

سیدعبدالمجید جلالی^۱

هدیه میر^۲

اکبر رحیمی پور^۳

تاریخ پذیرش: ۹۳/۷/۱

تاریخ دریافت: ۹۳/۴/۱۴

چکیده

فساد عارضه‌ای است که الگوسازی آن از دیدگاه نظری پیچیده، گردآوری و دسترسی به داده‌ها و ردیابی آن از دیدگاه تجربی دشوار و مبارزه با آن از دیدگاه سیاسی حساسیت برانگیز است. همچنین یکی از مهمترین عوامل رونق اقتصادی و رونق بورس بازدهی سهام بورس اوراق است. براین اساس سوال اصلی پژوهش این است که آیا حکمرانی خوب بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌گذارد؟ برای پاسخ به سوال نمونه‌ای شامل ۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ انتخاب شده و از طریق روش داده‌های تابلویی تأثیر شاخص‌های فساد بر بازدهی سهام بررسی شده است. نتایج نشان داده است که هرچه شرایط حکمرانی خوب به سمت بهبود حرکت کند بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد. این مسئله از آنجا دارای اهمیت است که شاخص‌های حکمرانی خوب عاملی برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار بوده و می‌توان شرایط معاملات و در نتیجه رونق بازار را مهیا نمایند. بنابراین بر اساس نتایج این مطالعه می‌توان گفت که برای ایجاد شرایط باثبات در بازار و ایجاد بازدهی بلندمدت باید شاخص‌های فساد را به سمت حکمرانی خوب بهبود بخشید که در این صورت است که بورس تنها بر اساس نمادهای اقتصاد واقعی حرکت خواهد کرد.

واژه‌های کلیدی: حکمرانی خوب، شاخص‌های فساد، بازدهی سهام.

۱- دانشیار، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران

۲- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، گروه حسابداری، سیرجان، ایران

۳- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد سیرجان، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، سیرجان، ایران (مسئول مکاتبات) Akbarrazraz83@yahoo.com

۱- مقدمه

بر اساس بخشی از مطالعات مقدار وجود فساد در محیط‌های به شدت محدود شده توسط قوانین و مقررات دولتی، می‌تواند مولد کارآیی و افزایش دهنده‌ی رشد اقتصادی و انگیزه‌های کارآفرینی شود (ایگر و وینر،^۶ ۲۰۰۵،).

مخالفتان این دیدگاه بالاخص در سال‌های اخیر با استناد به حجم قابل توجه مطالعات تجربی و نظری، فساد مؤثر را تنها به عنوان دومین عامل معرفی کرده و استدلال می‌کنند که برای ارزیابی تاثیر فساد باید به نقش مخرب و درونزای فساد و تاثیرات متقابل آن بر نهادها توجه شود (آیدت،^۷ ۲۰۰۹).

وجود تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی متعدد بالاخص از سال‌های پایانی دهه ۹۰ و همزمان با امکان استفاده از شاخص‌های مقداری فساد باعث شد تا این گروه فساد را در تمامی اشکال و ابعاد آن مانعی برای فرآیند رشد و کارکرد صحیح نهادهای اقتصادی تلقی نمایند (بلک برن^۸ و دیگران، ۲۰۱۰).

در کنار سایر روش‌های مدل‌سازی فساد مانند مدل کارفرما-کارگزار،^۹ تئوری بازی و استراتژی‌های مکمل، تحلیل اثرات متغیرهای نهادی مانند فساد بر سطح ستاده در اکثر مطالعات گروه دوم بر محوریت مدل‌های رشد درونزا و غالباً توسط اقتصاددانان نهادگرای جدید دنبال و استفاده شده است.

سرمایه‌گذاران به امید دست‌یابی به ثروت بیشتر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. از عوامل مهمی که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری خود مدنظر قرار می‌دهند، نرخ بازدهی سهام است. بازده در جریان سرمایه‌گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. در حقیقت هر سرمایه‌گذار ابتدا باید این اطمینان و اعتماد را بدست آورد که در مرحله اول

حکمرانی خوب می‌تواند متغیرهای کلان اقتصادی را تحت تاثیر قرار دهد. یکی از متغیرها، بازدهی سهام است. معیار حکمرانی خوب شاخص‌هایی هستند که فساد را اندازه‌گیری می‌کنند. اگرچه سطوح بالای فساد به عنوان یک شاخص در کشورهای عموماً فقیر جهان پذیرفته شده است، اما در عین حال ابعاد و اشکال مختلف آن به طور مداوم در تمامی کشورهای جهان رخ می‌دهد، چراکه یک اصل مسلم و پذیرفته شده وجود دارد که فساد به منطقه یا کشوری خاص یا سطوحی مشخص از میزان توسعه‌یافتگی محدود نیست (لامبسدورف،^۱ ۲۰۰۶).

علی‌رغم فراگیر بودن مصداق‌های فساد در کشورهای مختلف، تحلیل آثار این پدیده پنهان در حوزه‌ی اقتصاد کلان بر محوریت دو دیدگاه متضاد فساد به مثابه‌ی روغن کاری چرخ‌دنده‌ها^۲ - تسهیل‌گر فرآیند رشد و توسعه - در مقابل سنگ‌ریزه^۳ و مانع این مسیر شکل گرفته‌اند. طرفداران دیدگاه اول در حوزه‌ی نظری بر اساس یک توالی تاریخی مبتنی بر واقعیت‌های ۶۰ و ۷۰ میلادی چنین استدلال می‌کنند که میسر بودن امکان اتخاذ رفتارهای مالی فاسد و توسل به پرداخت‌های غیرقانونی برای غلبه بر کارکردهای نامناسب و معیوب نظام دیوان سالاری، راهکاری برای اجتناب و دوری از آثار پرهزینه‌ی قوانین و سیاست‌های گمراه‌کننده و نادرست دولت‌ها است. فساد در این رویکرد پاسخ عقلانی بخش خصوصی به سیاست‌های دست و پاگیر و پیچیده و ناکارآمدی‌های ناشی از شکست دولت خواهد بود که در اصطلاح به آن فساد مؤثر^۴ گفته می‌شود (هانتینگتون،^۵ ۱۹۶۸).

اصل سرمایه برگشت خواهد شد و سپس بازده مورد انتظارش تحصیل می‌شود تا قادر به تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری باشد. بازده سهام خود تابع عوامل متعددی است، یکی از این عوامل می‌تواند تاثیر فساد باشد. به لحاظ نظری نااطمینانی در خصوص فساد می‌تواند بخش داخلی اقتصاد به خصوص بازار سهام را تحت تأثیر قرار دهد. بنابراین اگر فساد کنترل شود، می‌تواند محیط مناسب و مساعدتری را برای تولید، تجارت و سرمایه‌گذاری فراهم سازد. (شکی و توفیقی، ۱۳۹۱).

بنابراین با توجه به مباحث مطرح شده، هدف پژوهش حاضر بررسی اثر فساد بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار ایران می‌باشد. کلیات پژوهش شامل ادبیات موضوع، که پژوهش‌های انجام شده در ارتباط با پژوهش آورده شده است و همچنین برآورد مدل و آزمون‌های مورد استفاده در پژوهش می‌باشد و در نهایت نتیجه‌گیری پژوهش را در بر می‌گیرد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در این بخش به بررسی مطالعات صورت گرفته در داخل و خارج کشور در خصوص تاثیر فساد اداری بر بازدهی سهام پرداخته می‌شود و در نهایت به کمک مبانی نظری پژوهش به معرفی مدل پرداخته می‌شود.

۲-۱- ادبیات داخلی

در مطالعات انجام شده داخلی، بررسی سابقه پژوهش نشان می‌دهد که مطالعه مستقیمی پیرامون بررسی تأثیر فساد اداری بر بازدهی سهام انجام نشده و اغلب مطالعات به بررسی تأثیر فساد اداری بر رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری و توسعه انسانی پرداخته‌اند.

از جمله این مطالعات می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

کریمی پتانلار و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان "اثر فساد مالی بر درآمدهای مالیاتی و مخارج دولت: مطالعه موردی کشورهای منتخب در حال توسعه" بیان می‌کند. در پی افزایش فساد مالی سهم نسبی درآمدهای مالیاتی در تولید ناخالص داخلی کاهش می‌یابد که به معنای اثر منفی آن بر درآمدهای مالیاتی دولت می‌باشد، همچنین با استفاده از روش داده‌های تابلویی و اطلاعات آماری سال‌های (۲۰۰۷-۲۰۰۰) برای ۳۱ کشور منتخب به این نتایج رسید که در پی افزایش شاخص فساد مخارج دولتی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی افزایش می‌یابد.

اصغریور و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان "تاثیر فساد اداری بر نرخ پس انداز ناخالص ملی کشورهای منطقه ی MENA" از رهیافت داده‌های تابلویی پویا (روش آرلانو و باند) استفاده کرده است و تاثیر شاخص ادراک فساد (متغیر جایگزین فساد اداری) بر نرخ پس انداز ناخالص ملی در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا به تفکیک دو گروه کشورهای نفتی و غیر نفتی طی سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۳ را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج حاصله دلالت بر تاثیر مثبت و معنی دار شاخص ادراک فساد بر نرخ پس انداز ملی داشته، به طوری که کاهش نرخ پس انداز ناخالص ملی نسبت به شاخص ادراک فساد در گروه کشورهای نفتی نسبت به کشورهای غیر نفتی بیشتر بوده است. افزون بر این، نتایج نشان داده که متغیر نرخ تورم تاثیر منفی و متغیرهای درآمد سرانه و رابطه ی مبادله تاثیر مثبت و معنی دار بر نرخ پس انداز ملی در این کشورها داشتند.



تقوی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان "رابطه فساد اداری و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اپک" به بررسی فساد اداری پرداختند. داده‌های کلان اقتصادی از بانک جهانی گردآوری شده است و داده‌های مربوط به شاخص فساد اداری از موسسه شفافیت بین‌المللی استخراج شده است. تجزیه و تحلیل اطلاعات این پژوهش با استفاده از نرم افزار اقتصادسنجی Eviews انجام شده است. سپس فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار گرفت و نتایج نشان داد که رابطه بین فساد و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اپک معکوس و معنادار است و ضریب تأثیر فساد اداری در بین متغیرهای دیگر مدل بر رشد اقتصادی بیشتر است. همچنین زمان تأثیر فساد در کشورهای عضو اپک بلندمدت است و در کوتاه مدت خود را نشان نمی‌دهد. به علاوه رابطه بین موجودی سرمایه و رشد نیروی کار در کشورهای اپک با رشد اقتصادی آن کشورها مستقیم و معنادار است.

جعفری صمیمی و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان "فساد، اندازه دولت و درجه بازی اقتصاد در مدل‌های رشد" به بررسی مهم‌ترین عوامل تأثیر گذار بر فساد و از طرف دیگر، میزان تأثیر فساد بر شاخص‌های کلان اقتصادی پرداخته‌اند. نتایج به دست آمده بیانگر تأثیر مثبت درجه بازی اقتصاد بر کاهش فساد اقتصادی و رابطه معکوس اندازه دولت با شاخص فساد اقتصادی است، یعنی این که هر چه اندازه دولت‌ها کوچک‌تر باشد، فضایی سالم‌تر و فساد اقتصادی کم‌تری دارند.

صادقی و همکارش (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر شاخص ادراک فساد بر نرخ تورم" به بررسی تأثیر فساد اداری بر نرخ تورم در کشورهای منطقه خاورمیانه و شمال آفریقا طی

سالهای ۲۰۱۰-۲۰۰۳ پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش دلالت بر این دارد که شاخص‌های ادراک فساد تأثیر منفی بر نرخ تورم داشته و متغیرهای درجه بازبودن اقتصاد و درآمد سرانه نیز تأثیر منفی و معنی‌دار بر نرخ تورم در کشورهای مورد بررسی داشته است. علاوه بر این متغیر نرخ رشد نقدینگی دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر نرخ تورم بوده و متغیر مخارج مصرفی نهایی نیز دارای تأثیرگذاری مثبت و معنی‌دار بر نرخ تورم می‌باشد. از این رو مهم‌ترین توصیه سیاستی این پژوهش آن است که سیاست‌گذاران اقتصادی این کشورها با بهره‌گیری از سیاست‌های مناسب به کاهش فساد اداری مبادرت ورزیده و همچنین با افزایش سطح تولید و درآمد سرانه و به تبع آن تقویت رشد اقتصادی به کاهش نرخ تورم کمک نمایند.

آذربایجانی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان "اثر نهادها بر روی تجارت دو جانبه کشورهای منتخب خاورمیانه" بیان می‌کند در مقایسه با سایر عوامل مؤثر بر روی تجارت دوطرفه، کیفیت نهادها از اثرگذاری بیشتری برخوردار است به طوری که یک واحد افزایش در شاخص کیفیت نهادها در کشور صادرکننده کالا و واردکننده کالا به ترتیب افزایش ۱/۵۸ و ۰/۷ درصدی تجارت را بین جفت کشورهای مورد بررسی به همراه دارد و به این نتیجه رسید که کشورهایی با نهادهای بهتر تمایل به تجارت بیشتر دارند.

صباحی و ملک الساداتی (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان "اثر کنترل فساد مالی بر رشد اقتصادی" تأثیر فساد مالی را بر رشد اقتصادی در سه گروه کشورهای پردرآمد، کشورهای با درآمد متوسط و کشورهای کم درآمد، در قالب یک مدل اقتصادسنجی و با بهره‌گیری از تکنیک داده‌های

نشان می‌دهند که رابطه معنی داری بین فساد اداری و سرمایه گذاری مستقیم خارجی وجود دارد و فساد مانع رشد اقتصادی و سرمایه گذاری خارجی در کشورهای کمتر توسعه یافته می‌شود.

ایمو^{۱۱} (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان "اثرات فساد بر سرمایه گذاری مستقیم خارجی در اقتصادهای آسیایی" اقتصادهای ۱۶ کشور آسیایی در دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۵ را مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش نشان داد که یک درصد افزایش در سطح فساد، ۹/۱ درصد کاهش سرمایه گذاری مستقیم خارجی را دربرخواهد داشت.

جونگ و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "آیا فساد بر تجارت بین الملل تأثیر منفی دارد؟" به بررسی فساد در یک اقتصاد صادرات از یک طرف و فساد در یک اقتصاد واردات از طرف دیگر می‌پردازد. در این پژوهش آن‌ها از مدل جاذبه برای بررسی تجارت بین المللی و کیفیت نهادها استفاده نموده‌اند. آنها به این نتیجه رسیدند که پرداخت رشوه زمان انتظار در مرزها را به میزان قابل توجهی کاهش می‌دهد.

طوطیان^{۱۳} (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "ارتباط بین فساد اداری و رشد اقتصادی در بین گروه های کم درآمد و درآمد متوسط" به بررسی فساد اداری و رابطه آن با رشد اقتصادی با استفاده از مدل داده‌های پانل پرداخته است. نمونه آماری تمام کشورهای عضو اکو می‌باشد. فساد اداری به عنوان متغیر مستقل و رشد اقتصادی، سرمایه و نیروی کار به عنوان متغیرهای وابسته در نظر گرفته شده‌اند. آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه معنی داری بین فساد اداری و رشد اقتصادی، سرمایه و نیروی کار در بین کشورهای کم درآمد و درآمد متوسط از جمله ایران وجود دارد.

تابلویی را مورد بررسی قرار داده است و نتایج به دست آمده از آن گویای این است که در کشورهای پردرآمد و کشورهای دارای درآمد متوسط کنترل فساد با رشد اقتصادی ارتباط مثبت معناداری دارد، در کشورهای کم درآمد این ارتباط منفی و معنادار است.

برومند (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان "فساد، سرمایه گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی (مطالعه ی موردی: ایران)" از روشی بر مبنای اجزاء اصلی استفاده کرده است. بعد از محاسبه ی شاخص فساد به روش PCA، با استفاده از روش های WLS و OLS، روابط بین متغیرها را برآورد کرده است. نتایج حاصله بیان کرد که فساد اثرات منفی بر رشد اقتصادی کشور داشته است و همچنین یک رابطه ی بسیار قوی بین سطح فساد و سطح سرمایه گذاری خصوصی و اندازه ی بخش عمومی در اقتصاد ایران وجود داشته است.

۲-۲- ادبیات جهانی

در زمینه بررسی تأثیر فساد اداری بر بازده سهام در خارج از کشور مطالعات معدودی صورت گرفته به طوری که در اغلب مطالعات تأثیر شاخص های فساد اداری بر سایر متغیرهای کلان اقتصادی نظیر رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و کارایی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار گرفته است. از جمله این مطالعات می‌توان به موارد زیر اشاره داشت:

اعظم و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۳) در پژوهشی با عنوان "اثرات فساد اداری و سرمایه گذاری مستقیم خارجی در کشورهای کمتر توسعه یافته" از روش داده‌های پانل در دوره ۲۰۱۱-۱۹۸۵ استفاده نمودند. نتایج



کشور ترکیه در دوره ۲۰۰۷-۱۹۷۵ با استفاده از مدل Johansen پرداخته اند. یافته های پژوهش نشان داد که در کشور ترکیه رابطه مثبت و معنی داری بین فساد و سرمایه گذاری دولتی وجود دارد.

عثمان^{۱۸} (۲۰۰۹) مطالعه خود را با هدف شناسایی "اثر فساد بر رشد اقتصادی در نیجریه" برای دوره زمانی ۲۰۰۷-۱۹۸۶ انجام داد. او متغیرهایی را همچون سرمایه های فیزیکی، انسانی و هزینه های دولت را وارد مدل خود نمود و در نهایت نتیجه گرفت که فساد اثر منفی روی رشد اقتصادی دارد. همچنین فساد اثر منفی روی سرمایه های انسانی و فیزیکی دارد، اما فساد اثر مثبتی روی هزینه های دولت دارد، یعنی با گسترش هزینه ها و اندازه دولت، فساد نیز بیشتر شده است. آنها نتیجه گرفتند که اثر فساد روی رشد اقتصادی در نیجریه به صورت مستقیم و غیرمستقیم است.

براون و همکاران^{۱۹} (۲۰۰۴) در پژوهشی با عنوان "تورم، تنوع تورم و فساد" به بررسی رابطه بین فساد و تورم در بین ۷۵ کشور جهان پرداختند. یافته های پژوهش نشان داد که تنوع تورم می تواند به فساد بالاتر و سرمایه گذاری کمتر منجر شود. همچنین رابطه معنی داری بین فساد و تنوع تورم وجود دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

چنانچه میانگین بازدهی غیر عادی نمونه ای برابر صفر باشد، از نظر آماری به صورت زیر بیان می شود:

$$\begin{cases} H_0: \mu_e = 0 \\ H_1: \mu_e \neq 0 \end{cases} \quad (1)$$

دامیر^{۱۴} (۲۰۱۱) در مطالعه خود "فساد و تورم در کشورهای عضو اتحادیه اروپا" را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد که بین نرخ ارز و قیمت سهام در این کشورها رابطه بلندمدت وجود دارد. نتایج وجود تاثیر مثبت فساد بر نرخ تورم را نشان می دهد. همچنین تاثیر فساد بر تورم تا حد زیادی غیرمستقیم است و با یک تاخیر زمانی رخ می دهد.

قوش و همکارش^{۱۵} (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین فساد در مالیه عمومی یا فساد در سیستم اداری و رابطه آن با تورم، رشد و مالیات می پردازند. آنها در این پژوهش بیان می دارند که فساد در مالیه عمومی به سه شکل ممکن است رخ دهد: اولاً: کاهش در درآمدهای مالیاتی اخذ شده از خانوارها، ثانیاً: افزایش تورمی پرداختی های دولتی و ثالثاً: کاهش بهره وری و کارایی مخارج دولتی. آنها در این پژوهش به این نتیجه می رسند که افزایش فساد به هر یک از سه شکل فوق، منجر به افزایش تورم و کاهش رشد می شود که در این بین، اثر فساد بر رشد اقتصادی قابل توجه می باشد.

پلگرنی و همکارش^{۱۶} (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان "آیا فساد مهم است؟" به بررسی تاثیر فساد بر بازدهی سهام در شرکت های صنعتی منطقه یورو پرداختند. هدف از اجرای این پژوهش، ارتباط بین بازده سهام شرکتهای صنعتی منطقه یورو و شاخص های کلان اقتصادی به منظور ارزیابی تاثیر فساد در اجرای شرکتهای صنعتی اروپا ذکر شده است. آنها به این نتیجه رسیدند که رابطه معنی داری بین فساد و بازدهی سهام در منطقه یورو وجود دارد.

ارسلان و همکاران^{۱۷} (۲۰۰۹) در پژوهشی با عنوان "رابطه فساد و سرمایه گذاری عمومی" به بررسی رابطه بین فساد و سرمایه گذاری عمومی در

الف. تفاوت قیمت

آخرین قیمت سهام در پایان ماه به اولین قیمت در ابتدای ماه در نظر گرفته می‌شود و تفاوت آنها را می‌نویسند. این تفاوت اگر مثبت باشد، عامل فزاینده نرخ بازده کل و اگر منفی باشد، عامل کاهشنده نرخ بازده کل خواهد بود.

ب. سود نقدی هر سهم

این سود عبارت است از سود نقدی سهام پیشنهادی تصویب شده در مجمع عمومی صاحبان سهام که تقسیم بر تعداد سهام در تاریخ تصویب شده است.

ج. مزایای ناشی از حق تقدم

در صورتی که افزایش سرمایه از محل آورده نقدی سهام‌داران با قیمت اسمی صورت گیرد، حق تقدم حاصله دارای ارزشی است که به عنوان یکی از مزایای متعلق به سهام‌دار در هنگام افزایش سرمایه، در محاسبه نرخ بازده کل سهم مد نظر قرار می‌گیرد.

د. مزایای ناشی از پرداخت سود سهمی (سهام جایزه)

افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های قانونی و مطالبات حال شده سهام‌داران منجر به ایجاد سود سهمی یا سهام جایزه شده که دارای ارزشی است و باید محاسبه بازده کل سهم مدنظر قرار گیرد.

بازده شرکت که ناشی از چهار مورد یاد شده است بدین شکل محاسبه شده است:

$$R_{i,t} = \Gamma_p + \Gamma_{DPS} + \Gamma_R + \Gamma_{SD} \quad (6)$$

که در آن:

Γ_p : بازده ناشی از تغییرات ماهانه قیمت سهام است.

Γ_{DPS} : بازده ناشی از سود نقدی است.

Γ_R : بازده ناشی از حق تقدم است.

Γ_{SD} : بازده ناشی از سود سهمی است.

داده‌های حاصل از نمونه‌گیری با استفاده از مدل رگرسیون خطی ساده و به عبارت اخص تجزیه و تحلیل باقی‌مانده‌های این مدل و با روش زیر مورد آزمون قرار می‌گیرد:

$$R_{i,t} = \alpha + R_{m,t} + e_{i,t} \quad (2)$$

$$R_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (3)$$

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1} + D_{i,t}}{P_{i,t-1}} \quad (4)$$

$$e_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (5)$$

که در آن:

$R_{i,t}$: بازده ماهانه برآوردی سهام شرکت I در ماه t است؛

$R_{m,t}$: نرخ بازده بازار سهام است که به صورت ماهیانه محاسبه می‌شود؛

$R_{I,t}$: نرخ بازده یک سهم در یک ماه است؛

I_t : عدد شاخص قیمت بازار سهام در ماه t است؛

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت I در پایان ماه t است؛

$D_{i,t}$: توزیع منافع مالکیت سهام در ماه t شامل سود نقدی؛ ارزش سهام جایزه؛ حق تقدم و کاهش ارزش اسمی است.

$e_{i,t}$: باقیمانده مدل رگرسیون برای بازده شرکت i در ماه t است.

منظور از R_i (بازده کل) مجموعه مزایایی است که در طول یک دوره به سهم تعلق می‌گیرد. این دوره می‌تواند روزانه، هفتگی، ماهانه، سالانه و یا هر دوره زمانی دیگر متناسب با نوع پژوهش باشد.

مجموعه این مزایا برای محاسبه بازده ماهانه سهام شامل موارد زیر است:



۴- مدل پژوهش

بر این اساس متغیرهای مهم اثرگذار بر بازدهی اوراق سهام از نگاه کلان اقتصادی متغیر شاخص قیمت خرده فروشی به عنوان معرف تورم و عاملی که می‌تواند بر ارزش واقعی سهام تاثیر گذاشته و تغییرات بازدهی سهام را در پی داشته باشد.

شاخص مهم دیگر اثرگذار تولید ناخالص داخلی به عنوان معرف ساختار اقتصادی کشور و بیانگر چگونگی حرکت متغیرهای کلان اقتصادی است که می‌تواند نشانگر شرایط اقتصاد و تاثیر آن بر متغیر نرخ بازدهی سهام باشد و با توجه به اینکه شوک‌های ارزی نیز یکی از عوامل مورد توجه پژوهش بوده و بر اساس ادبیات موضوع نیز می‌تواند بازدهی را تحت تاثیر قرار دهد باعث شده که به کمک مبانی نظری مدل زیر معرفی شود.

$$R=F(\text{CPI}, \text{GDP}, \text{CPG})$$

$$R=F(\text{CPI}, \text{GDP}, \text{CPG})$$

که در این مدل بیانگر شاخص قیمت مصرف کننده، GDP تولید ناخالص داخلی و CPG متوسط شاخص اندازه‌گیری فساد می‌باشند.

۴-۱- برآورد مدل پژوهش

برای مشخص شدن تاثیر فساد بر متغیرهای اقتصادی لازم است ابتدا مقایسه‌ای در ارتباط با سه شاخصی که در این پژوهش از متوسط آن‌ها برای نشان دادن فساد بر بازدهی سهام استفاده شده در کشورهای مختلف انجام گیرد.

$$r_p = \frac{P_1 - P_0}{P_0} \quad (7)$$

که در آن:

P_0 : قیمت سهم در ابتدای ماه.

P_1 : قیمت سهم در انتهای ماه.

$$r_{DPS} = \frac{DPS}{P_t} \quad (8)$$

که در آن:

D.P.S: سود نقدی هر سهم است.

P_t : قیمت مربوط به ماه مجمع عمومی عادی است.

$$r_R = \frac{(1+\%R)P_2 - (N.P \times \%R) - P_1}{P_1} \quad (9)$$

که در آن:

P_2 : قیمت سهم پس از مجمع عمومی عادی که افزایش سرمایه داده است.

P_1 : قیمت سهم قبل از مجمع عمومی عادی که افزایش سرمایه داده است.

$\%R$: درصد حق تقدم مصوب در مجمع.

N.P: قیمت اسمی سهم.

$$r_{SD} = \frac{(1+\%SD)P_2 - P_1}{P_1} \quad (10)$$

که در آن:

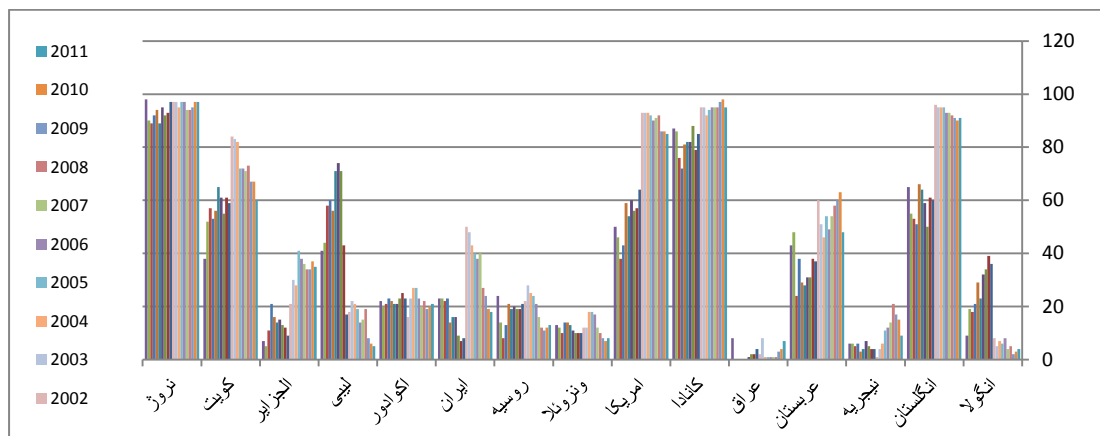
SD: سود سهمی است و $\%SD$ به معنای درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و یا اندوخته‌ها است.

P_2 : اولین قیمت بعد از مجمع فوق‌العاده است.

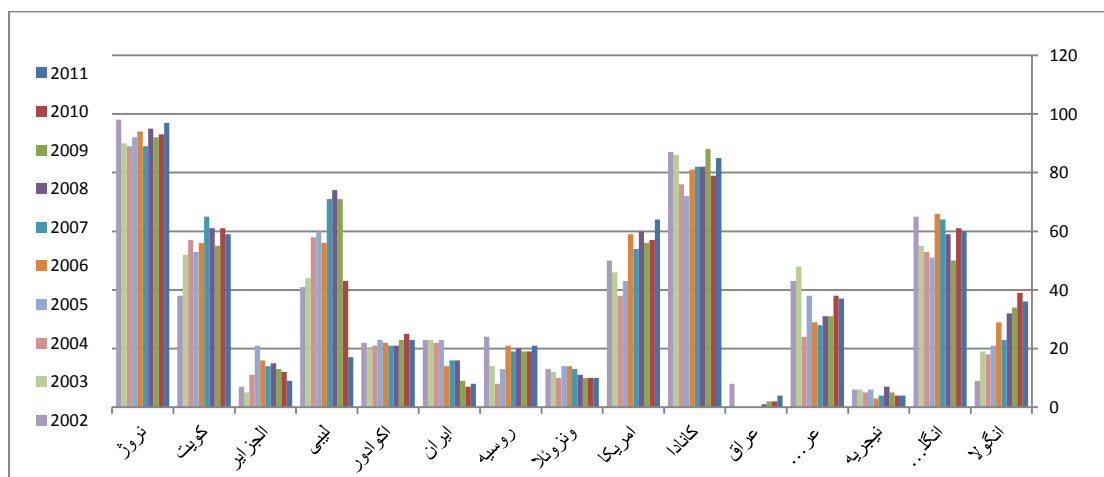
P_1 : آخرین قیمت قبل از مجمع فوق‌العاده است.

بعد از محاسبه بازده ماهیانه هر شرکت و بازدهی سالیانه بازار، باقی‌مانده‌های هر شرکت به کمک مدل رگرسیون به دست آمدند.

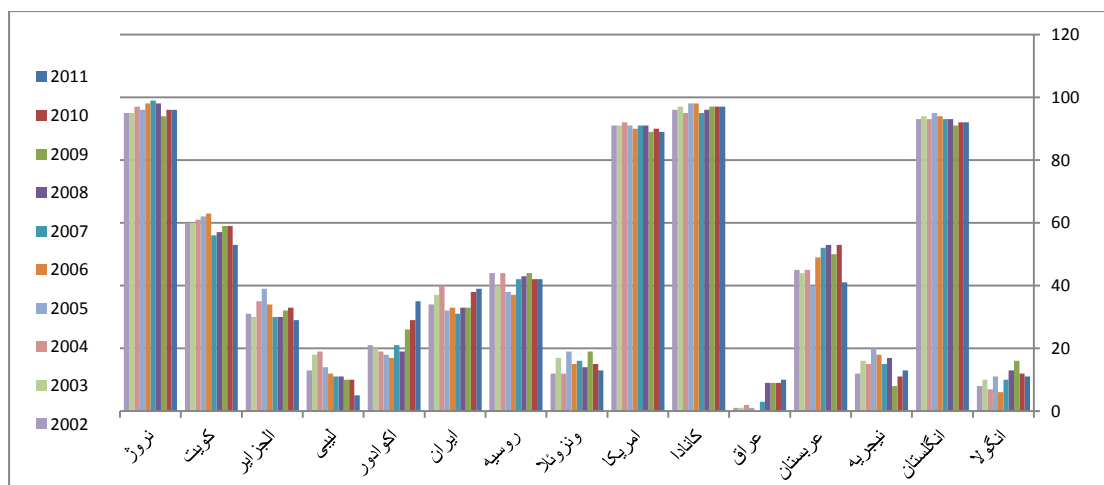




نمودار شماره ۱- کنترل فساد



نمودار شماره ۲- ثبات سیاسی و عدم خشونت



نمودار شماره ۳. اثربخشی دولت

از ایجاد رگرسیون کاذب لازم است رابطه همجمعی بین متغیرها بررسی شود. به این منظور آزمون کائو استفاده شد که مقدار آماره t مربوط به آن برابر $۲/۳۳-$ و احتمال آن برابر با $۰/۰۰۹$ است که نشان‌دهنده رد فرض صفر مبنی بر نبود رابطه همجمعی بین متغیرها است. در نتیجه آزمون کائو وجود رابطه همجمعی بین متغیرهای الگو را تایید می‌کند و بنابراین یک رابطه تعادلی بلندمدت بین فساد شرکت‌ها و متغیرهای مستقل معرفی شده وجود دارد.

جدول شماره ۱- نتایج مانایی متغیرها

متغیر	LR	Lcpi	Lgdp	Cpg
آزمون				
Levin, Lin & Chu	$-۱۸/۸۳$ (۰/۰۰)	$-۵/۱۳$ (۰/۰۰)	$-۲/۱۲$ (۰/۹۸)	$-۱۱/۲۴$ (۰/۰۰)

۱-۵- برآورد مدل داده‌های تابلویی

در این بخش الگوی تصریح شده برای بررسی اثر متغیرهای توضیحی بر بازده سهام برای ۵۲ شرکت به صورت کلی تخمین زده شده و نتایج مربوط ارائه می‌شود. در این پژوهش اطلاعات و داده‌های مورد نیاز از پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی در دوره زمانی ۹۰-۱۳۸۵ استخراج شده است.

در برآورد الگو با استفاده از داده‌های پانل نیاز است که ابتدا آزمون‌های مورد نیاز انجام شده و روش مناسب برای برآورد انتخاب شود. بر اساس اطلاعات ارائه شده یکی از مهم‌ترین آزمون‌ها در این خصوص آزمون چاو است. آزمون چاو برای آزمون بکارگیری مدل با داده‌های تلفیق شده در برابر مدل

همانطور که مشخص است ایران در مقایسه با کشورهای منتخب از نظر شاخص‌های فساد در وضعیت مناسبی قرار ندارد. این موضوع لزوم توجه به شاخص‌های حکمرانی خوب برای بهبود بازار سرمایه را بیان می‌کند.

۵- نتایج پژوهش

پیش از برآورد الگوی نهایی لازم است، مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده آزمون گردد، زیرا نامانایی متغیرها باعث بروز رگرسیون کاذب می‌شود. در صورت وجود ریشه واحد به منظور جلوگیری از برآورد تورش‌دار از آزمون‌های همجمعی استفاده می‌شود. در صورتی می‌توان به متغیرهای مورد استفاده اعتماد کرد که رابطه بلندمدت بین آنها برقرار باشد. برای تعیین مانایی متغیرهای مورد نظر آزمون‌های متفاوتی وجود دارد که شامل آزمون لوین-لین و چو^{۲۰}، آزمون ایم-پسران و شین^{۲۱}، آزمون فیشر^{۲۲} و آزمون فیشر-فیلیپس^{۲۳} می‌شود. برای بررسی وجود همجمعی نیز آزمون‌های مختلفی از جمله کائو، پدرونی و آزمون فیشر وجود دارد. در این پژوهش برای انجام آزمون مربوط به مانایی متغیرها از آزمون لوین-لین و چو و از آزمون کائو برای بررسی رابطه همجمعی و بلندمدت بین متغیرها استفاده می‌شود. نتایج مربوط به مانایی متغیرهای الگو در جدول شماره (۱) گزارش شده است. در این جدول اعداد داخل پرانتز احتمال متغیرها را نشان می‌دهند.

براساس نتایج ارائه شده متغیر بازده سهام شرکت‌ها، شاخص قیمت مصرف‌کننده و فساد در سطح مانا هستند و فرض صفر مبنی بر وجود ریشه واحد رد می‌شود، در حالی که متغیر تولید ناخالص داخلی دارای ریشه واحد است. حال برای جلوگیری

هر چه بیشتر باشد اثر آن بر بازدهی سهام نامطلوب است. علت اصلی در این مورد، منفی بودن فساد در دوره مورد مطالعه است که زمینه را برای کاهش بازده سهام در این شرکت‌ها فراهم می‌آورد.

کشش جزئی تولید ناخالص داخلی مثبت و معنادار است و این بیانگر این مطلب است که با افزایش تولید ناخالص داخلی بازده سهام افزایش می‌یابد

۶- نتیجه‌گیری و بحث

حکمرانی خوب که از طریق شاخص‌های فساد ارزیابی می‌شود، متغیرهای کلان اقتصادی کشورها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. عموماً شاخص‌های فساد بر متغیرهای زیر ساختی تاثیر دارند که از طریق آن می‌توانند بر شاخص‌های کمی یک اقتصاد نیز اثرگذار باشند. بر این اساس سوالی که مقاله به دنبال پاسخ به آن بود این است که آیا حکمرانی خوب بر بازدهی سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تاثیرگذار است؟ پاسخ به این سوال از آنجا دارای اهمیت است که ساختار بازار سرمایه و بازار بورس به گونه ای است که می‌تواند تحت تاثیر متغیرهای محیطی قرار گیرد. بر این اساس در پژوهش حاضر تعداد ۵۲ شرکت بورس اوراق بهادار که از بزرگترین شرکت‌های مطرح در بورس اوراق بهادار هستند انتخاب و از طریق روش داده‌های تابلویی تاثیر شاخص‌های فساد بر بازدهی سهام مورد توجه قرار گرفت. نتایج نشان داده است که هرچه شرایط حکمرانی خوب به سمت بهبود حرکت کند بازدهی سهام نیز افزایش می‌یابد. این مسئله از آنجا دارای اهمیت است که شاخص‌های حکمرانی خوب عاملی برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار بوده و می‌تواند

اثر ثابت انجام می‌شود. این آزمون بر اساس برآورد دو رگرسیون مقید و غیرمقید و آماره F است. بر اساس نتایج مربوط به برآورد این آزمون مقدار آماره F برابر با ۰/۹۹ و احتمال مربوط به آن ۰/۴۹ به دست آمده است که بیانگر پذیرش فرض صفر آزمون است. یعنی در برآورد الگوی مربوط به بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه، روش داده‌های تلفیق شده بر روش اثرات ثابت برتری دارد. بنابراین به منظور برآورد الگو از روش داده‌های تلفیقی استفاده شد که نتایج مربوط به آن در جدول گزارش شده است.

جدول شماره ۲- نتایج حاصل از برآورد الگو بر

اساس داده‌های تلفیقی (Pooled Model) برای ۵۲

شرکت

متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
CPI	-۰/۰۴	-۴/۵۷	۰/۰۰۰۰
CPG	-۰/۹۲	-۵/۰۹	۰/۰۰۰۰
LGDP	۵۶/۴۲	۳/۲۰	۰/۰۰۱۵
C	-۶۹۳/۷۸	-۳/۰۷	۰/۰۰۲۳

بر اساس نتایج ضریب شاخص قیمت مصرف‌کننده منفی می‌باشد و آماره t و سطح معنی‌داری مربوط به آن حاکی از معنی‌داری اثر منفی متغیر مذکور بر بازده سهام است. به این معنی که با افزایش شاخص قیمت مصرف‌کننده، بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

اثر فساد بر بازده سهام شرکت‌های مورد مطالعه منفی است و آماره t برابر با ۵/۰۹- بیانگر معنی‌داری اثر این متغیر است. به این معنی که با افزایش فساد بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد. اثر منفی فساد بر بازدهی سهام نشان می‌دهد که شاخص‌های فساد

موردی: ایران)، "فصلنامه اقتصاد مقداری (بررسی های اقتصادی سابق)، دوره ۵، شماره ۲، صص ۱۲۹-۱۰۷.

* اصغرپور، حسین، (۱۳۹۰)، "تاثیر فساد اداری بر نرخ پس انداز ناخالص ملی کشورهای منطقه MENA (رهیافت داده های تابلویی پویا)"، فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، شماره ۳، صص ۹۹-۱۲۱.

* صادقی، سید کمال، فشاری، مجید، (۱۳۹۱)، "بررسی تاثیر شاخص ادراک فساد بر نرخ تورم مطالعه موردی: کشورهای منطقه (MENA)"، فصلنامه تحقیقات اقتصادی راه اندیشه، سال ۱، شماره ۴، صص ۱۵۸-۱۴۱.

* تقوی، مهدی، نیکومرام، هاشم، غفاری، فرهاد، طوطیان، صدیقه، (۱۳۹۰)، "رابطه فساد اداری و رشد اقتصادی در کشورهای عضو اپک"، فصلنامه مدیریت (پژوهشگر)، سال ۸، شماره ۲۱، صص ۱۰۳-۸۸.

* جعفری صمیمی، احمد، (۱۳۹۰)، "فساد، اندازه دولت و درجه بازی اقتصاد در مدل های رشد"، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۶۱، صص ۱۳۴-۱۱۳.

* Jong, de, Eelke, Bogmans, Christian, (2011). "Does corruption discourage international trade?", *European Journal of Political Economy*, vol 27, pp 385-398

* Tootian, Sedigheh, (2011). "The relation between administrative corruption & economic growth in low income and medium income countries?", *International Journal of Finance, Accounting and Economics Studies*, 1(1), pp 39-48

* Arslan, Ünal, Sađlam, Yıldıız, (2009). "The Relationship Between Corruption and Public Investment: The Case of Turkey", *Economics Bulletin*, 29(1), pp 1-13

* Azam, Muhammad, Ahmad, Siti Aznor, (2013). "The Effects of Corruption on Foreign Direct Investment Inflows: Some

شرایط معاملات و در نتیجه رونق بازار را مهیا نمایند. بنابراین بر اساس نتایج این مطالعه می توان گفت که برای ایجاد شرایط باثبات در بازار و ایجاد بازدهی بلندمدت باید شاخص های فساد رابه سمت حکمرانی خوب بهبود بخشید که در این صورت است که بورس تنها بر اساس نمادهای اقتصاد واقعی حرکت خواهد کرد. همچنین نتایج این مطالعه با مطالعات انجام شده در کشورهای دیگر مطابقت داشته و بیانگر این نکته اساسی است که هرچه شاخص فساد در یک کشور بدتر باشد تاثیر بهبود این شاخص ها بر بازدهی سهام بیشتر خواهد بود. به همین دلیل نیز اگر سیاست ها به گونه ای باشد که شاخص های فساد بهبود یابند می توان افزایش قابل توجه و ثبات در بازدهی سهام را نتیجه گرفت.

فهرست منابع

* کریمی پتانلار، سعید، (۱۳۹۰)، "اثر فساد مالی بر درآمدهای مالیاتی و مخارج دولت: مطالعه موردی کشورهای منتخب در حال توسعه"، فصلنامه پژوهش ها و سیاست های اقتصادی، سال ۱۹، شماره ۵۷، صص ۱۷۰-۱۵۷.

* صباحی، احمد، ملک الساداتی، سعید، (۱۳۸۸)، "اثر کنترل فساد مالی بر رشد اقتصادی"، فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۵۳، صص ۱۵۸-۱۳۱.

* آذربایجانی، کریم، (۱۳۹۰)، "اثر نهادها بر روی تجارت دو جانبه کشورهای منتخب خاورمیانه"، فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران، سال ۱۵، شماره ۴۵، صص ۲۳-۱.

* برومند، شهزاد، (۱۳۸۷)، "فساد، سرمایه گذاری بخش خصوصی و رشد اقتصادی (مطالعه ی

یادداشت‌ها

1. Lambsdorff
2. Greases The Wheels
3. Sand The Wheels
4. Efficient Corruption
5. Huntington
6. Egger and Winner
7. Aidt
8. Blakburn
9. Principal Agent Model
10. Muhammad Azam , Siti Aznor Ahmad
11. Aye Mengistu Alemu
12. Eelke de Jong, Christian Bogmans
13. Sedigheh Tootian
14. Damir Piplica
15. Ghosh and Neanidis
16. Polgirnini and etal
17. Ünal Arslan, Yýldýz Sađlam
18. S. Usman
19. Miguel Braun , Rafael Di Tella
20. LLC
21. IPS
22. ADF
23. PP

Empirical Evidence from Less Developed Countries" , Journal of Applied Sciences Research, 9(6), pp 3462–3467

- * Alemu, Aye Mengistu, (2012), " Effects of Corruption on FDI Inflow in Asian Economies" , Seoul Journal of Economics, 2(1), pp 387–412
- * Braun, Migeul, Tella, Rafael Di, (2004), " Inflation, Inflation Variability, And Corruption" , Economics & Politics, 16(1), pp 77–100
- * Damir, Piplica, (2011), " Corruption And Inflation In Transition Eu Member Countries " , Ekon. Misa O I Praksa Dbk, vol 2, pp 469–506
- * S. Usman, (2009), "Corruption and Economic Growth in Nigeria", Journal of Mpra Economic Freedom , vol6, pp1-13.
- * Ghosh, S, and Neanidis, K.C, (2010), "Corruption in Public Finances, and the Effects on Inflation, Taxation, and Growth, Centre for Growth and Business Cycle Research", Discussion Paper, vol140, pp 1-33.
- * Pellegrini, Carlo Bellavite and Pellegrini, Laura, (2010), "Does corruption matter? The impact of corruption in share returns of listed industrial companies in Euro area", <http://ssrn.com/abstract=1731047>, pp 1-17.