

# تأثیر برخی ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود فصلی با استفاده از روش خودبازگشت برداری

امیر

جواد آقائقی \*\*

محسن دستگیر \*  
رئیس‌ان \*\*\*

تاریخ پذیرش: 1391/06/12

تاریخ دریافت: 1391/04/10

## چکیده

در این پژوهش تأثیر برخی ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده فصلی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. به همین منظور نمونه‌ای مشتمل بر 326 اعلامیه سود مربوط به 158 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های 1383 تا 1388 انتخاب گردید. جهت آزمون فرضیه‌ها از روش خودبازگشت برداری (VAR) استفاده شده است. معیارهای مورد استفاده جهت ابزارهای حاکمیت شرکتی، درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره می‌باشد. متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نیز به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی (که خود، از معیارهای نقدشوندگی سهام می‌باشد) مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج به دست آمده نشانگر عدم تأثیرگذاری متغیرهای درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلامیه‌های سود پیش‌بینی شده فصلی بوده و بیانگر این مطلب می‌باشد که ابزارهای انتخابی حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه‌های سود فصلی تأثیرگذار نیست.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، سهامداران نهادی، اعضای غیر موظف هیات مدیره، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و نقدشوندگی سهام.

## 1- مقدمه

اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام<sup>1</sup> به عنوان یکی از معیارهای مهم عدم تقارن اطلاعاتی، اخیراً از اهمیت ویژه‌ای در ادبیات مالی برخوردار گشته است (احمدپور و رئیسیان، 1385: 30). حاکمیت شرکتی بر شفافیت و افشای اطلاعات و حذف اطلاعات درونی تأکید داشته و با استفاده از تمهیدات و مکانیزم‌هایی سعی در عدم تمرکز قدرت در شرکت‌ها، تفکیک کامل مدیریت از مالکیت و سعی در رعایت صرفه و صلاح سهامداران به طور یکسان دارد (شلیفر و ویشنی<sup>2</sup>، 1997: 38). ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مقوله‌های زیادی را شامل می‌شود که دو مورد بسیار مهم آن، درصد سهامداران نهادی در ترکیب مالکیت شرکت و دیگری درصد اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره است. اگر افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به کاهش عدم

\* استاد دانشگاه شهید چمران اهواز، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات  
dastmw@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد رشته حسابداری از دانشگاه آزاد اسلامی- واحد مبارکه.  
\*\*\* کارشناس ارشد رشته حسابداری از دانشگاه مازندران.

تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت گردد، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کاهش یافته و در نتیجه نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. اما چنانچه افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت گردد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش و نقدشوندگی سهام کاهش می‌یابد (اعتمادی و همکاران، 1389: 31). پژوهش حاضر به منظور فراهم نمودن شواهدی در ارتباط با تأثیر ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلامیه های سود پیش‌بینی شده فصلی صورت گرفته است.

## 2- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظام مناسب راهبري شرکتي به دنبال استقرار چارچوبی مدون و مکانیزم‌های مناسب برای برقراری رابطه ای متعادل میان منافع سهامداران جزء از یک سو و سهامداران کنترلی یا اکثریت از سوی دیگر می‌باشد (شلیفر و ویشنی، 1997: 38).  
اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام از سه جزء هزینه تشکیل می‌گردد: هزینه‌های اجرای سفارش، هزینه های نگهداری موجودی و هزینه‌های انتخاب نادرست. هزینه های انتخاب نادرست از اجزای بسیار با اهمیت اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بوده که ناشی از عدم تقارن اطلاعات در مورد سهام شرکت می باشد. عدم تقارن اطلاعات در بازار، هزینه های انتخاب نادرست را افزایش و از این طریق اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد (احمدپور و رسائیان، 1385: 38).  
چانگ و همکاران<sup>3</sup> (2010) به بررسی رابطه تجربی بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بازار سهام پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی تر، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کم تری داشته و احتمال معاملات مبتنی بر اطلاعات نهانی نیز در آن‌ها کم تر می‌باشد. علاوه بر این، آن‌ها نشان دادند که تغییرات در معیارهای نقدشوندگی ارتباط معنی داری با تغییرات در شاخص حاکمیت شرکتی در طول زمان دارد. احتمالاً شرکت‌ها با به کارگیری استانداردهای حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش و از این طریق، نقدشوندگی سهام را افزایش می‌دهند.

کاناگارتنام و همکاران<sup>4</sup> (2007) به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و تغییرات نقدشوندگی سهام، قبل و بعد از آگهی های سود سه ماهه پرداختند. آن‌ها نقدشوندگی سهام را با اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام اندازه گیری کردند. معیارهای حاکمیت شرکتی پژوهش آن‌ها شامل استقلال هیات مدیره، اثربخشی هیات مدیره، فعالیت‌های هیات مدیره و درصد سهام متعلق به مدیران و کارکنان می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها بیانگر آن است که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام با کیفیت حاکمیت شرکتی رابطه ای منفی و معنی دار دارد. یعنی فرضیه وجود

3. Chung and et. al

4. Kanagartenam and et. al

رابطه مثبت و معنی دار بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام مورد تأیید می‌باشد. کارامانو و وافیس<sup>5</sup> (2005) نشان دادند که شرکت‌های دارای هیات مدیره کارا تر نتیجتاً پیش بینی‌های سود مناسب‌تر و دقیق‌تری خواهند داشت. کیفیت بالاتر هیات مدیره (به لحاظ کارایی) باید با مقادیر و میزان دقت پیش بینی‌های سود و همچنین عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون سود اعلام شده در ارتباط باشد. لئوز و همکاران<sup>6</sup> (2003) با به‌کارگیری معیارهای متعددی از حاکمیت شرکتی از جمله اعضای غیر موظف هیات مدیره نشان دادند که حاکمیت شرکتی قوی و مؤثر با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مورد سهام شرکت باعث افزایش شفافیت مالی و عملیاتی می‌گردد و نقدشوندگی سهام را از طریق کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام افزایش می‌دهد.

جنینگز و همکاران<sup>7</sup> (2002) به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بورس نزدک<sup>8</sup> پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که درصد بالای سرمایه‌گذاران نهادی سبب کاهش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و در نتیجه افزایش نقدشوندگی سهام می‌گردد. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر آن است که رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی به طور معنی داری بسته به نوع نهادها و سرمایه‌گذاری تغییر می‌کند و بستگی به بزرگ‌ترین بلوک سهام که توسط یک نهاد نگهداری می‌شود دارد. اکر و دیگران<sup>9</sup> (2002) نمونه‌ای شامل 195 شرکت انگلیسی در بورس سهام لندن را از سال 1986 تا 1994 بررسی و اثبات نمودند که اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش از 15 روز قبل از اعلان سود کاهش می‌یابد و حداکثر تا 90 روز بعد از اعلان سود همچنان محدود می‌ماند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر تغییرات اندک در اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و حجم معاملات پیرامون زمان اعلان سود می‌باشد. سارین و همکاران<sup>10</sup> (1996) به وجود رابطه مثبت بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و سرمایه‌گذاران نهادی برای نمونه‌ای شامل 786 سهم از NYSE و AMEX پی بردند.

دریائی و همکاران (1390) با انتخاب نمونه‌ای مشتمل بر 70 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسیدند که رابطه منفی و معنی داری بین نرخ حاکمیت شرکتی و معیار نقدشوندگی در سطح معناداری نود و پنج درصد وجود دارد. ایزدینیا و رسائیان (1389) به بررسی رابطه درصد سهام بلوکی در دست سهامداران (معیاری از پراکندگی سهام) و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پرداختند و در راستای آن اطلاعات هفت ساله (81 - 87) یکصد و پنجاه شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین پراکندگی مالکیت و

---

5. Karamanou and Vafeas

6. Leuz and et. al

7. Jennings and et. al

8. NASDAQ

9. Acker and et. al

10. Sarin and et. al

نقدشوندگی سهام در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد.

اعتمادی و همکاران (1389) به بررسی رابطه ابزار های حاکمیت شرکتی شامل درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیر مستقل و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های 81 تا 85 پرداختند، که نتایج به دست آمده بیانگر آن بوده است که بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد.

کاشانی پور و همکاران (1389) در پژوهشی به بررسی رابطه بین برخی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام پرداختند که در این راستا نمونه ای مشتمل بر 61 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال 1386 که حداقل 100 روز از سال در بورس معامله داشته اند را انتخاب نمودند. نتایج مؤید این مطلب بوده که شرکت هایی با ساختار هیات مدیره مستقل تر و رویکرد هیات مدیره اثربخش تر دارای نقدشوندگی بازار بیش تری نسبت به سایر شرکت ها هستند. در واقع، شرکت هایی که امتیاز بیش تری از لحاظ کیفیت حاکمیت شرکتی داشته اند، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام کم تر و اختلاف سهام مورد عرضه و تقاضای بیشتری را دارا بوده اند.

رحیمیان و همکاران (1388) به بررسی رابطه میان تغییرات نقدینگی بازار در اطراف اعلامیه های سود (10 روز قبل و بعد از اعلام سود پیش بینی شده) و سازوکارهای حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های 83 تا 86 پرداختند. برای بررسی این رابطه از برخی آزمون های ناپارامتریک آماری استفاده نمودند و نتایج بدست آمده نشان داد که میان نسبت مدیران غیر موظف هیات مدیره و واحد حسابرسی داخلی با عدم تقارن اطلاعاتی رابطه معنی داری وجود ندارد ولی میان درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی وجود دارد.

در پژوهش های دیگر همچون کانگارتنام (2007) و ... و برخی پژوهش های داخلی همچون پژوهش های احمدپور و رسائیان (1385)، رحیمیان و همکاران (1388) و ... از متغیرهای اندازه شرکت، قیمت سهام، حجم معاملات سه ام و نوسانات بازده سهام به عنوان متغیرهای کنترل استفاده شده است. در این پژوهش نیز از متغیرهای کنترلی یاد شده استفاده می شود. تفاوت اصلی پژوهش حاضر با برخی پژوهش های داخلی قبلی در روش های آماری مورد استفاده، دوره زمانی پژوهش و یا تفاوت در متغیرهای مستقل و کنترلی مورد استفاده می باشد.

### 3- روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی - همبستگی بوده و روش شناسی پژوهش از نوع پس رویدادی است و می تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، بنابراین نوع پژوهش کاربردی است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از آزمون خودبازگشت برداری استفاده

می‌شود.

در راستای نیل به اهداف پژوهش، فرضیه‌ها به این شرح تدوین شده‌اند:

ابزارهای حاکمیت شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

در نتیجه با توجه به مطالب فوق، دو فرضیه فرعی زیر مطرح می‌گردند:

1 - درصد سرمایه‌گذاران نهادی بر تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلام سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

2 - درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بر تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام پیرامون اعلام سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

### 3-1- سنجش متغیرهای پژوهش

در این پژوهش رابطه بین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان متغیر وابسته و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سهامداران نهادی به عنوان متغیرهای مستقل و همچنین معیارهای اندازه شرکت، قیمت سهام، حجم معاملات و نوسانات بازده سهام به عنوان متغیرهای کنترلی و معیاری که نشان دهنده زمان اعلام سود است (سه ماهه دوم یا سوم) تحت عنوان متغیر مجازی بررسی گردیده است.

درصد اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است، با استفاده از رابطه شماره (1) که در پژوهش کانگارتنام و همکاران (2009) و برخی از پژوهش‌های داخلی همچون پژوهش‌های احمدپور و رسائیان (1385)، ایزدی نیا و رسائیان (1388)، صلواتی و رسائیان (1386)، پژوهش‌های مهرانی و رسائیان (1388)، هاشمی و رسائیان (1388)، اعتمادی و همکاران (1389) و رحیمیان و همکاران (1388) به کار گرفته شده است، به دست می‌آید.

$$BA_{i,t} = \frac{AP_{i,t} - BP_{i,t}}{AP_{i,t} + BP_{i,t}} \quad (1)$$

i = نمونه مورد بررسی

$BA_{i,t}$  = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام شرکت i در هر روز

$AP_{i,t}$  = بهترین قیمت قیمت پیشنهادی فروش سهام شرکت i در هر روز

$BP_{i,t}$  = بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام شرکت i در هر روز

درصد سهامداران نهادی: سهامداران نهادی به سهامدارانی اطلاق می‌شود که دارای حداقل 5 درصد از سهام منتشره شرکت باشند (آئین‌نامه نظام راهبری شرکت، 1385). در نهایت درصد سهام متعلق به دارندگان بلوک‌های سهام به عنوان متغیر مستقل پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد.

نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره: یکی از مهم ترین سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی، ترکیب هیات مدیره و نسبت حضور اعضای غیرموظف در آن می باشد که به عنوان یکی از متغیرهای مستقل در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است.

حضور اعضای غیرموظف در هیات مدیره، از نشانه های حاکم بودن نظارت مؤثر بر شرکت می باشد.

درصد اعضای غیرموظف در هیات مدیره هر شرکت از طریق تقسیم تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره محاسبه می گردد.

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی جمع دارائی ها در پایان سال.

قیمت سهام: میانگین قیمت روزانه سهام.

نوسانات بازده سهام: تغییرات بازده سهام شرکتها در پایان سال نسبت به سال قبل.

حجم معامله: لگاریتم طبیعی حجم معامله در روز اعلام سود.

### 3-2- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه گیری در این پژوهش روش هدفمند بر مبنای حذف سیستماتیک می باشد، لذا شرکت های نمونه شامل تمامی شرکت های عضو جامعه بوده که حائز شرایط زیر باشند:

الف) قبل از سال 1383 در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال 1383، سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.

ب) نباید در طول سال های 1383-1388 معاملاتشان در بورس، دچار وقفه شده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت ها باید در طول سال های مذکور در بورس، فعال بوده و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.

ج) سال مالی آنها منتهی به 29 اسفند بوده و نباید در فاصله سال های 1383-1388 تغییر سال مالی داده باشند.

د) جزء شرکت های سرمایه گذاری و تأمین مالی نباشند.

و) دسترسی لازم به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی همراه آنها وجود داشته باشد.

ه) در پایان سه ماهه سوم اعلام سود پیش بینی شده داشته باشند.

باتوجه به شرایط فوق نمونه مورد مطالعه مشتمل بر 158 شرکت می باشد.

### 3-3- روش جمع آوری اطلاعات و داده ها

برای گردآوری اطلاعات لازم به منظور انجام این پژوهش از نرم افزار شرکت تدبیرپرداز و همچنین سایت شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

### 3-4- مدل مورد استفاده در پژوهش

با توجه به فرضیه پژوهش و مطالب گفته شده در مورد روش های آماری، از مدل رگرسیون چند متغیره به شرح رابطه (2) استفاده می شود:

(2)

$$BA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OUTD_{i,t} + \beta_2 INSTOWN_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 PRICE_{i,t} + \beta_5 VOLATILITY_{i,t} + \beta_6 VOLUME + \beta_7 DVQ + e$$

$$H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0$$

$$H_1: \beta_i \neq 0$$

$BA_{i,t}$  = اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $OUTD_{i,t}$  = درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $INSTOWN_{i,t}$  = درصد سرمایه‌گذاران نهادی شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $SIZE_{i,t}$  = اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$  (لگاریتم طبیعی مجموع دارائی‌ها در پایان سه ماهه سوم)  
 $PRICE_{i,t}$  = قیمت سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  (میانگین قیمت روزانه سهام)

$VOLATILITY_{i,t}$  = نوسانات بازده سهام شرکت  $i$  در سال  $t$   
 منظور از بازده سالانه سهام، عبارت است از تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره سهام 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 اول دوره (رسائیان و اصغری، 1386).  
 رابطه شماره 3 بیانگر چگونگی محاسبه آن است:

$$K_t = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t + \frac{(P_t - P_n) * N_c}{N_t} + \frac{N_e * P_1}{N_t}}{P_{t-1}}$$

که در آن:

$K_t$  = بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت سهم  $P_t$  = قیمت سهم در انتهای سال مالی  
 $P_{t-1}$  = قیمت سهم در ابتدای سال مالی  
 $P_n$  = ارزش اسمی سهم  
 $D_t$  = سود نقدی ناخالص هر سهم  
 $N_c$  = افزایش یافته از طریق اندوخته یا سود انباشته  
 $N_e$  = تعداد سهام  
 $N_t$  = تعداد سهام قبل از افزایش سرمایه  
 $VOLUME$  = حجم معامله (لگاریتم طبیعی حجم معامله در روز اعلام سود)  
 $DVQ$  = سه ماهه دوم یا سوم (اعلام سود مربوط به سه ماه سوم باشد عدد 1 و در غیر اینصورت عدد 0)  
 $\beta_0$  = نیز ضریب ثابت  
 $e$  = ضریب خطا که برای هر دوره مستقل، دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی می‌باشد.

### 3-5- آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه ها از روش خودبازگشت برداری استفاده شده است. معیارهای مورد استفاده جهت ابزارهای حاکمیت شرکتی، درصد سهامداران نهادی و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره بوده و همچنین متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به عنوان شاخص عدم تقارن اطلاعاتی (که خود، از معیارهای

نقدشوندگی سهام می‌باشد) مورد استفاده قرار گرفته است.

### 3-6- مدل خود بازگشت برداری (VAR)

از رایج‌ترین الگوهای سری زمانی، الگوی خود بازگشت برداری یا همان VAR می‌باشد. VAR مجموعه‌ای از مدل‌های رگرسیون است (یعنی بیش از یک متغیر مستقل وجود دارد). از نکات مهم در این الگو بررسی ایستایی متغیرها می‌باشد.

ساده‌ترین موردی که در زمینه این مدل‌ها وجود دارد، VAR دو متغیره است که در آن تنها دو متغیر  $Y_{1t}$  و  $Y_{2t}$  وجود دارد که مقادیر جاری هر کدام از آن‌ها به ترکیبات متفاوتی از  $k$  مقدار قبلی هر دو متغیر و اجزاء خطا بستگی دارد.

(4)

$$-k + u_{1t} Y_{2t-1} + \dots + \alpha_{1k} Y_{2t-1} + \dots + \alpha_{11} Y_{1t} = \beta_{10} + \beta_{11} Y_{1t}$$

$$-k + u_{2t} Y_{1t-1} + \dots + \alpha_{2k} Y_{1t-1} + \dots + \alpha_{21} Y_{2t} = \beta_{20} + \beta_{21} Y_{2t}$$

رابطه شماره 4 مدل VAR(k) یعنی با  $k$  وقفه زمانی، می‌باشد. متغیرهای مدل VAR به صورت بالا، همگی درون زا هستند یعنی مقدارشان در سیستم VAR تعیین می‌شود. اگر متغیری غیر از اینها در مدل باشد، به عنوان متغیر برون زا شناخته می‌شود چون مقدار آن خارج از سیستم VAR تعیین می‌شود.

معمولاً برای شناسایی مدل برتر از معیارهای اطلاعاتی مختلفی استفاده می‌شود که سه نمونه از متداول‌ترین معیارهای اطلاعاتی عبارتند از: معیار اطلاعاتی آکائیک، شوارز بیزین و حنان-کویین. مدلی برتر می‌باشد که معیار اطلاعاتی آن حداقل باشد. نمایش جبری این سه معیار به ترتیب عبارتست از روابط 5، 6 و 7:

معیار آکائیک (Akaike's Information Criterion):

$$AIC = \ln(\sigma^2) + \frac{2K}{T} \quad (5)$$

معیار شوارز بیزین (Schwarz, s Bayesian Criterion):

$$SBIC = \ln(\sigma^2) + \frac{K}{T} (\ln T) \quad (6)$$

معیار حنان-کویین (Hannan-Quinn Criterion):

$$HQIC = \ln(\sigma^2) + \frac{2K}{T} \ln(\ln(T)) \quad (7)$$

که در این رابطه‌ها  $\sigma^2$  واریانس پسماندها (که برابر با مجموع مربعات پسماندها تقسیم بر تعداد مشاهدات (T) می‌باشد)،  $K=p+q+1$  است که برابر با تعداد کل پارامترهای برآورد شده است و T اندازه نمونه است (بروکز، 1389).

### 4- تجزیه و تحلیل نتایج

در این قسمت فرضیات با استفاده از روش خود بازگشت برداری آزمون می‌شوند. در این روش ابتدا باید مانایی متغیرها بررسی شود که در قسمت قبل آزمون شد. سپس باید طول وقفه مناسب الگو



را به دست آوریم که برای این کار از روش معیار اطلاعاتی چندمتغیره استفاده می‌شود. در این روش با توجه به مقادیر مختلف معیار اطلاعاتی که شامل معیارهای آکائیک (AIC)، شوارتز (SC) و حنان-کویین (HQ) می‌باشند، نسبت به انتخاب طول وقفه مناسب تصمیم می‌گیریم. برای طول وقفه‌ها، طول وقفه‌ای که این معیارها کم‌ترین مقدار باشد، طول وقفه بهینه است. در جدول شماره (1) خروجی این روش آمده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود معیارهای شوارتز و حنان-کویین برای طول وقفه صفر کم‌تر از بقیه است و معیار آکائیک برای طول وقفه 2 کم‌تر می‌باشد. در نتیجه یک مدل VAR با وقفه صفر بر روی داده‌ها برازش می‌دهیم.

جدول 1- نتایج روش معیار اطلاعاتی چندمتغیره برای انتخاب طول وقفه

طول وقفه	AIC	SC	HQ
0	2.7981	2.8928	2.8359
1	2.8022	2.9086	2.8447
2	2.7976	2.9159	2.8449
3	2.8039	2.9340	2.8558
4	2.8031	2.9451	2.8598
5	2.8091	2.9629	2.8705
6	2.8060	2.9117	2.8722
7	5.8049	2.9823	2.8758
8	2.8108	3.0001	2.8864

\*منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول شماره (2) مدل VAR برازش داده شده به داده‌ها را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار آماره  $t$  تنها برای متغیر DVQ بیشتر از مقدار این آماره در سطح 0.05 درصد (1.96) می‌باشد که نتیجه می‌شود فرض صفر (عدم وجود رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته) تنها برای متغیر DVQ رد می‌شود و تنها متغیر DVQ با متغیر وابسته رابطه دارد. با توجه به نتایج، فرضیه اول و دوم پذیرفته نمی‌شود یا به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره، با تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه‌ای ندارند.

جدول 2- نتایج برازش مدل VAR

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره $t$
C	-0.54	-1.43	-0.38
SIZE	0.14	-0.62	0.23
OUTD	-0.04	-0.06	-0.65
INSTOWN	-0.03	-0.06	-0.52
DVQ	0.29	-0.13	2.17

-0.30	-0.12	-0.04	PRICE
0.29	-0.06	0.02	VOLUME
0.99	-0.06	0.06	VOLATILITY

\*منبع: یافته های پژوهشگر

## 5- نتیجه گیری

به طور کلی هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی وجود یا فقدان هرگونه رابطه بین ابزارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. ابزارهای حاکمیت شرکتی بسیار گسترده اند که از این بین درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و سهامداران نهادی در این پژوهش مورد توجه قرار گرفت.

در مورد معیار مورد استفاده جهت تعیین سهامداران نهادی در این پژوهش سهامداران دارای بیش از 5% سهام یک شرکت به عنوان سهامداران نهادی مدنظر قرار گرفته شده است.

همچنین در این پژوهش جهت برآورد نقدشوندگی سهام به عنوان متغیر وابسته در مدل پژوهش از اختلاف قیمت پیشنهادی خری د و فروش سهام که در اکثر پژوهشها کاربرد داشته استفاده شده است. با توجه به روش الگوی خود بازگشت برداری انجام شده مشخص گردید که در بورس اوراق بهادار تهران، درصد سهامداران نهادی شرکتها بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأثیرگذار نمیباشد.

مطابق تعریف بوشی<sup>11</sup> (1998)، سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران بزرگ نظیر بانکها، شرکتهای سرمایه گذاری و... هستند. عموماً این گونه تصور می شود که حضور سرمایه گذاران نهادی ممکن است به تغییر رفتار شرکتها منجر شود. این امر از فعالیت های نظارتی که این سرمایه گذاران انجام می دهند، نشأت می گیرد. وقتی سطح مالکیت نهادی به اندازه کافی بالا باشد، نظارت های مالکان نهادی مانع از عملکرد ضعیف مدیران خواهد شد. به طور خلاصه می توان عنوان کرد که سرمایه گذاران نهادی محرک های یی برای بهبود عملکرد در اختیار دارند. علاوه بر این آنها توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی کنند را دارا می باشند. تمرکز مالکیت و به خصوص مالکیت دولتی و شبه دولتی در ایران زیاد است. این موضوع ممکن است باعث شود که اطلاعات با کیفیت مناسب به سهامداران کوچک انتقال نیابد و سهامداران عمده به وسیله منابع دیگری از سود واقعی شرکت آگاه شوند. طبق فرضیه مقاوم سازی مدیریت، در شرایطی که تمرکز مالکیت زیاد باشد، تضاد منافع بین سهامداران و مدیران ایجاد نمی گردد، بلکه این تضاد بین سهامداران عمده و جز ایجاد می شود.

نتایج به دست آمده در خصوص رابطه متغیر سرمایه گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مشابه یافته های اعتمادی و همکاران (1389) بوده و با یافته های پژوهش های زیر منطبق نمیباشد:

جنگینز و همکاران (2002)، سارین و همکاران (1996)، دریائی و همکاران (1390) و رحیمیان و همکاران (1388).

با توجه به روش الگوی خود بازگشت برداری انجام شده مشخص گردید که در بورس اوراق بهادار تهران، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام تأثیرگذار نمی‌باشد.

با توسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیات مدیره شرکت‌ها، این سوال به صورت جدی تری مطرح می‌گردد که مدیرانی که در واقع مالک شرکت نمی‌باشند چگونه پیگیر منافع سهامداران (مالکان موسسه) خواهند بود. با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیات مدیره، توجه به حاکمیت شرکتی به صورت چشم‌گیری افزایش یافته است. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیات مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌نماید و در نهایت این مکانیزم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تأمین‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذی‌نفع فراهم می‌نماید مبنی بر این که سرمایه‌گذارانشان با سود معقولی برگشت شده و منافع ایشان لحاظ خواهد شد (سنای و منسی<sup>12</sup>، 2005). از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در هیات مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که نقش مدیران غیرموظف در ایران مطابق با دیدگاه تئوری نمایندگی نیست. بر طبق قانون تجارت، تعداد اعضای هیات مدیره شرکت‌های سهامی عام نباید از 5 نفر کم‌تر باشد، از همین رو در شرکت‌های ایرانی به مدیران غیرموظف به عنوان ابزاری برای تکمیل و به حد نصاب رسیدن اعضای هیات مدیره نگریسته می‌شود و توجه چندانی به نقش نظارتی آن‌ها نمی‌شود. برخی از دلایل احتمالی متفاوت بودن نتایج این پژوهش با پژوهش‌های مشابه خارجی به این شرح می‌باشد:

در این پژوهش مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند به عنوان مدیر غیرموظف تعریف شدند و فرض شد که مستقل از شرکت هستند، در حالی که ممکن است واقعا مستقل نباشند و به شرکت وابستگی‌هایی داشته باشند، مثلا بسیاری از آن‌ها عملا توسط شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری و تجاری به عنوان مدیر عامل و رئیس هیات مدیره منصوب می‌شوند و یا ممکن است به دلیل مدت زمان طولانی عضویت در هیات مدیره به آن شرکت وابستگی پیدا کرده باشند. لذا تفاوت‌های سنتی در تعریف مدیران اجرایی و غیرموظف ممکن است در شناسایی تضاد منافع بالقوه بین مدیران غیرموظف و شرکتی که در هیات مدیره آن حضور دارند ناتوان باشد.

ممکن است، سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت اعضای غیرموظف متفاوت باشد. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیشتر آن‌ها به امور داخلی شرکت می‌تواند استقلال کم‌تر آن‌ها را جبران کند و باعث توازن بین نقش آن‌ها و

مدیران غیرموظف در بهبود کیفیت سود شود. مدیران غیرموظف ممکن است دانش مالی چندانی نداشته باشند و از طرف دیگر به اطلاعات مربوط و به موقع دسترسی کافی نداشته باشند. همچنین ممکن است به دلیل آنکه منافع چندانی در شرکت‌ها ندارند، علاقه چندانی به نظارت دقیق و مؤثر بر فعالیت‌های شرکت‌ها نشان ندهند. عدم حضور متخصص مالی یا حسابداری در ترکیب هیات مدیره، مدیران غیرموظف را در جلوگیری از بی‌نظمی‌ها، اشتباهات و تقلبات و دست‌کاری‌های حسابداری ناکارآمد می‌سازد (کردتبار و رسائیان، 1389).

نتایج به‌دست آمده در خصوص رابطه متغیر درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مشابه یافته‌های اعتمادی و همکاران (1389) و رحیمیان و همکاران (1388) بوده و با یافته های لئوز و همکاران (2003)، کانگارتنام و همکاران (2005)، کارامانو و وافیس (2005) و دریائی و همکاران (1390) در تضاد می‌باشد. با توجه به نتایج به‌دست آمده در این پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می‌شود:

1. پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار، سیستم منسجمی را به منظور ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اعمال نماید.

2. پیشنهاد می‌شود، افشای بیش تری در مورد اطلاعات حاکمیت شرکتی، از طریق یادداشت‌ها و یا سایر ابزارها، صورت گیرد تا استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعاتی با کیفیت دست یافته‌اند.

3. پیشنهاد می‌گردد، فعالان بازار بورس، اعضای هیات مدیره شرکت‌ها، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران و... با گسترش مطالعات در زمینه حاکمیت شرکتی با مباحث مرتبط در این زمینه بیشتر آشنا شده تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش خود در شرکت‌ها بپردازند.

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهادهای زیر جهت انجام پژوهش‌های آینده در این زمینه ارائه می‌گردد:

1. پژوهش حاضر به بررسی برخی عوامل حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی پیرامون اعلام سود پرداخته است، لذا پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی همین رابطه در دوره‌های فاقد اعلام سود مورد بررسی قرار گیرد.

2. پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت، از جمله نقش درصد مالکیت مدیران بر اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام مورد بررسی قرار گیرد.

## منابع

- آئین نامه نظام راهبری شرکت، (1385)، سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
- احمدپور، احمد و امیر رسانیان، (1385)، "رابطه اطلاعات مالی و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، نامه اقتصادی مفید، سال دوازدهم، شماره 57، ص 29-48.
- احمدپور، احمد و امیر رسانیان، (1385)، "بررسی اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم انسانی و اجتماعی دانشگاه مازندران، سال ششم، شماره بیستم، ویژه اقتصاد، ص 13-38.
- احمدپور، احمد و امیر رسانیان، (1385)، "رابطه بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال سیزدهم، شماره 46، ص 37-60.
- اعتمادی، حسین، امیر رسانیان و حسین کردتبار، (1389)، "رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"، مجله توسعه و سرمایه، بهار و تابستان 89، شماره 5، ص 31-59.
- ایزدی نیا، ناصر و امیر رسانیان، (1388)، "اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و کیفیت سود در ایران"، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بیستم، شماره پیاپی 51، ص 127-154.
- ایزدی نیا، ناصر و امیر رسانیان، (1389)، "پراکندگی مالکیت و نقدشوندگی سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 60، ص 3-22.
- بروکز، کریس، (1389)، "اقتصادسنجی مالی"، ترجمه احمد بدری و عبدالمجید عبدالباقی، جلد اول، موسسه علمی فرهنگی نص.
- دریائی، عباسعلی، عبدالله پاکدل و نرگس فلاح محمدی، (1390)، "تبیین رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام با استفاده از سیستم معادلات همزمان"، تحقیقات حسابداری، شماره 10، ص 132-146.
- رحیمیان، نظام الدین، سید حسن صالح نژاد و علی سالکی، (1388)، "رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 58، ص 71-86.
- راسانیان، امیر و جعفر اصغری، (1386)، "بررسی رابطه بین معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در بورس اوراق بهادار تهران"، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره 60، ص 61-88.
- صلواتی، شاپور و امیر رسانیان، (1386)، "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشوندگی سهام در ایران"، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره 63، ص 143-163.
- کاشانی پور، محمد، ساسان مهرانی و یوسف پاشانژاد، (1389)،

"ارتباط بررسی برخی از مکانیزم های نظام راهبري شرکتي با نقدشوندي بازار"، پژوهشهاي حسابداري مالي، ص 61-76.

کردتبار، حسين و امير رسائيان، (1389)، "بررسي رابطه مديريت سود مبتني بر كل اقلام تعهدي اختياري و برخي از ابزارهاي نظام راهبري شرکتي در شرکتي هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه حسابداري مالي، سال دوم، شماره 6، تابستان 89، ص 50-72.

مهراني، ساسان و امير رسائيان، (1388)، "بررسي رابطه بين معيارهاي نقدشوندي سهام و بازده سالانه سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پيشرفتهاي حسابداري، ص 217-230.

مهراني، ساسان و امير رسائيان، (1388)، "نقدشوندي سهام و نقدشوندي داراييها"، فصلنامه حسابرس، شماره 46، ص 52-56.

هاشمي، سيد عباس و امير رسائيان، (1388)، "بررسي عوامل مؤثر بر سياست تقسيم سود شرکتي هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانشکده علوم اداري و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال بيستم، شماره پيايي 51، ص 187-213.

Acker, D., M. Stalker, and I. Tonks. (2002), "Bid-Ask Spreads around Earnings Announcements". Journal of Business, Finance and Accounting 29 (November/December), PP. 1149-117.

Bushee, B.J. (1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", Accounting Review, Vol. 73, PP. 305-334.

Chung, K., Elder, J. and Jang-Chul Kim, (2010), Corporate Governance and Liquidity, Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 45, PP. 265-291.

Jennings, William W, Schnatterly, Karen, and Paul J. Seguin, (2002), "Institutional Ownership", Information and Liquidity, Innovation in Investments and Corporate Finance, Volume 7, PP. 41-71.

Kanagaretnam, Kiridaran (Giri); Lobo, Gerald J; and Dennis J. Whalen, (2007), "[Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?](#)", Journal of Accounting and Public Policy, Volume 26, PP. 497-522.

Karamanou, I., and N. Vafeas. (2005), "The association between corporate boards", audit committees, and management earnings forecasts: An empirical analysis. Journal of Accounting Research 43 (2), PP. 453-486.

Leuz, Christian, D. Nanda, and P. Wysocki, (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison", Journal of Financial Economics, 69, PP. 505-527.

Sarin, A., Shastri, K. A., & Shastri, K, (1996), "Ownership Structure and Stock Market Liquidity", Working paper, Santa Clara, CA, Santa Clara University.

Senay, A. and Mansi, A. (2005), "Corporate Governance, Managerial Ownership, and Firm Leverage". Department of Finance School of Business George Washington University.

Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), "A survey of corporate governance", Journal of Finance, Vol. 52, PP. 37-83.

