.

یافته‌های پژوهش

فرضیه‌های تحقیق حاضر با استفاده از اطلاعات گردآوری شده از شرکت‌های نمونه و اجرای آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره بررسی و براساس قواعد آماری و با توجه به

مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد؛ یعنی این سهام در مالکیت دارندگانی است که آماده‌اند در صورت اخذ قیمت مناسب، آن را برای فروش عرضه کنند. در این تحقیق، برای شرکت‌هایی که میزان سهام شناور آنها کوچک‌تر از میانگین کل نمونه در دوره پژوهش باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر در نظر گرفته می‌شود.

۵. نوع حسابرسی: این شاخص نشان‌دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت را کدام گروه از حسابرسان حسابرسی و بررسی کرده‌اند. در صورتی که مرجع حسابرسی شرکت، سازمان حسابرسی باشد، به آن ارزش یک و اگر مؤسسات حسابرسی باشد، ارزش صفر تعلق می‌گیرد.

پس از مشخص شدن متغیرهای شاخص حاکمیت شرکتی، توانایی حاکمیت شرکتی به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$CGINDEX = \frac{\sum_{j=1}^m d_j}{\sum_{j=1}^n H_j}$$

$\sum_{j=1}^m d_j$ بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند و $\sum_{j=1}^n H_j$ بیانگر کلیه اقلامی است که ارزش‌های صفر یا یک درمورد آنها لحاظ شده است. به این ترتیب، در مورد هر شرکت، شاخص حاکمیت شرکتی در دامنه صفر تا یک قرار خواهد گرفت (نیکومرام و محمدزاده سالطه، ۱۳۸۹).

در این پژوهش، معیار عدم تقارن اطلاعاتی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام است که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می‌شود (لین و همکاران، ۲۰۱۲):

$$BAS_{i,t} = \frac{ask - bid}{ask + bid} * 100\%$$

که در آن:

$BAS_{i,t}$ عبارت است از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت i در سال t ؛

ask عبارت است از میانگین قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در سال t ؛

شاخص‌های مشاهده‌شده درمورد فرضیه‌ها تصمیم‌گیری خواهد شد. با توجه به نوع داده‌ها، برای تحلیل مدل پژوهش از مجموعه داده‌های ترکیبی استفاده شده است؛ بدین ترتیب که چند شرکت در طول زمان بررسی و تجزیه و تحلیل شده‌اند.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شاخص آماری متغیر	نماد متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	مشاهدات سال = شرکت
شاخص عدم تقارن اطلاعاتی	BAS_{it}	۰/۳۱۵	۰/۳۸۲	۰/۰۰۱	۱/۹۲	۴۷۰
شاخص حاکمیت شرکتی	CGI_{it}	۰/۴۴۸	۰/۲۶۲	۰	۱	۴۷۰
دارایی‌ها	$Ln(TA_{it})$	۱۳/۵۵	۱/۳۸	۱۰/۰۳	۱۷/۹۴	۴۷۰
اهرم مالی	LEV_{it}	۰/۶۳۸	۰/۲۲	۰/۰۴	۱/۴۴	۴۷۰
بازده	R_{it}	۰/۳۲۶	۰/۴۶	-۰/۷۸۴	۱/۹۶	۴۷۰
بتا	$Beta_{it}$	۰/۴۴	۰/۶۷	-۲/۶۹	۳/۲۲	۴۷۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM	۰/۶۹	۰/۵۸	-۰/۷۳۷	۴/۳۸	۴۷۰
اندازه	$Size_{it}$	۱۲/۹۱	۱/۴۸	۹/۴۵	۱۷/۲	۴۷۰
قیمت به عایدی هر سهم	PTE_{it}	۵/۸۸	۴/۹۱	-۱/۷۸	۳۵/۲۴	۴۷۰

با توجه به نتایج منعکس در جدول بالا، میانگین مربوط به شاخص عدم تقارن اطلاعاتی ۰/۳۱۵ است. حداقل مقدار این شاخص ۰/۰۰۱ و مربوط به شرکت داروسازی فارابی در سال ۱۳۸۸ و حداکثر مقدار آن ۱/۹۲ و مربوط به شرکت نفت پارس در سال ۱۳۹۰ است. میانگین متغیر شاخص حاکمیت شرکتی برای شرکت‌های نمونه ۰/۴۴۸ و میانگین متغیر بازده سهام برای شرکت‌های نمونه ۳۲ درصد است، یعنی سهام شرکت‌های عضو نمونه در دوره پژوهش به‌طور میانگین ۳۲ درصد بازدهی داشته است. حداقل مقدار متغیر بازده -۰/۷۸ و مربوط به شرکت سرب و روی در سال ۱۳۸۷ و بیشترین مقدار آن مربوط به شرکت شهید قندی در سال ۱۳۸۸ است.

جدول ۲. نتایج مربوط به آزمون‌های استفاده‌شده برای فرضیه اصلی اول

شاخص آماری و نتیجه	آماره آزمون	مقدار احتمال	نتیجه
F لیمر	۲/۲۴	۰/۰۰۰	تابلویی
هاسمن	۴۲/۳۲	۰/۰۰۵	اثرات ثابت

جدول ۳. نتایج تخمین مدل اول پژوهش برای فرضیه اصلی اول

$$BAS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Fflo_{it} + \alpha_2 Au_{it} + \alpha_3 Ins_{it} + \alpha_4 Bi_{it} + \alpha_5 H_{it} + \alpha_6 Ln(TA_{it}) + \alpha_7 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

شاخص آماری	نماد متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال
عرض از مبدأ	α_0	۰/۶۶	۰/۰۹۱	۷/۲۵	۰/۰۰۰
سهام شناور	$Fflo_{it}$	-۰/۰۲۱	۰/۰۱	-۲/۰۳	۰/۰۴۲
نوع حسابرس	Au_{it}	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۱/۰۸	۰/۲۷۹
مالکیت نهادی	Ins_{it}	-۰/۰۰۵	۰/۰۱۴	-۰/۳۸	۰/۷۰۳
استقلال هیئت‌مدیره	Bi_{it}	-۰/۰۰۸	۰/۰۱۶	-۵/۴۱	۰/۰۰۰
مادربودن شرکت	H_{it}	-۰/۰۷۲	۰/۰۲۲	۳/۱۵	۰/۰۰۲
دارایی‌ها	LEV_{it}	-۰/۰۲۸	۰/۰۰۶	-۴/۰۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	TA_{it}	۰/۰۱۷	۰/۰۳۳	۰/۵۲	۰/۶۰۳
آماره F فیشر (احتمال): ۷۵/۸۳ (۰/۰۰۰۰)		ضریب تعیین تعدیل‌شده (R^2): ۰/۱۴			

مقدار از سطح خطای ۵ درصد بالاتر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) رابطه معناداری ندارد. بنابراین، فرضیه فرعی سوم پژوهش (بین مالکیت نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد) در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمی‌شود.

مقدار احتمال استقلال هیئت‌مدیره ۰/۰۰۰ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) رابطه معناداری دارد؛ و با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (۰/۰۸-) نیز می‌توان استدلال کرد که این متغیر با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی دارد. بنابراین، فرضیه فرعی چهارم پژوهش (بین استقلال هیئت‌مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد) تأیید می‌شود.

مقدار احتمال متغیر مادربودن ۰/۰۰۲ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری دارد؛ و با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (۰/۰۷۲-) نیز می‌توان استدلال کرد که این متغیر با عدم تقارن اطلاعاتی

با توجه به نتایج جدول ۳-۱ می‌توان نتیجه گرفت که سطح معناداری F فیشر کمتر از ۱ درصد است، پس می‌توان گفت این مدل با احتمال ۹۹ درصد معنادار است؛ به دیگر سخن، این مدل اعتبار بالایی دارد. مقدار احتمال متغیر سهام شناور ۰/۰۴۲ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) رابطه معناداری دارد، و با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (۰/۰۲۱-)، می‌توان استدلال کرد که این متغیر با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی دارد. بنابراین، فرضیه فرعی اول پژوهش (بین سهام شناور و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی‌داری وجود دارد) تأیید می‌شود.

مقدار احتمال متغیر نوع حسابرس ۰/۲۷ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد بالاتر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) رابطه معناداری ندارد. بنابراین، فرضیه فرعی دوم (بین نوع حسابرس و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد) در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمی‌شود.

مقدار احتمال متغیر مالکیت نهادی ۰/۷ است که این

رابطه منفی دارد. بنابراین، فرضیه فرعی پنجم پژوهش (بین استقلال هیئت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد) تأیید می شود.

به طور کلی، درباره متغیرهای کنترلی می توان گفت که از بین دو متغیر (اهرم مالی و دارایی ها)، متغیر دارایی ها رابطه معناداری با عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

جدول ۴. نتایج تخمین مدل اول پژوهش برای فرضیه اصلی دوم

$$BAS_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CGI_{it} + \alpha_2 Ln(TA_{it}) + \alpha_3 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

شاخص آماری متغیر	نماد متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال
عرض از مبدأ	α_0	۰/۶۲	۰/۰۶۷	۹/۹۳	۰/۰۰۰
شاخص حاکمیت شرکتی	CGI_{it}	-۰/۰۷۲	۰/۰۰۷	۱۰/۳۵	۰/۰۰۰
دارایی ها	$Ln(TA_{it})$	-۰/۰۳۱	۰/۰۰۵	-۶/۰۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV_{it}	۰/۰۵۶	۰/۰۱۲	۴/۳۹	۰/۰۰۰
آماره F فیشر (احتمال): ۱۲۵/۳۱ (۰/۰۰۰۰) ضریب تعیین تعدیل شده (R^2): ۰/۱۴					

براساس جدول ۴-۱، مقدار احتمال متغیر شاخص حاکمیت شرکتی ۰/۰۰۰ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین تر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (عدم تقارن اطلاعاتی) رابطه معناداری دارد؛ و با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (-۰/۰۷۲) نیز می توان استدلال کرد که این متغیر با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی دارد. بنابراین، فرضیه اصلی دوم پژوهش (بین شاخص حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معناداری وجود دارد) تأیید می شود.

بنابراین، به طور کلی، هر دو فرضیه اصلی اول و دوم تأیید می شوند.

برای بررسی فرضیه اصلی سوم، از مدل زیر استفاده شده است:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 BAS_{it} + \beta_2 Beta_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 PTE_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۵. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش برای فرضیه اصلی سوم

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 BAS_{it} + \beta_2 Beta_{it} + \beta_3 BTM_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 PTE_{it} + \varepsilon_{it}$$

شاخص آماری متغیر	نماد متغیر	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال
عرض از مبدأ	α_0	-۰/۰۸	۰/۰۲۶	-۳/۱۴	۰/۰۰۲
عدم تقارن اطلاعاتی	BAS_{it}	-۰/۰۸	۰/۰۳۷	-۲/۱۲	۰/۰۳۴
بتا	$Beta_{it}$	۰/۰۹	۰/۰۲۱	۴/۵	۰/۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	BTM_{it}	-۰/۱۵	۰/۰۲۴	-۶/۱۴	۰/۰۰۰
اندازه	$Size_{it}$	۰/۰۳	۰/۰۰۹	۳/۲۳	۰/۰۰۱
قیمت به عایدی هر سهم	PTE_{it}	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۱/۹۲	۰/۰۵۵
آماره F فیشر (احتمال): ۱۹/۴۸ (۰/۰۰۰۰) ضریب تعیین تعدیل شده (R^2): ۰/۰۹					

به عایدی هر سهم) با بازده سهام رابطه معناداری دارند.

نتیجه‌گیری

از آنجا که هدف از اجرای این تحقیق، بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی و نیز عدم تقارن اطلاعاتی با بازده سهام است و نظر به ماهیت این پژوهش و روشی که در آن به کار رفت، این تحقیق از نوع توصیفی - همبستگی به شمار می‌رود، و از نظر نوع مطالعه و نحوه گردآوری داده‌ها و ادبیات، میدانی - کتابخانه‌ای است. این پژوهش اساساً برای بهبود و ارتقای دانش موجود پیرامون عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام انجام شد و از این منظر تحقیقی بنیادی یا محض به شمار می‌رود؛ با این حال ممکن است نتایج آن در عمل نیز کاربردهای مشخصی داشته باشد و از این نگاه بتوان آن را پژوهشی کاربردی به حساب آورد. خلاصه نتایج فرضیات به شرح جدول‌های ۶ تا ۹ است.

براساس جدول ۵-۱، مقدار احتمال متغیر عدم تقارن اطلاعاتی ۰/۰۳۴ است که این مقدار از سطح خطای ۵ درصد پایین‌تر است و حکایت از آن دارد که این متغیر با متغیر وابسته (بازده سهام) رابطه معناداری دارد؛ و با توجه به علامت ضریب متغیر مذکور (۰/۰۸-) نیز می‌توان استدلال کرد که این متغیر با بازده سهام رابطه منفی دارد. از لحاظ نظری هم انتظار می‌رفت بین متغیر عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام رابطه معنادار وجود داشته باشد. این رابطه به لحاظ تجربی نیز تأیید می‌شود. بنابراین، فرضیه اصلی سوم پژوهش (بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد) تأیید می‌شود.

و درباره متغیرهای کنترلی می‌توان گفت که هر چهار متغیر کنترلی (بتا، ارزش دفتری به ارزش بازار، اندازه و قیمت

جدول ۶. نتایج فرضیه اصلی اول

متغیرها	نوع متغیر	ضریب برآوردی	نتیجه
سهام شناور	مستقل	-۰/۰۲۱	وجود رابطه معنادار و منفی
نوع حسابرس	مستقل	۰/۰۱۷	وجود رابطه معنادار و مثبت
مالکیت نهادی	مستقل	-۰/۰۰۵	نبود رابطه معنادار
استقلال هیئت‌مدیره	مستقل	-۰/۰۰۸	وجود رابطه معنادار و منفی
مادربودن شرکت	مستقل	-۰/۰۷۲	وجود رابطه معنادار و منفی
دارایی‌ها	کنترلی	۰/۰۱۷	وجود رابطه معنادار و منفی
اهرم مالی	کنترلی	-۰/۰۲۸	نبود رابطه معنادار

عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی وجود دارد؛ و بین شاخص‌های نوع حسابرس و سهامداران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی (شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام) رابطه معنادار وجود ندارد.

داده‌های جدول ۶ حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، بین معیارهای حاکمیت شرکتی (درصد سهام شناور آزاد، نوع حسابرس، استقلال هیئت‌مدیره، سهامداران نهادی و مادربودن شرکت) و شاخص‌های درصد سهام شناور، استقلال هیئت‌مدیره و مادربودن شرکت با متغیر

جدول ۷. نتایج فرضیه اصلی دوم

متغیرها	نوع متغیر	ضریب برآوردی	نتیجه
شاخص حاکمیت شرکتی	مستقل	-۰/۰۷۲	وجود رابطه معنادار و منفی
دارایی‌ها	مستقل	-۰/۰۳۱	وجود رابطه معنادار و منفی
اهرم مالی	مستقل	۰/۰۵۶	وجود رابطه معنادار و مثبت

جدول ۷ نشان می‌دهد که بین شاخص حاکمیت شرکتی (ترکیب پنج شاخص درصد سهام شناور آزاد، نوع حسابرس، استقلال هیئت‌مدیره، سهامداران نهادی، و مادر بودن شرکت) و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی وجود دارد.

جدول ۸. نتایج فرضیه اصلی سوم

متغیرها	نوع متغیر	ضریب برآوردی	نتیجه
عدم تقارن اطلاعاتی	مستقل	-۰/۰۸	وجود رابطه معنادار و منفی
بتا	کنترلی	۰/۰۹	وجود رابطه معنادار و مثبت
ارزش دفتری به ارزش بازار	کنترلی	-۰/۱۵	وجود رابطه معنادار و منفی
اندازه	کنترلی	۰/۰۳	وجود رابطه معنادار و مثبت
قیمت به عایدی هر سهم	کنترلی	۰/۰۰۵	وجود رابطه معنادار و مثبت

یافته‌های ارائه‌شده در این جدول حاکی از آن است که بین عدم تقارن اطلاعاتی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. و به‌طور کلی، با توجه به داده‌های جدول‌های ۶ تا ۸ می‌توان گفت هر سه فرضیه اصلی پژوهش تأیید شدند. خلاصه نتایج به‌دست‌آمده از مدل دوم پژوهش در جدول ۹ ارائه شده است.

جدول ۹. نتایج فرضیه اصلی سوم

متغیرها	نوع متغیر	ضریب برآوردی	نتیجه
عدم تقارن اطلاعاتی	مستقل	-۰/۰۸	وجود رابطه معنادار و منفی
بتا	کنترلی	۰/۰۹	وجود رابطه معنادار و مثبت
ارزش دفتری به ارزش بازار	کنترلی	-۰/۱۵	وجود رابطه معنادار و منفی
اندازه	کنترلی	۰/۰۳	وجود رابطه معنادار و مثبت
قیمت به عایدی هر سهم	کنترلی	۰/۰۰۵	وجود رابطه معنادار و مثبت

پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می‌توان پیشنهادهای زیر را ارائه کرد:

الف - با استفاده از مدل رگرسیونی مستخرجه از یافته‌های پژوهش (فرضیه‌های اول، دوم و سوم)، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر فعالان بازار سرمایه می‌توانند از آن برای بررسی تأثیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی و نیز تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران استفاده کنند؛

ب - با توجه به رابطه معنادار شاخص حاکمیت شرکتی با عدم تقارن اطلاعاتی (فرضیه دوم)، به کلیه مسئولان و ناظران بر بازار پیشنهاد می‌شود برای افزایش تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه، شاخص‌های حاکمیت شرکتی را تقویت کنند؛

ج - سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی که در پی به‌حداکثر رساندن ثروت خود هستند، می‌توانند با شناخت بهتر از بورس اوراق بهادار تهران و اثر حاکمیت شرکتی و سایر متغیرهای بررسی‌شده (شاخص‌های حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و دارایی‌ها) بر عدم تقارن اطلاعاتی و تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر بازده سهام شرکت در این بازار تصمیم مناسب را بگیرند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

برخی از موضوع‌ها که پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های مرتبط آتی بررسی و پژوهش شوند، به شرح زیر است:

۱. بررسی تأثیر سایر شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی،
۲. بررسی تأثیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی به تفکیک صنایع،
۳. بررسی تأثیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر جنبه‌های مختلف عدم تقارن اطلاعاتی.

مرجع‌ها

آذر، عادل و مومنی، منصور. ۱۳۸۴. آمار و کاربرد آن در مدیریت. ج ۲. تهران: انتشارات سمت.

احمدپور کاسگری، احمد و رسائیان امیر. ۱۳۸۵. «رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۲، ص ۶۰-۳۷.

احمدپور کاسگری، احمد و عجم، مریم. ۱۳۸۹. «بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، ش ۱۱، ص ۱۲۴-۱۰۷.

اعتمادی، حسین و رسائیان، امیر. ۱۳۸۹. «رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام»، مجله توسعه و سرمایه، ص ۵۹-۳۱.

باقری، حسن و کردستانی، غلامرضا. ۱۳۸۹. بررسی رابطه بین عدم تقارن در جریان‌های نقدی و میزان محافظه‌کاری در گزارشگری مالی (پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری)، مرکز آموزش عالی رجاء.

برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآور نهندي، یونس؛ بابایی، قادر حسین. ۱۳۹۱. «بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۹، ۱۶-۱.

پی جونز؛ ترجمه دکتر رضا تهرانی؛ و عسگر نوربخش؛ مدیریت سرمایه‌گذاری؛ ۱۳۸۹؛ انتشارات نگاه دانش.

حساس یگانه، یحیی. ۱۳۸۴. «سیستم‌های حاکمیت شرکتی»، حسابدار ۱۶۹.

حساس‌یگانه، یحیی و ابراهیمی، ابراهیم. ۱۳۸۹. «پایندگی و گستردگی حاکمیت شرکتی»، حسابدار ۲۱۶ و ۲۱۷، ۹۱-۸۲.

حساس‌یگانه، یحیی و پوریان‌سب، امیر. ۱۳۸۴. «نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی»، ماهنامه حسابدار ۱۶۵، ۴۸-۲۵.

حساس‌یگانه، یحیی. ۱۳۸۷. «حاکمیت (راهبری) شرکتی و پاسخگویی»، مجموعه مقالات همایش حاکمیت شرکتی ۸۲-۶۵ تهران: بورس اوراق بهادار تهران.

خداپی‌پور، احمد و قدیری، محمد. ۱۳۸۹. «بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره

- of Founding-Family Ownership”, *Journal of Corporate Finance* 14, 431-445.
- Bacidore, Jeffrey M.; Boquist, John A.; Milbourn Todd, T.; Thakor, Anjan. 1997. “The Search for the Best Financial Performance Measure”, *Financial Analysis Journal* 54, 11-20.
- Becht, Marco; Bolton, Patrick; Rell, Ailsa. 2005. “Corporate Governance and Control”, *Working Paper*, Available at <http://papers.ssrn.com>.
- Chung, Kee. H.; Elder, John; Kim, Jang-Chul. 2009. “Corporate Governance and liquidity”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- Ebrahim, A. M. 2004. The Effectiveness of Corporate Governance, Institutional Ownership, and Audit Quality as Monitoring Devices of Earnings Management(Ph.D. Dissertation), *The State University of New Jersey*.
- OECD Principles of Corporate Governance; OECD PUBLICATIONS, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16 PRINTED IN FRANCE (00 1999 66 1 P) No. 80411 1999.
- Tsui, J., Jaggi, B., Gul, F.(2001).CEO Domination, Growth Opportunities and their.Impact on Audit Fees, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*,16(3)
- International Federation of Accountants 2004 Annual Report.
- * Scott. W.R.t, financial accounting theory,2003, third (2) edition (Canada:Prentice-Hall).
- The Intenational Financial Reporting Standards (IFRS) and Value Relevance: A Review of Empirical Evidence, Wang, Y. and Campbell, M., (2012) ‘Earnings Management Comparison: IFRS Vs China GAAPs’. *International Management*
- دوم، شماره دوم، ص ۲۹-۱.
- ندا صبا؛ محمود معین الدین؛ حسن دهقان دهنوی؛ تعیین اجزای دانش و مهارت آموزش حسابداری در محیطهای تجاری جدید با رویکرد مدل سازی معادلات ساختاری؛ نشریه پژوهشهای تجربی حسابداری دوره ۱، شماره ۴، تابستان ۱۳۹۱، صفحه ۱۱۹-۱۰۵
- رضا راعی و احمد تلنگی، ۱۳۸۴؛ سرمایه گذاری پیشرفته؛ انتشارات سمت.
- ریاحی بلکویی، احمد. ۱۳۸۱. تئوری حسابداری. ترجمه دکتر علی پارسائیان. تهران: دفتر پژوهشهای فرهنگی.
- عالی‌ور، عزیز. ۱۳۷۰. صورت‌های مالی اساسی. چاپ سوم. مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
- قایمی، محمدحسین و وطن‌پرست، محمدرضا. ۱۳۸۴. «بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم، ش ۴۱، ص ۱۰۳-۸۵.
- فروغ نژاد حیدر، مرادی جز محسن؛ بررسی عوامل موثر بر شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان معیاری برای عدم تقارن اطلاعاتی؛ دانش سرمایه‌گذاری؛ زمستان ۱۳۹۳، دوره ۳، شماره ۱۲؛ صفحه ۲۵ تا صفحه ۴۰.
- نیکومرام هاشم*، محمدزاده ساطه حیدر؛ رایبه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود، حسابداری مدیریت؛ بهار ۱۳۸۹، دوره ۳، شماره ۴؛ از صفحه ۵۹ تا صفحه ۸۰.
- یانی، رضا؛ صفاریان، مریم؛ فرآیند و الزامات افشای اطلاعات در بازار سرمایه؛ مجله اقتصادی، مهر و آبان ۱۳۸۶ - شماره ۷۱ و ۷۲ (۱۴ صفحه - از ۲۷ تا ۴۰).
- Aboody, D. & Lev, B. 2000. “Information Asymmetry, R&D, and Insider Trading”, *Journal of Finance* 55(6), 2747-2766.
- Agrawal, A. & Chadha, S. 2005. “Corporate Governance and Accounting Scandals”, *Journal of Law and Economics* 36, 105-146.
- Andres, C. 2008. “Large Shareholders and Firm Performance, An Empirical Examination

Bhattacharya, N., H. Desai, and K. Venkataraman.,
(2010)," Earnings Quality and Information
Asymmetry: Evidence from Trading Costs",
Under Review in Second Round at Contemporary
Accounting Review.

Review, Vol. 8 (1), pp.5-11.

Lin, C., Wu, J. C. & Yen, D. C. (2012). Exploring
barriers to knowledge flow at different knowledge
management maturity stages. Information &
Management, 49(1): 10-23.

