



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۲ / شماره ۲ (پیاپی ۴۶) / تابستان ۱۴۰۲
صفحه ۳۲۳ تا ۳۴۸

نظام راهبری شرکتی و سرعت تعدیل قیمت سهام با تأکید بر چرخه عمر

علی کرامتی فرهود

دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران
karamati_ali@yahoo.com

سعید جبارزاده کنگرلوئی

دانشیار گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران
jabbarzadeh.s@gmail.com

جمال بحری ثالث

استادار گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران (نویسنده مسئول)
bahrisls.j@gmail.com

عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران
pakmaram@bonabiau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۹/۱۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۹۹/۱۲/۱۸

چکیده

جود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات بر روی قیمت اوراق بهادار ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود به‌سرعت بر قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین بازاری، قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. هدف اصلی پژوهش تجربی حاضر تعیین تأثیر نظام راهبری شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام با تأکید بر چرخه عمر می‌باشد. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۲ شرکت است که برای دوره زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که نظام راهبری شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین با بررسی نقش تعدیل‌کنندگی الگوهای جریان نقدی، در دوره ظهور تأثیر معنی‌دار نظام راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده گردید. این در حالی است که در دوره‌های رشد، بلوغ، رکود و افول نظام راهبری شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد.

واژه‌های کلیدی: نظام راهبری شرکتی، سرعت تعدیل قیمت سهام، چرخه عمر، الگوهای جریان نقدی.

۱- مقدمه

حاکمیت شرکتی به‌عنوان مهم‌ترین ساختار برقراری و حفظ حقوق ذی‌نفعان همواره در تلاش است که از تضییع منافع ذی‌نفعان جلوگیری نماید. با جدا شدن مالکیت از مدیریت، مدیران به‌عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند (فاما و جنسن ۱۹۸۳^۱). حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاش هستند تا ثروت آن‌ها را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی نظام راهبری شرکتی مناسب در شرکت‌ها است. توجه به راهبری شرکتی کارا و افزایش کارایی در قراردادهای میان ذی‌نفعان به‌منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقاء شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آن‌ها از طریق مردم تأمین شده است، به تخصیص کارای منابع و درنهایت رشد توسعه اقتصادی منجر می‌شود (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶). اطلاعات فراهم‌شده توسط سیستم اطلاعاتی حسابداری بخشی از اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی به کار می‌برند؛ تجدیدنظر در پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی بر مبنای اطلاعات بی‌کیفیت در مقایسه با تجدیدنظر مبتنی بر اطلاعات باکیفیت مطلوب، منجر به برآوردهای نامشخصی از قیمت سهم می‌شود. با توجه به عدم اطمینان حاصل از کیفیت نامطلوب اطلاعات در برآورد قیمت سهام، با گذر زمان، درک بهتری از محتوای اطلاعات منتشره فراهم می‌شود و نیز یادگیری از ارزیابی‌های سایر سرمایه‌گذاران منجر به بهبود در برآوردها شده و درنهایت تعدیل قیمت سهم با تأخیر روی خواهد داد. تأخیر در تعدیل قیمت برای خریدار و فروشنده مخاطره‌آمیز است و این مخاطره ناشی از عدم انعکاس کامل اطلاعات در قیمت است. انعکاس کامل و بلادرنگ اطلاعات ممکن است اثرات منفی و یا مثبت بر قیمت سهم داشته باشد (کالن و همکاران ۲۰۱۲، ۲).

پارامترهای مختلفی برای تعیین درجه کارایی بازار وجود دارد؛ اما مسئله دسترسی یکسان کلیه فعالان بازار از جایگاه ویژه‌ای برخوردار بوده و نقش مهمی در تشخیص میزان کارایی بازار دارد. در یک بازار کارا، قیمت سهام هنگامی نوسان مهم می‌یابد که اطلاعات جدید در دسترس همگان قرار گیرد زیرا قیمت در یک بازار کارا منعکس‌کننده کلیه اطلاعات موجود می‌باشد و هرگونه نوسان قیمت، به دلیل انتشار اطلاعات پیش‌بینی نشده می‌باشد. تا هنگامی که اطلاعات آتی ناشناخته باشد، پیش‌بینی جهت قیمت سهم در آینده غیرممکن است. بنابراین کلیه سهام‌شانس یکسانی برای بالا رفتن یا پائین آمدن ارزش دارند؛ این پدیده حرکت رندمی نامیده می‌شود. تا زمانی که نوسان قیمت سهام تابع حرکت تصادفی باشد، برای اشخاص غیرممکن خواهد بود که به‌صورت سیستماتیک بازار را دور بزنند. به‌هرحال یک استثنا برای ادعای غیرممکن بودن کسب بازدهی بیشتر و دور زدن بازار به‌صورت سیستماتیک وجود دارد و آن‌هم از جانب معاملات متکی بر اطلاعات نهانی متوجه بازار خواهد شد. در بازار اوراق بهادار تهران که اغلب فعالان غیرحرفه‌ای بوده و تحلیل‌های فاندamental سهم کمتری در قیمت‌سازی دارند، یکی از پارامترهای مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، شایعات شرکت‌ها می‌باشد. این شایعات در اغلب موارد بر خواسته از واقعیت‌ها و اخبار منتشرنشده شرکت‌ها می‌باشد که مدیران شرکت‌ها پس از آنکه خودشان از این اطلاعات محرمانه استفاده نموده‌اند، آن را به‌صورت غیررسمی به بازار منتقل نموده و بدین ترتیب اثر قیمتی

اطلاعات را به صورت غیررسمی متوجه معاملات سهام شرکت خود می‌نمایند. این پدیده را می‌توان «نشت اطلاعات» در شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران نامید. به‌رحال محققان زیادی از جمله فاما^۴ (۱۹۶۹)، دیکسون^۴ (۱۹۹۲)، جنسون^۵ (۱۹۸۷) و بی و^۵ (۱۹۸۱) در خصوص فرضیه بازار کارا نظریه پردازی کرده و تحقیقاتی انجام داده‌اند. بی و^۵ (۱۹۹۸) به تشریح مسائلی که سبب عدم کارایی می‌شود پرداخت و به این نتیجه رسید که برای تعریف بازار کارا ابتدا باید عدم کارایی را تعیین نمود. او بازار کارا را به شکل زیر تعریف نمود: یک بازار را با توجه به سیستم اطلاعاتی آن، زمانی کارا می‌نامیم که واکنش قیمت‌ها زمانی صورت بگیرد که همه اجزاء علائمی را که سیستم اطلاعاتی می‌دهد مشاهده نمایند. به عبارت دیگر تغییر قیمت زمانی اتفاق می‌افتد که آگاهی از اطلاعات همه‌گیر شده باشد. در این حالت می‌توانیم بگوییم که قیمت‌ها انعکاس‌دهنده سیستم اطلاعاتی هستند.

عدم تقارن اطلاعات زمانی ایجاد می‌شود که سهامداران به اطلاعات محرمانه‌ای که مدیران شرکت در اختیار دارند، دسترسی نداشته باشند. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع اطلاعات بر روی قیمت اوراق بهادار ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در بازار کارا، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود به سرعت بر قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین بازاری، قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است. به عبارت دیگر ویژگی مهم بازار کارا این است که قیمت تعیین شده در بازار، شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. بازار کارا باید نسبت به اطلاعات جدید حساس باشد. اگر اطلاعات تازه‌ای به اطلاعات عموم می‌رسد، قیمت سهام عادی شرکت متناسب با جهت اطلاعات یادشده تغییر خواهد کرد. اگر بازار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت باشد و عکس‌العمل لازم را نشان ندهد، یعنی تحلیل‌کننده‌ای در بازار برای ارزیابی و بررسی اثر اطلاعات جدید بر قیمت وجود نداشته، طبیعتاً آن بازار کارایی نخواهد داشت (جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲). تحقیق حاضر در تلاش است تا به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام بپردازد، تا میزانی که حاکمیت شرکتی برافزایش سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیر دارد، بررسی گردد. لذا این پژوهش در پی پاسخ به این سؤال است که کیفیت حاکمیت شرکتی چه تأثیری بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌ها در چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی دارد؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظام راهبری شرکتی

نظام راهبری شرکتی با استفاده از سازوکارهای درونی، بیرونی و محیطی، در پی نظارت موثر بر عملکرد مدیران و کاهش رفتارهای فرصت طلبانه آنان جهت نیل به ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران می‌باشد (امیری و همکاران، ۱۳۹۹). موضوع نظام راهبری شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. در گزارش کادبری^۶ (۱۹۹۲) به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم کنترل داخلی و حسابرس داخلی تأکید زیادی شده بود. این گزارش در سال ۱۹۹۵ توسط کمیته گرین بری^۷ بررسی مجدد و در سال ۱۹۹۸ توسط کمیته هامپل^۸ نهایی شد. اکثر کشورهای جهان از جمله انگلستان، چین، کره، کانادا و استرالیا دارای چنین نظام‌نامه راهبری به صورت مدون می‌باشند. در آمریکا نیز افشای ماجرای

انتخابات و اترگیت^۹ و همچنین تقلب در بازار سرمایه آمریکا در سال ۲۰۰۱ باعث تصویب قانونی به نام ساربینز آکسلی^{۱۰} یا همان حاکمیت شرکتی شد. حاکمیت شرکتی عبارت از فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران است (مونکس و همکاران ۲۰۱۸،^{۱۱}). حاکمیت شرکتی به مکانیزم‌هایی می‌پردازد که ذینفعان شرکت به وسیله این مکانیزم‌ها بتوانند بر مدیران و اعضای داخلی هیئت‌مدیره به‌گونه‌ای اعمال کنترل نمایند که منافع ذینفعان حفظ شود و این ذینفعان شامل سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دیگر ذینفعان از جمله کارمندان، مشتریان، تأمین‌کنندگان و دولت می‌باشند. مدیران حرفه‌ای، کارآفرینان، اعضای داخلی شرکت (که به‌طور کلی از آن‌ها به‌عنوان مدیران نام‌برده می‌شود) کنترل تصمیمات کلیدی شرکت را بر عهده‌دارند. اصلی‌ترین موضوع در حاکمیت شرکتی، موضوع جدایی مالکیت از کنترل و مسائل مربوط به نمایندگی است. مکانیزم‌های کنترلی به دلیل جدایی مالکیت از کنترل ضرورت پیدا می‌کند. بنابراین، حاکمیت شرکتی ابزاری است که بر مبنای آن سهامداران مختلف با اعمال قوانین خاصی که در چارچوب مقررات و آیین‌نامه شرکت گنجانده می‌شود بر شرکت اعمال کنترل می‌کنند (جنسن ۲۰۰۶،^{۱۲}).

سرعت تعدیل قیمت سهام^{۱۳}

در بازارهای کارا با قیمت‌گذاری منطقی دارایی، قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌تواند با پدیده کوتاه‌مدت و موقت به‌سرعت قابل برگشت توسط آربیتراژها (فریدمن ۱۹۵۳،^{۱۴})، یا جبران منطقی برای ریسک‌های سیستماتیک که در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی تبیین نمی‌شوند، باشد (فاما و فرنچ^{۱۵}، ۱۹۹۳ و ۱۹۹۶). از سوی دیگر، مالیه رفتاری قیمت‌گذاری نادرست مستمر را نتیجه مؤلفه غیرمنطقی (رفتاری) قیمت‌های دارایی در نظر می‌گیرد (بادآورنهدی و داداش‌زاده، ۱۳۹۴). تعدیل قیمت، فرآیند انعکاس اطلاعات در قیمت سهام است. فرآیندی که موجب می‌شود، قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی آن نزدیک و درنهایت با آن مساوی گردد (آمیهود و مندلسون^{۱۶}، ۱۹۸۷). کارایی بازار با انعکاس سریع و کامل اطلاعات در قیمت‌ها مرتبط بوده، از این‌رو، تعدیل قیمت سریع‌تر و کامل‌تر، نمایانگر بازار کارا تر خواهد بود (داموداران^{۱۷}، ۱۹۹۳). سرعت تعدیل قیمت سهام، مدت‌زمانی است که طول می‌کشد تا اطلاعات در قیمت سهام منعکس می‌گردد و قیمت معاملاتی سهام به ارزش واقعی خود برسد (قمری، ۱۳۹۰). سرعت تعدیل قیمت دارایی‌ها به‌سوی ارزش ذاتی‌شان، معیارهای مستقیم درجه بیش واکنشی و کم واکنشی در بازارهای مالی را ارائه می‌کند (تئوبالد و یالوپ^{۱۸}، ۲۰۰۴). رویکردهای مطالعات سرعت تعدیل قیمت به سه دسته طبقه‌بندی می‌شوند:

رویکرد اندازه‌گیری سرعت تعدیل قیمت در رسیدن به ارزش ذاتی اوراق بهادار؛ بر اساس این رویکرد مدل‌های مختلفی توسعه یافته‌اند که مبتنی بر توابع خودهمبستگی بوده که سرعت اطلاعات جدیدی را که در قیمت هر یک از سهام یا سید سهام منعکس شده را اندازه‌گیری می‌کنند. این پژوهش‌ها برآمده از مدل‌های رفتاری بیش واکنشی و کم واکنشی همچون پژوهش باربریز و همکاران (۱۹۹۸)، دانیل و همکاران (۱۹۹۸) و هانگ و استیندر (۱۹۹۹)، بوده که از طریق الگوهای خودهمبستگی خاص سری بازده‌ها استنتاج می‌شود (لیم ۲۰۰۹،^{۱۹}). رویکرد اندازه‌گیری سرعت تعدیل قیمت اوراق بهادار در واکنش به اطلاعات خاص شرکتی: از زمان کار اولیه فاما در سال ۱۹۶۹،

مطالعات رخدادی ابزار اولیه‌ای برای آزمون سرعت تعدیل قیمت به انواع اطلاعات از قبیل تجزیه سهام، ادغام و تحصیل، فروش سهام در عرضه‌های اولیه، پذیرش در بورس، مستقل سازی بخشی از شرکت در قالب ایجاد یک شرکت فرعی و رقابت‌های نماینده سهامدار در مجمع برای انتخاب هیئت‌مدیره، شده است. روش‌شناسی مطالعه رخدادی بر آزمون مفهوم فرضیات بازار کارا تمرکز دارد چراکه برای سرمایه‌گذاران امکان‌پذیر نیست که استنتاج کنند که بازده غیرعادی مثبت، پس از انتشار عمومی اطلاعات، به دلیل تعدیل قیمت سریع برای انعکاس کامل رسیدن اطلاعات جدید بوده است. لذا در این نوع روش‌شناسی، برای سنجش سرعت تعدیل قیمت بازار به انتشار اطلاعات، آزمون می‌شود که آیا بازده‌های غیرعادی در طول زمان پنجره رویداد، به‌طور معنی‌داری متفاوت از صفر است. بازده غیرعادی از تفاضل بازده عادی مورد انتظار از بازده‌های واقعی محاسبه می‌شود (لیم، ۲۰۰۹). مدل هاسبروک^{۲۰} (۱۹۹۱) و جونز و لیپسون^{۲۱} (۱۹۹۹) بر پایه این رویکرد می‌باشند. رویکرد اندازه‌گیری سرعت تعدیل قیمت اوراق بهادار در واکنش اطلاعات عمومی بازار؛ از زمان پژوهش لو و مک کینلی (۱۹۹۰) که دریافتند بازده سهام بزرگ، پیشرو سهام کوچک است، منشأ اثرات پیش رو و پس رو موضوع پژوهش‌های زیادی بوده است. مدل مبتنی بر رگرسیون بتای دایمسون (۱۹۷۹) و مدل لیم (۲۰۰۹) بر پایه این رویکرد می‌باشند.

الگوهای جریان نقدی و چرخه عمر

الگوهای جریان نقد از ترکیب علامت مثبت (ورودی) و منفی (خروجی) صورت جریان وجه نقد حاصل می‌شود. دیکنسون (۲۰۰۶) با استفاده از الگوهای حاصل از سه طبقه صورت جریان وجه نقد (عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) مطابق جدول ۱، مراحل چرخه عمر را تفکیک می‌کند. پشتوانه وجود این الگوها بر اساس نظریه‌های حسابداری و تئوری چرخه عمر شرکت است.

جدول ۱. تفکیک مراحل چرخه عمر شرکت به روش الگوهای جریان نقدی

| علامت‌های پیش‌بینی شده | | | | | | | | |
|------------------------|------|------|------|------|------|-----|------|--|
| ۸ | ۷ | ۶ | ۵ | ۴ | ۳ | ۲ | ۱ | |
| افول | افول | رکود | رکود | رکود | بلوغ | رشد | ظهور | |
| - | - | + | + | - | + | + | - | خالص جریان‌های نقد فعالیت‌های عملیاتی |
| + | + | + | + | - | - | - | - | خالص جریان‌های نقد فعالیت‌های سرمایه‌گذاری |
| - | + | - | + | - | - | + | + | خالص جریان‌های نقد فعالیت‌های تأمین مالی |

با توجه به اینکه صورت جریان وجه نقد در کشور ایران به‌صورت پنج طبقه‌ای تهیه می‌شود، لازم است برای تفکیک مراحل چرخه عمر صورت جریان وجه نقد به سه طبقه‌ای تبدیل شود. علامت هر طبقه از جریان‌های نقدی (عملیاتی، سرمایه‌گذاری و تأمین مالی) در مراحل چرخه عمر شرکت با توجه به نظریه‌های اقتصادی و تحقیقات قبل پیش‌بینی شده است و با توجه به آن‌ها، الگوی جریان‌های نقدی هر مرحله از چرخه عمر شرکت پیش‌بینی

می‌شود. لذا، نتیجه‌گیری می‌شود که اندازه‌گیری چرخه عمر بر اساس الگوهای جریان نقدی دقیق‌تر از سایر روش‌ها است. بنابراین بر اساس این الگوها فرضیه‌های پژوهش تدوین می‌شود.

نظام راهبری شرکتی و سرعت تعدیل قیمت سهام

بررسی تحقیقات انجام‌شده نشان می‌دهد که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، از طریق کانال‌های مختلف و از طریق نظارت مؤثر بر عملکرد مدیران و سهامداران نهادی باعث افزایش دقت تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذار و کسب حداکثر بازدهی مثبت می‌شود (آسپریس و فرینو ۲۰۱۳، ۲۲). حاکمیت شرکتی، سیستمی با مکانیزم‌های داخلی و خارجی است که عملکرد و فعالیت‌های مدیران را کنترل می‌کند. لذا، استقرار نظام راهبری قوی باعث افزایش کارایی شرکت شامل کارایی در عملیات داخلی و کارایی در بازار سرمایه خواهد شد (دزیاو ۲۰۰۱، ۲۳). اطلاعاتی که در اثر حاکمیت شرکتی گزارش می‌شوند، بر کشف به‌موقع قیمت سهام و نیز سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و نوسان‌های بازار بر ارزش سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است (بیکس و همکاران ۲۰۰۶، ۲۴). کشف قیمت در شرکت‌هایی که دارای سهامداران نهادی هستند و اطلاعات محرمانه آن‌ها در بازار سرمایه سریع‌تر افشاء می‌شود، به‌موقع تر و اطلاعات در قیمت سهام به‌سرعت تعدیل می‌شود (بوش من و همکاران ۲۰۱۰، ۲۵). استقلال هیئت‌مدیره قوی باعث افزایش سرعت تعدیل قیمت سهام به اطلاعات جدید می‌شود. ناقص بودن اطلاعات به‌طور بالقوه مانع کشف قیمت به‌موقع می‌شود و باعث واکنش تأخیری قیمت سهام به اطلاعات جدید می‌شود (گلان ۲۰۰۶، ۲۶). نتایج پژوهش آسپریس و فرینو (۲۰۱۳) نشان داد که استقلال مدیران بر نقدینگی سهام و سرعت تعدیل قیمت تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. تحلیل گران سرمایه‌گذاری ممکن است اطلاعات ارزشمندی را برای سرمایه‌گذاران خاص فراهم نماید که این امر باعث افزایش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود. از این‌رو استقلال هیئت‌مدیره و شفافیت اطلاعات مالی باعث افزایش سرعت تعدیل قیمت سهام می‌شود (گرین، ۲۰۰۶). استقلال هیئت‌مدیره باعث افزایش کارایی اطلاعاتی در بازار سهام و در نتیجه باعث افزایش بازدهی بازار و نقد شوندگی خواهد شد. همچنین، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، باعث بهبود توانایی سرمایه‌گذاری و افزایش ارزش ذاتی دارایی‌های سرمایه‌ای می‌شود (بیکس و براون ۲۰۰۶، ۲۷).

شرکت‌هایی که هیئت‌مدیره مستقل‌تری دارند واکنش تأخیری قیمت سهام کمتر و قیمت سهام با سرعت بیشتری نسبت به اطلاعات جدید عکس‌العمل نشان می‌دهد و تعدیل می‌شود و استقلال هیئت‌مدیره باعث افزایش بازده سهام می‌شود. شرکت‌هایی که استقلال هیئت‌مدیره قوی دارند، کمترین تأخیر تعدیل در پرتفوی در معاملات روزانه با بالاترین بازده و بیشترین تأخیر در تعدیل در پرتفوی در معاملات روزانه با کمترین بازده را دارند (سان و یو ۲۰۱۴، ۲۸).

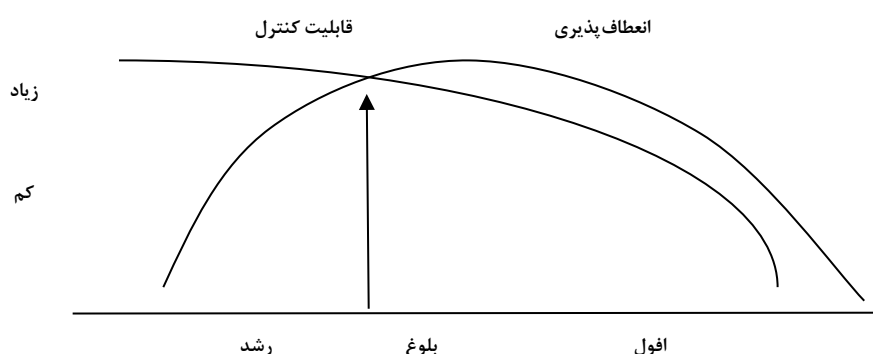
چرخه عمر، نظام راهبری شرکتی و سرعت تعدیل قیمت سهام

هر شرکت در طول زندگی خود مراحل را طی می‌کند که بدون توجه به اصول حاکمیت شرکتی نمی‌توان آن‌ها را به درستی پیمود. باید در نظر داشت که خروج از هر مرحله زندگی شرکت و ورود به مرحله جدید به

زیرساخت‌ها و شرایط اولیه‌ای از نظر حاکمیت شرکتی نیاز دارد که این امر بدون اعمال تغییراتی خاص در ساختار کاری شرکت امکان‌پذیر نیست. نکته مهم آن است که برای دستیابی به یک انتقال موفقیت‌آمیز در گذرا از مراحل عمر شرکت باید تعادل مجددی در ساختار و ابزارهای اجرایی حاکمیت شرکتی اعم از تغییرات در ترکیب/اندازه و استقلال تیم هیئت‌مدیره، تغییرات در سبک رهبری شرکت، ایجاد سیستم‌های کنترل داخلی، حسابرسی، افشاجری و مدیریت ارتباط با سهامداران ایجاد کرد و زمینه برای ورود به دوره‌ای جدید فراهم آورد. با توجه به نکته فوق، سیستم‌های حاکمیت شرکتی می‌توانند همگام با چرخه عمر شرکت، تأثیرات و تغییرات شگرفی را تجربه نمایند (علوی و همکاران ۱۳۸۷). همان‌گونه که نظریات حاکمیتی در طول دوره عمر شرکت متفاوت است، نقش حاکمیت شرکتی نیز می‌تواند از مرحله‌ای به مرحله دیگر متفاوت باشد. این امر به تفکرات بخش فوقانی هر شرکت در ارتباط با مرحله عمر شرکت و تجربه و دانش آن‌ها در این زمینه وابسته است. در نتیجه حاکمیت شرکتی و به خصوص هیئت‌مدیره می‌تواند طی هر مرحله نقشی غیر اثربخش یا حتی برخلاف آن، نقشی قدرتمند و مؤثر در هدایت مراحل گوناگون شرکتی داشته باشند (ایثو ۲۰۰۵، ۲۹). در نظریه‌های اقتصاد و مدیریت مراحل چرخه عمر واحدهای تجاری به طرق و شیوه‌های مختلفی تقسیم می‌شود. در ادبیات این علوم برای چرخه عمر مدل‌هایی با چند مرحله ارائه شده است که در آن‌ها مؤسسات و شرکت‌ها با توجه به هر مرحله از حیات اقتصادی خود سیاست و خط‌مشی مشخصی را دنبال می‌کنند، این سیاست‌ها به‌گونه‌ای در اطلاعات حسابداری شرکت‌ها منعکس می‌شود (دهدار، ۱۳۸۶).

با توجه به مطالب فوق، فعالان بازار سرمایه، تصمیم‌گیرندگان، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل بورس اوراق بهادار در صورتی که معیار چرخه عمر شرکت را در مدل‌های پیش‌بینی و تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ کنند، قادر خواهند بود پیش‌بینی‌های دقیق‌تری انجام داده و پیرو آن تصمیمات بهینه‌ای اتخاذ کنند. از این‌رو، هراندازه که بتوان معیار چرخه عمر را به نحو بهتر و دقیق‌تری ارزیابی کرد، تأثیر بیشتری در پیش‌بینی‌ها دارد. شناخت مراحل چرخه عمر شرکت می‌تواند به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان و مهم‌ترین استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری در پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت کمک کند. به‌عبارتی دیگر، هر یک از مراحل که شرکت در آن قرار دارد به استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری کمک می‌نماید تا ارزیابی بهتری از اطلاعات مالی شرکت، نیازهای جاری و آتی آن و نیز عملکرد و قابلیت‌های مدیریت به عمل‌آورند (حقیقت و قربانی، ۱۳۸۶). واحدهای تجاری در مسیر تکامل و حیات خود برای برآورده ساختن نیازها ملزم به پاسخ‌گویی به خواسته‌های موجود در داخل و خارج سازمان هستند و یا به عبارتی برای ادامه حیات خود تحت تأثیر عوامل درون‌سازمانی (عوامل مدیریتی، حاکمیت شرکتی، ساختار هزینه‌ها و غیره) و عوامل محیطی (عوامل رقابتی، نوآوری‌ها و غیره) قرار دارند. وجود چنین عواملی باعث می‌شود که واحد تجاری در هر برهه‌ای از زمان در یک حالت خاص از نظر اقتصادی قرار گرفته و رفتارهای مالی متفاوتی بسته به نوع مرحله را از خود نشان دهد. واحدهای تجاری اصولاً در روند حرکتی خود پیوسته با سختی‌های زیادی روبرو می‌شوند که به‌وسیله مکانیزم‌های داخلی قادر به حل آن نبوده و برای رفع آن، دخالت حرفه‌ای بیرون از سازمان اجتناب‌ناپذیر است. همانند موجودات زنده، رشد و پیری واحدهای تجاری را می‌توان بر مبنای قابلیت کنترل و انعطاف‌پذیری نشان داد. در دوران رشد، واحدهای تجاری بسیار انعطاف‌پذیر

ولی در اکثر مواقع غیرقابل کنترل‌اند. با افزایش عمر واحدهای تجاری، روابط تغییر می‌کند: کنترل، افزایش و انعطاف‌پذیری، کاهش می‌یابد. در نهایت در دوران افول قابلیت کنترل نیز کاهش می‌یابد. زمانی که واحد تجاری قابل کنترل بوده و انعطاف‌پذیر باشد، بیانگر این است که هر دو مزایای جوانی و پیری را به صورت یکجا دارا می‌باشد، این وضعیت تحت عنوان مرحله تکامل یا بلوغ شناخته می‌شود (آدیزس^{۳۰}، ۱۹۹۸).



شکل ۱. رابطه بین قابلیت کنترل و انعطاف‌پذیری در چرخه عمر واحدهای تجاری

شرکت‌ها در مرحله ظهور با اطلاعات ناقص درباره عملکرد شرکت وارد بازار شده و در این مرحله برای سرمایه‌گذاران اطلاعات کافی برای تصمیم‌گیری وجود ندارد (جووانیک، ۱۹۹۷). در مرحله بلوغ شرکت‌ها اطلاعات کاملی را به بازار منعکس می‌نمایند و در مرحله افول کاهش نسبت‌های رشد باعث کاهش قیمت سهام می‌شود و با سستی جریان‌های نقدی فعالیت‌های عملیاتی شرکت، نیازهای فعالیت‌های تأمین مالی پوشش داده نمی‌شود و منجر به سرمایه‌گذاری و فروش دارایی‌های شرکت، مخاطره ناتوانی در پرداخت بدهی‌ها، همراه با واکنش منفی بازار سرمایه به قیمت سهام و افزایش بحران مالی آتی شرکت می‌شود (ورنرفلت^{۳۱}، ۱۹۹۸).

پیشینه تجربی

دیکنسون (۲۰۰۶)، در پژوهشی با عنوان رشد و سودآوری آتی و نقش چرخه عمر شرکت و موانع ورودی، این موضوع را مورد آزمون قرار داد که چگونه سودآوری و رشد، به صورت مقطعی و موقت توسط چرخه عمر شرکت (یک ساختار اقتصادی بنیادی) و موانع ورودی ایجاد شده توسط شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. وی در این مطالعه به این نتیجه رسید که سود عملیاتی یک الگوی غیرخطی را در طی مراحل چرخه عمر نشان می‌دهد. وی نشان داد که محرک‌های سودآوری و رشد (حاشیه سود و گردش دارایی‌ها) تحت تأثیر چرخه عمر قرار دارند و مراحل چرخه عمر توان پیش‌بینی این عامل‌ها را افزایش می‌دهد. سان و یو^{۳۲} (۲۰۱۴)، در پژوهشی دریافتند در شرکت‌هایی با هیئت‌مدیره مستقل‌تر، قیمت سهام با سرعت بالاتری نسبت به اطلاعات جدید عکس‌العمل نشان داده و تعدیل می‌شود. گوردون و وو^{۳۳} (۲۰۱۴)، نیز به این نتیجه دست‌یافتند که وقتی عدم تقارن اطلاعاتی بین

مدیریت و سهامدار نهادی باشد، قیمت سهام با تأخیری بیشتری به اطلاعات موجود عکس‌العمل نشان می‌دهد و دیرتر تعدیل می‌شود. همچنین، نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که کیفیت بالاتر افشای اطلاعات شرکت‌ها موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را افزایش می‌دهد. آم^{۳۴} (۲۰۱۵) نیز به این نتیجه دست‌یافت که هر چه درصد مالکیت در سهام یک شرکت بیشتر باشد، واکنش تأخیری قیمت سهام آن بیشتر می‌شود. اسپریس و فرینو (۲۰۱۳) دریافتند که استقلال هیئت‌مدیره باعث افزایش کارایی اطلاعاتی قیمت سهام و افزایش سرعت نقدشوندگی قیمت سهام می‌شود. حسن و حبیب (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان چرخه عمر شرکت، منابع انسانی و مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها، نشان دادند که شرکت‌ها در مرحله بلوغ نسبت به سایر مراحل چرخه عمر، در فعالیت‌های مسئولیت‌پذیری اجتماعی سرمایه‌گذاری قابل توجهی انجام می‌دهند. لی و چوی (۲۰۲۰)، در پژوهشی تحت عنوان تأثیر چرخه عمر بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت‌ها نشان دادند در مراحل رشد و بلوغ، سرمایه‌گذاری بیشتری در فعالیت‌های مربوط به مسئولیت‌پذیری اجتماعی انجام می‌دهند.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر انعکاس به‌موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین کیفیت اقلام تعهدی و هموارسازی سود با انعکاس به‌موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. افلاطونی (۱۳۹۴)، به بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود با سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، به این نتیجه دست‌یافتند که هر چه کیفیت اقلام تعهدی بیشتر و میزان پایداری سود حسابداری بالاتر باشد، اطلاعات با سرعت بیشتری در قیمت سهام انعکاس می‌یابد. همچنین، نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین عامل‌های ریسک سرعت انعکاس اطلاعات حسابداری و غیر حسابداری با صرف ریسک است. این موضوع بدان معنا است که با کاهش کیفیت سود، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت‌های سهام کاهش یافته و بازده مطالبه شده توسط سهامداران افزایش پیدا می‌کند. افلاطونی (۱۳۹۵)، به بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و متقارن نبودن اطلاعات بر واکنش تأخیری قیمت سهام پرداخته است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش در کیفیت گزارشگری مالی و کاهش در میزان نامتقارن بودن اطلاعات، کاهش واکنش تأخیری قیمت سهام را به دنبال دارد. ملکی و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی تأثیر چرخه عمر شرکت‌ها بر سطح محافظه‌کاری پرداخته و به این نتیجه دست‌یافتند که در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها میزان محافظه‌کاری متفاوت است. رضایی و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهش خود به این نتیجه دست‌یافتند که ارتباط معناداری بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجوه نقد وجود دارد. امیری و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی دریافتند که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی می‌توانند رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کاهش و در نتیجه کیفیت اطلاعات ارائه شده را افزایش دهد.

فرضیه‌های پژوهش

نتایج تحقیقات پیشین بیانگر این است که واکنش و پاسخ بازارها به سرعت انعکاس اطلاعات در مراحل مختلف چرخه عمر تفاوت معناداری باهم دارند. بنابراین منطقی است که انتظار داشت تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام از یک مرحله چرخه عمر به مرحله دیگر متفاوت باشد، از این‌رو، برای آزمون تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر دارد.

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام در چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی تأثیر دارد.

به پیروی از پژوهش دیکنسون (۲۰۱۰) چرخه‌های عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی مورد مطالعه شامل: دوره ظهور^{۳۵}، دوره رشد^{۳۶}، دوره بلوغ^{۳۷}، دوره رکود^{۳۸} و دوره افول^{۳۹} می‌باشد.

روش‌شناسی

هدف پژوهش حاضر، تعیین تأثیر نظام راهبری شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام با تأکید بر چرخه عمر است. این پژوهش از لحاظ هدف، از نوع کاربردی و از نظر ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. برای گردآوری داده‌های تحقیق، از پایگاه رسمی بورس اوراق بهادار تهران و سایر پایگاه‌های اینترنتی رسمی مرتبط، اطلاعات حسابداری شرکت‌های بورسی، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و دیگر منابع اطلاعاتی استفاده شده است. نوع داده‌ها ترکیبی بوده و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش داده‌های تعداد ۱۱۲ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۸ با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند: پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد، شرکت‌های نمونه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی (بانک‌ها) نباشند، شرکت‌های نمونه دچار توقف معاملاتی بیش از چهار ماه نشده باشد تا قیمت سهام متعارف تلقی گردد، شرکت‌های نمونه، سال مالی‌شان تغییر نکرده باشد و اطلاعات شرکت‌های نمونه در دسترس باشد.

با پیروی از پژوهش‌های کالن و همکاران (۲۰۱۲) و گوردون (۲۰۱۴) برای آزمون فرضیه‌های پژوهش رابطه (۱) برآورد شده است:

رابطه (۱):

$$Rspeed_{it} = \beta_0 + \beta_1 QCG_{it} + \beta_2 Tum_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 MBV_{it} \\ + \beta_6 lose_{it} + \beta_7 Liq_{it} + \beta_8 Lev_{it} + \beta_9 Ato_{it} + \varepsilon_{it}$$

بر اساس این مدل، متغیر وابسته این پژوهش شاخص کارایی اطلاعاتی قیمت سهام (سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام) می‌باشد. در این پژوهش برای اندازه‌گیری کارایی اطلاعاتی قیمت سهام از روش هاو و موسکوویتنز

(۲۰۰۵) استفاده گردیده است. بر اساس معیار سنجش سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام بر اساس روش هاو و موسکوویتنز (۲۰۰۵)، ابتدا مدل زیر با استفاده از داده‌های ماهانه برای هر شرکت برآورد و ضریب تعیین مدل استخراج می‌شود:
رابطه (۲): رگرسیون محدود نشده

$$R_{it} = a_1 + B_i R_{mt} + \sum_{n=1}^{n=14} \delta_{in} R_{Mt-n} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق، R_{it} نشان‌دهنده بازده ماهانه سهام شرکت نام در ماه t ام و R_{mt} بیانگر بازده ماهانه بازار (درصد تغییرات شاخص قیمت و نقدی) است که با وقفه‌های ۱ تا ۴ در مدل فوق حضور دارد. ضرایب تعیین حاصل از برآورد رابطه (۲) برای هر شرکت، ضرایب تعیین نامقید ($R^2_{Unrestricted}$) نامیده می‌شود. سپس مدل زیر که در آن تمامی ضرایب δ_{in} مقید به صفر بودن هستند، برای هر شرکت برآورد می‌گردد:
رابطه (۳): رگرسیون محدود شده

$$R_{it} = a_1 + B_i R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

ضرایب تعیین حاصل از برآورد رابطه (۳) برای هر شرکت، ضرایب تعیین مقید ($R^2_{Restricted}$) نامیده می‌شود. در پایان، معیار زیر که نشان‌دهنده سرعت تأثیر اطلاعات در قیمت‌های سهام است (با معکوس نمودن معیار واکنش تأخیری قیمت سهام، معرفی شده توسط هاو و موسکوویتنز (۲۰۰۵) برای هر شرکت محاسبه می‌شود:
رابطه (۴): معکوس معیار واکنش تأخیری قیمت سهام بر مبنای ضریب تعیین

$$RSpeed = \frac{1}{Delay} = \frac{R^2_{Unrestricted}}{R^2_{Unrestricted} - R^2_{Restricted}}$$

در عبارت (۴)، هر چه کسر بزرگ‌تر باشد، سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت‌های سهام بیشتر است. متغیر مستقل این پژوهش، کیفیت حاکمیت شرکتی بوده و با استفاده از پنج معیار روش ارزیابی براون و کایلور (۲۰۰۶)، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. در این روش مجموعه شاخص‌هایی بر اساس جدول (۳) مطرح می‌گردد. این موارد به صورت مجزا و با سؤالات مربوط به خود آزمون می‌شود و نتایج به صورت صفر و یک مشخص می‌شود. بدین صورت که کیفیت حاکمیت شرکتی یک موسسه یا شرکت در شرایط حداقل پذیرش آن قرار گرفته باشد با عدد یک آن را نشان داده و در غیر این صورت با عدد صفر بیان می‌شود که ارزش بیشتر نشانگر حاکمیت شرکتی باکیفیت بالا در شرکت خواهد بود.

جدول ۳. شاخص‌های اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی

| نام متغیر | تعریف عملیاتی |
|---|---|
| مرجع حسابرسی شرکت | اگر صورت‌های مالی توسط سازمان حسابرسی رسیدگی شود عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود. |
| استقلال هیئت‌مدیره | موظف بودن رئیس هیئت‌مدیره، عدد صفر و در غیر این صورت عدد یک. |
| میزان سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی | مجموع سهام در اختیار سهامداران نهادی |
| تمرکز مالکیت | جمع درصد سهام تحت تملک بزرگ‌ترین سهامدار و همچنین به ترتیب سایر سهامداران بالای پنج درصد می‌باشد. |
| شفافیت اطلاعات مالی | امتیاز شفافیت از طریق بورس اوراق بهادار برای هر شرکت محاسبه و منتشر می‌شود. |

منبع: براون و کاپلور (۲۰۰۶)

متغیر تعدیلی این پژوهش، چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی می‌باشد که بر اساس روش الگوهای جریان نقدی دیکنسون (۲۰۱۰) شرکت‌های مورد مطالعه به پنج دوره ظهور، دوره رشد، دوره بلوغ، دوره رکود و دوره افول تقسیم‌بندی می‌شوند.

با بررسی و تأیید تأثیر متغیرهای کنترلی بر سرعت تعدیل و سرعت انعکاس اطلاعات بر قیمت سهام در پژوهش‌های پیشین هاو و همکاران (۲۰۰۵)، کالن و همکاران (۲۰۱۲)، گوردون (۲۰۱۴) و افلاطونی (۱۳۹۵)؛ این متغیرها در غالب متغیرهای کنترلی تعریف و در پژوهش مورد استفاده قرار می‌گیرد.

گردش معاملات (*Tum*): اسپریس و فرینو (۲۰۱۳)، تأثیر گردش معاملات بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید نمودند. گردش معاملات از متوسط تعداد سهام معامله‌شده در طی هر سال تقسیم بر تعداد کل سهام منتشرشده در آن سال به دست می‌آید (رباط میلی و همکاران، ۱۳۹۳). اندازه شرکت (*Size*): افلاطونی (۱۳۹۴)، تأثیر اندازه شرکت بر سرعت تعدیل سهام را تأیید نموده است. اندازه شرکت، از لگاریتم دارایی‌های شرکت در پایان هر سال مالی به دست می‌آید. بازده دارایی‌ها (*ROA*): اسپریس و فرینو (۲۰۱۳)، تأثیر بازده دارایی‌ها بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید نمودند. این متغیر، از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (افلاطونی، ۱۳۹۴). فرصت رشد (*MBV*): نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سال مالی می‌باشد (هاو و همکاران، ۲۰۰۵). زیانده بودن شرکت (*Lose*): گوردون (۲۰۱۶)، تأثیر زیانده بودن شرکت را بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأیید نموده است. برای موارد گزارش زیان مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر اختصاص می‌یابد (افلاطونی، ۱۳۹۵). نقدشوندگی (*Liq*): افلاطونی (۱۳۹۵)، تأثیر نقدشوندگی سهام را بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را تأیید نمود. متغیر نقدینگی از لگاریتم طبیعی میانگین ماهانه حجم معاملات سهام به دست می‌آید. اهرم مالی (*Lev*): اسپریس و فرینو (۲۰۱۳)، تأثیر اهرم مالی بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید نمودند. اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها به دست

می‌آید. نسبت گردش دارایی‌ها (*Atto*): از تقسیم درآمد فروش بر کل دارایی‌ها شرکت به دست می‌آید (پانتزالیس و پارک^۱، ۲۰۱۳).

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

نتایج آمار توصیفی حاصل از پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

| متغیرها | میانگین | انحراف معیار | کمینه | پیشینه |
|----------------------|---------|--------------|--------|--------|
| سرعت تعدیل قیمت سهام | ۲۳/۸۸۳ | ۵/۹۷۹ | ۱/۰۰۰ | ۷۷۱ |
| کیفیت حاکمیت شرکتی | ۳/۱۳۵ | ۱/۰۸۲ | ۱/۰۰۰ | ۵/۰۰۰ |
| گردش معاملات | ۰/۴۴۲ | ۰/۲۹۴ | ۰/۰۹۶ | ۰/۸۵۸ |
| نقدشوندگی | ۵/۱۵۸ | ۰/۸۱۹ | ۲/۵۷۵ | ۷/۸۴۸ |
| فرصت رشد | ۱/۳۰۶ | ۰/۶۸۶ | ۰/۲۲۴ | ۲/۳۲۲ |
| اندازه شرکت | ۶/۰۵۵ | ۰/۶۴۸ | ۵/۹۶۳ | ۷/۳۸۱ |
| بازده دارایی‌ها | ۰/۰۷۳ | ۰/۱۵۶ | -۳/۲۴۰ | ۰/۳۴۰ |
| اهرم مالی | ۰/۶۳۳ | ۰/۲۳۵ | ۰/۰۸۹ | ۰/۵۷۵ |
| نسبت گردش دارایی‌ها | ۰/۷۶۰ | ۰/۳۹۰ | ۰/۱۳۶ | ۲/۱۷۰ |

مقادیر میانگین برای سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام و کیفیت حاکمیت شرکتی به ترتیب ۲۳/۸۸۳ و ۳/۱۳۵ می‌باشد. بنابراین مقادیر برای متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی و سرعت تعدیل قیمت سهام به سمت میانگین میل می‌کند که نشان می‌دهد شرکت‌های مورد بررسی به‌طور متوسط از کیفیت حاکمیت شرکتی و سرعت تعدیل سهام پایینی برخوردار بوده و همچنین این شرکت‌ها از این مشکل رنج می‌برند و هیچ‌گونه تمهیدات لازم از سوی مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان به‌منظور افزایش اثربخشی آن‌ها برای پیشبرد شرکت‌ها اندیشیده نشده است. مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۶۳۳ می‌باشد که نشان می‌دهد به‌طور متوسط شرکت‌ها حدود ۶۳ درصد منابع مالی خود را به بدهی بلندمدت اختصاص داده‌اند. مقدار میانگین برای بازده دارایی‌های شرکت برابر با ۰/۰۷۳ می‌باشد که بیان می‌کند به‌طور متوسط ۷/۳ درصد از سودآوری شرکت‌ها وابسته به دارایی‌های آن شرکت‌ها می‌باشد. با مقایسه میانگین، کمینه و پیشینه متغیرهای مورد مطالعه پژوهش طی دوره

۷ ساله پژوهش، مشاهده می‌شود که اختلاف بین بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین داده و مقایسه آن با میانگین و انحراف معیار متغیرها، نشان می‌دهد توزیع داده‌ها منطقی است.

جدول ۴. فراوانی متغیر کیفی پژوهش

| شاخص | کد | تعداد فراوانی | درصد فراوانی |
|------------------|----|---------------|--------------|
| زیانده بودن شرکت | ۱ | ۱۰۸ | ۰/۱۳۹ |
| | ۰ | ۶۷۶ | ۰/۸۶۱ |

از تعداد ۷۸۴ سال - شرکت تعداد ۱۰۸ سال شرکت از شرکت‌های نمونه زیان گزارش نموده‌اند. جدول ۵ میانگین متغیرهای وابسته و مستقل پژوهش را بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی تفکیک می‌کند.

جدول ۵. میانگین متغیرهای مستقل و وابسته بر اساس چرخه عمر شرکت‌ها

| الگوهای جریان نقدی | ظهور | رشد | بلوغ | رکود | افول |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| تعداد | ۸۴ | ۳۱۹ | ۳۲۶ | ۳۰ | ۲۵ |
| سرعت تعدیل قیمت سهام | ۲۴/۵۲۴ | ۳۰/۵۷۳ | ۲۰/۳۳۵ | ۱۴/۱۵۱ | ۱۷/۴۴۰ |
| کیفیت حاکمیت شرکتی | ۳/۰۳۶ | ۳/۰۴۱ | ۳/۰۹۰ | ۲/۰۹۰ | ۲/۸۸۰ |

بر اساس نتایج جدول فوق، بیشترین میانگین سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رشد و کمترین میانگین سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رکود و افول می‌باشد. همچنین، کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌هایی که در دوره افول قرار دارند نسبت به سایر دوره‌ها کمتر می‌باشد. جدول ۶، تعداد سال-شرکت‌ها را بر اساس چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی نشان می‌دهد.

جدول ۶. ترکیب‌های مختلف الگوهای جریان نقدی شرکت‌های نمونه

| چرخه عمر | ترکیب الگوهای جریان نقدی | | | تعداد |
|----------|--------------------------|---------------------|---------------------|-------|
| ۱ ظهور | -CFOA ^{۲۰} | -CFIA ^{۲۱} | +CFFA ^{۲۲} | ۸۴ |
| ۲ رشد | +CFOA | -CFIA | +CFFA | ۳۱۹ |
| ۳ بلوغ | +CFOA | -CFIA | -CFFA | ۳۲۶ |
| ۴ رکود | -CFOA | -CFIA | -CFFA | ۱۴ |
| ۵ رکود | +CFOA | +CFIA | +CFFA | ۲ |
| ۶ رکود | +CFOA | +CFIA | -CFFA | ۱۴ |
| ۷ افول | -CFOA | +CFIA | +CFFA | ۱۵ |
| ۸ افول | -CFOA | +CFIA | -CFFA | ۱۰ |

بر اساس نتایج جدول فوق، از تعداد ۷۸۴ سال - شرکت؛ تعداد ۸۴ سال - شرکت در دوره ظهور، ۳۱۹ سال - شرکت در دوره رشد، ۳۲۶ سال - شرکت در دوره بلوغ، ۳۰ سال - شرکت در دوره رکود و ۲۵ سال - شرکت در دوره افول قرار گرفته‌اند.

آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته، از آماره جارک - برا استفاده شده است. نتایج آزمون، گویای آن است که اعتبار آزمون برای متغیر وابسته؛ بیشتر از ۵ درصد بوده و دارای توزیع نرمال می‌باشد.

جدول ۷. نتایج آزمون جارک - برا

| متغیرهای پژوهش | آماره آزمون | P-value |
|----------------------|-------------|---------|
| سرعت تعدیل قیمت سهام | ۵۷/۳۲۶ | ۰/۰۵۹ |

آزمون ریشه واحد (مانایی)

به‌منظور اطمینان از ساختگی نبودن مدل و نتایج نامطمئن؛ ابتدا ایستایی متغیر وابسته با استفاده از آزمون ریشه واحد دیکی - فولر تعمیم‌یافته در داده‌های سطح استفاده شده است.

جدول ۸. نتایج آزمون ریشه واحد دیکی - فولر

| متغیر وابسته | آماره آزمون | P-value |
|----------------------|-------------|---------|
| سرعت تعدیل قیمت سهام | -۳۲/۴۹۸ | ۰/۰۰۰ |

همان‌طوری که در جدول ۸ مشاهده می‌شود؛ فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در داده‌ها در سطح معناداری ۱٪ رد شده است. بنابراین؛ نتایج در سطح اطمینان ۹۹٪ نشان می‌دهد که متغیر وابسته برای داده تا در سطح؛ پایا بوده و ریشه واحدی ندارد.

آزمون‌های انتخاب نوع مدل

برای انتخاب مدل تحلیل داده تا و استفاده از داده‌های ترکیبی یا تلفیقی، آزمون F لیمر اجرا شده است. با توجه به اینکه آماره Cross- Section F در فرضیه اصلی اول و فرضیه فرعی چهارم منبعث از فرضیه اصلی دوم کمتر از ۵٪ سطح معناداری می‌باشد، نوع مدل انتخابی تلفیقی (Panel) و با آزمون هاسمن، الگوی مناسب اثرات تصادفی (REM) یا اثرات ثابت (FEM) انتخاب شده است. همچنین، توجه به اینکه آماره Cross- Section F

در فرضیه‌های فرعی اول، دوم، سوم و پنجم منبعث از فرضیه اصلی دوم بزرگ‌تر از ۵٪ سطح معناداری می‌باشد، نوع مدل انتخابی ترکیبی (Pooled) انتخاب شده است.

جدول ۹. خلاصه نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن

| فرضیه‌ها | آزمون F لیمر | | آزمون هاسمن | |
|-----------|--------------|---------|-------------|---------|
| | احتمال | آماره F | احتمال | آماره F |
| فرضیه ۱ | ۲/۱۶۷ | ۰/۰۰۰ | ۱۷/۱۵۳ | ۰/۰۴۶ |
| فرضیه ۱-۲ | ۱/۳۲۸ | ۰/۲۷۱ | - | - |
| فرضیه ۲-۲ | ۰/۹۱۶ | ۰/۶۱۸ | - | - |
| فرضیه ۳-۲ | ۰/۸۴۸ | ۰/۷۶۶ | - | - |
| فرضیه ۴-۲ | ۱/۶۰۲ | ۰/۰۳۲ | ۱۳/۴۷۶ | ۰/۰۵۶ |
| فرضیه ۵-۲ | ۰/۲۸۸ | ۰/۸۳۳ | - | - |

فرضیه اول: کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر دارد.

جدول ۱۰. نتایج آزمون فرضیه اول

| متغیرهای پژوهش | ضریب رگرسیون | آماره t | احتمال t |
|---------------------|----------------|--------------------|----------|
| مقدار ثابت | -۰/۰۰۲ | -۱/۵۳۹ | ۰/۱۲۴ |
| کیفیت حاکمیت شرکتی | ۲/۴۳۰ | ۰/۲۹۴ | ۰/۷۶۸ |
| گردش معاملات | -۰/۰۰۲ | -۰/۹۹۷ | ۰/۳۱۸ |
| اندازه شرکت | ۰/۰۰۳ | ۱/۹۶۱ | ۰/۰۵۰ |
| بازده دارایی‌ها | ۰/۰۰۲ | ۲/۶۵۴ | ۰/۰۰۸ |
| فرصت رشد | ۸/۴۵۲ | ۹/۵۷۱ | ۰/۰۰۰ |
| زیانده بودن | ۰/۰۰۴ | ۱/۱۲۷ | ۰/۲۵۹ |
| نقدشوندگی | ۲/۷۰۰ | ۰/۲۴۳ | ۰/۸۰۱ |
| اهرم مالی | ۰/۰۰۶ | ۱/۰۶۳ | ۰/۲۸۸ |
| نسبت گردش دارایی‌ها | ۰/۰۰۸ | ۱/۲۲۱ | ۰/۲۲۲ |
| آماره D-W | R ² | R ² Adj | آماره F |
| ۱/۷۱۳ | ۰/۱۴۳ | ۰/۱۳۲ | ۱۱/۶۲۸ |

در بررسی معنی‌دار بودن مدل؛ با توجه به این‌که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۱٪ کوچک‌تر می‌باشد (۰/۰۰۰)؛ با اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که

۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تا تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز در فاصله تعیین شده می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی بزرگ‌تر از ۰.۵٪ می‌باشد (۰.۷۶۸)، وجود تأثیر معنی دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در سطح اطمینان ۰.۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین فرضیه اول؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در سطح اطمینان ۰.۹۵٪ رد می‌شود. همچنین تأثیر معنی دار متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و فرصت رشد بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده شد.

فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام بر اساس الگوهای جریان نقدی تأثیر دارد. این فرضیه بر اساس ۵ فرضیه فرعی منبعث از آن آزمون می‌شود

جدول ۱۱. نتایج آزمون فرضیه دوم

| فرضیه | فرضیه ۲-۱ | فرضیه ۲-۲ | فرضیه ۲-۳ | فرضیه ۲-۴ | فرضیه ۲-۵ |
|---------------------|-----------|------------|-----------|------------|-----------|
| مراحل چرخه عمر | دوره ظهور | دوره رشد | دوره بلوغ | دوره رکود | دوره افول |
| متغیرهای پژوهش | ضریب | احتمال t | ضریب | احتمال t | ضریب |
| مقدار ثابت | ۰/۶۳۳ | ۰/۰۵۰ ** | ۹/۷۸۰ | ۰/۷۰۷ | ۰/۰۰۸ - |
| کیفیت حاکمیت شرکتی | ۶/۹۵۶ | ۰/۰۰۸ | ۴/۲۳۰ | ۰/۰۸۴ * | ۵/۸۸۰ |
| گردش معاملات | ۰/۴۳۷ | ۰/۰۰۲ | ۴/۴۸۰ | ۰/۳۴۴ | ۰/۰۰۱ |
| اندازه شرکت | -۳/۹۴۹ | ۰/۳۹۷ | -۲/۱۵۰ | ۰/۲۹۸ | ۰/۰۰۲ |
| بازده دارایی‌ها | ۰/۵۳۸ | ۰/۰۲۴ ** | ۰/۸۹۶ | ۰/۹۵۴ | ۰/۰۰۵ |
| فرصت رشد | -۱/۲۳۳ | ۰/۳۴۰ | -۰/۰۴۸ | ۰/۲۱۳ | ۴/۶۸۰ |
| زیانده بودن | ۱/۹۵۵ | ۰/۰۵۰ ** | ۰/۰۰۲ | ۰/۰۴۴ ** | -۰/۰۰۴ |
| نقدشوندگی | -۲/۹۱۳ | ۰/۴۲۱ | -۲/۱۲۰ | ۰/۶۳۹ | ۰/۰۰۱ |
| اهرم مالی | -۱/۱۵۵ | ۰/۲۱۹ | -۰/۰۰۱ | ۰/۲۵۳ | -۰/۰۰۲ |
| نسبت گردش دارایی‌ها | -۰/۶۸۰ | ۰/۵۳۶ | ۰/۳۴۰ | *** | -۰/۰۰۰ |
| آماره D-W | ۲/۱۳۷ | ۲/۲۰۹ | ۲/۱۳۰ | ۲/۲۹۴ | ۱/۸۵۷ |
| ضریب تعیین | ۰/۲۵۷ | ۰/۱۴۳ | ۰/۰۵۰ | ۰/۰۴۶ | ۰/۰۱۷ |

| فرضیه | فرضیه ۲-۱ | فرضیه ۲-۲ | فرضیه ۲-۳ | فرضیه ۲-۴ | فرضیه ۲-۵ |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| مراحل چرخه عمر | دوره ظهور | دوره رشد | دوره بلوغ | دوره رکود | دوره افول |
| متغیرهای پژوهش | ضریب احتمال t | ضریب احتمال t | ضریب احتمال t | ضریب احتمال t | ضریب احتمال t |
| ضریب تعیین تعدیل شده | ۰/۱۶۶ | ۰/۱۰۰ | ۰/۰۲۸ | ۰/۰۳۵ | ۰/۰۰۷ |
| آماره F | ۲/۸۱۵ | ۳/۰۲۷ | ۲/۲۵۳ | ۲/۱۲۰ | ۱/۳۸۰ |
| معناداری مدل | ۰/۰۰۶ | ۰/۰۰۰ | ۰/۰۱۸ | ۰/۰۳۸ | ۰/۱۰۷ |

*** سطح معنی‌داری با اطمینان ۹۹٪ ** سطح معنی‌داری با اطمینان ۹۵٪ * سطح معنی‌داری با اطمینان ۹۰٪

در بررسی معنی‌دار بودن مدل فرضیه فرعی اول؛ با توجه به این که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۱٪ کوچک‌تر می‌باشد (۰.۰۰۶)؛ با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز در فاصله تعیین شده می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی کوچکتر از ۵٪ می‌باشد (۰.۰۰۸)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره ظهور در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین فرضیه فرعی اول؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره ظهور در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌شود. همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی گردش سهام، بازده دارایی‌ها و زیانده بودن بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده شد.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل فرضیه فرعی دوم؛ با توجه به این که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۱٪ کوچک‌تر می‌باشد (۰.۰۰۰)؛ با اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۱۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی بزرگ‌تر از ۵٪ می‌باشد (۰.۰۸۴)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رشد در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین فرضیه فرعی دوم؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رشد در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی زیانده بودن و نسبت گردش دارایی‌ها بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده شد.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل فرضیه فرعی سوم؛ با توجه به این که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۵٪ کوچک‌تر می‌باشد (۰.۰۱۸)؛ با اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین

می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی بزرگ‌تر از ۵٪ می‌باشد (۰.۱۷۶)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره بلوغ در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین فرضیه فرعی سوم؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره بلوغ در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، زیانده بودن و نقدشوندگی سهام بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده شد.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل فرضیه فرعی چهارم؛ با توجه به این‌که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۵٪ کوچک‌تر می‌باشد (۰.۳۸)؛ با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. مقدار آماره دوربین- واتسون نیز نشان می‌دهد بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود. در بررسی معنی‌داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی بزرگ‌تر از ۵۰٪ می‌باشد (۰.۵۶۵)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رکود در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین فرضیه فرعی چهارم؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رکود در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود. همچنین تأثیر معنی‌دار متغیرهای کنترلی فرصت رشد و نقدشوندگی بر سرعت تعدیل قیمت سهام مشاهده شد.

در بررسی معنی‌دار بودن مدل فرضیه فرعی پنجم؛ با توجه به این‌که در این مدل مقدار احتمال آماره F از ۵٪ بزرگ‌تر می‌باشد (۰.۱۰۷)؛ با اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بودن مدل تأیید نمی‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که این مدل تغییرات متغیر وابسته سرعت تعدیل قیمت سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل را نمی‌تواند تبیین نماید. در بررسی معنی‌داری ضرایب؛ از آنجایی که احتمال آماره t برای ضریب متغیر مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی بزرگ‌تر از ۵٪ می‌باشد (۰.۳۴۶)، وجود تأثیر معنی‌دار این متغیر بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رکود در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین فرضیه فرعی پنجم؛ مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره رکود در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود.

نتیجه‌گیری و بحث

وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس به‌موقع و سریع آن بر قیمت اوراق بهادار، ارتباط تنگاتنگی با کارایی بازار دارد. در بازار کارآ، اطلاعاتی که در بازار پخش می‌شود به‌سرعت بر قیمت تأثیر می‌گذارد. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار به ارزش ذاتی آن نزدیک است، به‌بیان‌دیگر ویژگی مهم بازار کارآ این است که قیمت تعیین‌شده در بازار، شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است. بنابراین بازار کارآ به بازاری اطلاق می‌شود که در آن قیمت اوراق بهادار از قبیل قیمت سهام عادی، منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار باشد. بازار کارآ باید نسبت به

اطلاعات جدید، حساس باشد. اگر اطلاعات تازه‌ای به اطلاع عموم برسد، قیمت‌ها، متناسب با جهت اطلاعات یادشده، تغییر خواهد کرد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیر معنی‌داری ندارد. بدین معنی تقویت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیری نخواهد داشت. لذا، نتایج این فرضیه با یافته‌های استون و همکاران (۲۰۰۹)، اسپریس و فرینو (۲۰۱۳) و سان و یو (۲۰۱۴) همخوانی ندارد و با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ‌گونه پژوهشی در مورد ارتباط بین متغیرها انجام نشده است، مقایسه نتایج پژوهش در داخل کشور امکان‌پذیر نمی‌باشد. به‌طور کلی هرچند نتایج حاصل از فرضیه اول که سبب کشف تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام نشد و مغایر با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد؛ با این حال به اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان پیشنهاد می‌شود که توجه بیشتری به کیفیت حاکمیت شرکتی داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با اتکال به مبانی نظری پژوهش، نسبت به مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بی‌تفاوت نباشند زیرا کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد. همچنین به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود نسبت به تقویت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی اقدام نمایند تا ضمن همسوسازی منافع مدیران با سهامداران به افزایش سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی منجر شود.

با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش و با استناد به نتایج پژوهش‌های انجام شده توسط استون و همکاران (۲۰۰۹)، اسپریس و فرینو (۲۰۱۳) و سان و یو (۲۰۱۴)، می‌توان چنین استنباط نمود شرکت‌هایی که از مشکل پدیده حاکمیت شرکتی نامطلوب و به دنبال آن کارایی اطلاعاتی کمتری برخوردارند، اطلاعات با سرعت کمتری در قیمت سهام آن‌ها در بازار منعکس شده و سهام آن‌ها در بازار به نحو صحیح ارزشیابی نمی‌شود. یکی از دلایل نامطلوب بودن عملکرد حاکمیت شرکتی و سرعت تعدیل قیمت سهام را می‌توان حالت ظاهری بودن و عدم وجود اثربخشی لازم مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی ذکر نمود. زیرا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی یکی از ابزارهای اصلی نظارتی و شفافیت اطلاعاتی می‌باشد. اما مبانی نظری با نتایج پژوهش تناقض دارد. بنابراین کیفیت حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران نمی‌تواند نقش پررنگی در افزایش سرعت تعدیل قیمت سهام ایفا نماید. به عبارتی، نمی‌توان حاکمیت شرکتی را عاملی افزاینده برای کارایی اطلاعاتی قیمت سهام دانست. لذا در مورد اهمیت و نقش نظارتی مؤثر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ایجاد محیط شفاف اطلاعاتی به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تدابیری بیندیشند تا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از حالت ظاهری خارج شوند. چون این مکانیزم تا نقش نظارتی و شفاف سازی خود را به خوبی انجام نمی‌دهند. همچنین، به سرمایه‌گذاران و سایر گروه‌های ذیربط نیز پیشنهاد می‌شود در خصوص نقش و وظایف حاکمیت شرکتی اهتمام لازم انجام شود تا این مکانیزم تا از حالت ظاهری خارج شده و به یک ابزار نظارتی تبدیل شده و فضای شفاف اطلاعاتی را در بازار سرمایه ایران برقرار نماید.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام با تأکید بر چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی در دوره‌های رشد، بلوغ، رکود و افول تأثیر معنی‌داری ندارد. بدین معنی تقویت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأثیری نخواهد داشت. این در حالی است که تأثیر معنی‌دار کیفیت حاکمیت شرکتی در دوره ظهور بر سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام مشاهده گردید. لذا، نتایج فرضیه فرعی دوم مبنی بر تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره ظهور با یافته‌های اسپریس و فرینو (۲۰۱۳) مطابقت دارد و با توجه به اینکه در داخل کشور هیچ‌گونه پژوهشی در مورد ارتباط بین متغیرها انجام نشده است، مقایسه نتایج پژوهش در داخل کشور امکان‌پذیر نیست. با توجه به اینکه نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول منبعث از فرضیه اصلی دوم که سبب کشف تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل قیمت سهام در دوره ظهور و مطابق با چارچوب نظری پژوهش می‌باشد؛ به اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان پیشنهاد می‌شود که توجه بیشتری به چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی شرکت‌ها داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با اتکاء به مبانی نظری پژوهش، نسبت به الگوهای جریان نقدی بی‌تفاوت نباشند. زیرا الگوهای جریان نقدی می‌تواند بر تعامل بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام تأثیرگذار باشد. همچنین به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود نسبت به تعیین چرخه عمر منتج شده از الگوهای جریان نقدی اقدام نمایند تا ضمن تعیین مسیر جریان‌های نقدی، بر تعیین چرخه عمر شرکت بر اساس الگوهای جریان نقدی منجر شود و سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در تحلیل‌های بنیادی شرکت‌ها به چرخه عمر به روش الگوهای جریان نقدی توجه ویژه‌ای داشته باشند تا از طریق آن وضعیت آتی شرکت‌ها اعم از سیاست‌های تقسیم سود، سودآوری و فرصت‌های سرمایه‌گذاری پیش روی شرکت‌ها را به‌طور مناسب‌تر ارزیابی نمایند. همچنین بورس اوراق بهادار تهران به‌منظور تخصیص مناسب‌تر سرمایه و جلوگیری از زیان سرمایه‌گذاری بر جلب اعتماد و اطمینان مالی به بازار سرمایه می‌تواند به انتشار اطلاعاتی در مورد چرخه عمر روش الگوهای جریان نقدی بپردازد و می‌تواند چرخه عمر شرکت را به‌عنوان یکی از معیارهای طبقه‌بندی شرکت‌ها در بازارها و تابلوهای اصلی و فرعی بورس اوراق بهادار در نظر گیرد، به‌طوری‌که شرکت‌های مراحل رشد و بلوغ در تابلوهای اصلی و شرکت‌های در مراحل رکود و نزول در تابلوهای فرعی قرار گیرند تا منجر به انتخاب بهترین مدل تصمیم‌گیری توسط سرمایه‌گذاران گردد. همچنین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر سازه‌های حسابداری پایداری را بر سرعت تعدیل قیمت سهام با نقش تعدیلی چرخه عمر بررسی نمود.

فهرست منابع

- * افلاطونی. عباس، (۱۳۹۴)، بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود با سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام، مجله دانش حسابداری، سال ششم، شماره ۲۲، ۱۰۷-۱۳۰.
- * افلاطونی. عباس، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر کیفیت گزارشگری مالی و متقارن نبودن اطلاعات بر واکنش تأخیری قیمت سهام، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ششم، شماره ۱، ۱-۲۴.

- * امیری. سید خسرو، رضایی. فرزین و خلعتبری لیمایی. عبدالصمد، (۱۳۹۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ویژگی‌های رفتاری مدیران و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی، دانش حسابرسی، سال ۲۰، شماره ۷۸، ۱-۳۶.
- * بادآورنده‌دی. یونس و داداش زاده. قادر، (۱۳۹۴)، ارتباط بین هزینه نمایندگی و قیمت‌گذاری نادرست سهام با تأکید بر نقش میانجی پاداش هیئت‌مدیره، راهبرد مدیریت مالی، سال سوم، شماره ۱۱، ۵۱-۷۱.
- * پورزمانی. زهرا و قمری. منا، (۱۳۹۳)، ارتباط بین کیفیت گزارشگری مالی و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۱، ۹۱-۱۱۶.
- * ثقفی. علی، فدائی. محمدرضا (۱۳۸۸)، گزینش مدلی کارآمد برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی بر اساس مقایسه مدل‌های مربوط در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۴-۵۰:۳-۱۳۸۷-۲۴.
- * جهانخانی. علی، صفاریان. امیر (۱۳۸۹)، واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۶.
- * حساس یگانه. یحیی، امیدی. الهام، (۱۳۹۳)، رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری، تاخیر واکنش قیمت و بازدهی سهام، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، ۴۲: ۳۱-۵۸.
- * خانی. عبدالله، فراهانی. داوود، (۱۳۸۹)، ارزیابی کارایی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از ضریب تعدیل قیمت، مجله پژوهش‌های حسابداری اصفهان، شماره ۹، ۵۵.
- * دهدار. فرهاد، (۱۳۸۶)، طراحی و تبیین الگوهای برتر ارزشگذاری مبتنی بر عایدات حسابداری و جریان وجوه نقد در فرآیند چرخه عمر شرکت، رساله دکترای حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس.
- * رباط میلی. مژگان، علوی طبری. حسین و ثقفی. علی، (۱۳۹۳)، کیفیت اطلاعات حسابداری و سرعت تعدیل قیمت سهام، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، ۲۱-۴۵.
- * رضایی. فرزین، مرادی. مریم و مرادی. لیلا، (۱۳۹۹)، تاثیر ویژگی‌های شرکت بر رابطه بین قابلیت مقایسه صورت‌های مالی و نگهداشت وجوه نقد شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱۰، ۸۱-۹۸.
- * عابدی طورانی. مصطفی، (۱۳۹۰)، تأثیر اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- * عباسیان. عزت‌اله، ذوالفقاری. مریم، (۱۳۹۲)، تحلیل پویای کارایی سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران توسط فیلتر کالمن، فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، شماره ۶۵، ۲۳۱-۲۵۴.
- * علوی. سید مسلم، نجفی سیاه‌رودی. مهدی و صادق پور. محسن، (۱۳۸۷)، رویکردی جامع بر نقش‌های حاکمیت سازمانی، پویایی استراتژیک و چرخه عمر سازمان، کنفرانس بین‌المللی مدیریت پژوهشی آریانا، ۱-۱۳.
- * قالیباف اصل. حسن، رضایی. فاطمه، (۱۳۸۶)، بررسی تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، ۳۳-۴۸.

- * ملکی. الهام السادات، ابراهیمی. سیدکاظم و جلالی. فاطمه، (۱۳۹۸)، تأثیر چرخه عمر شرکت ها بر سطح محافظه کاری، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۱، شماره ۴۴، ۵۹-۷۸.
- * هاشمی. عباس، دستگیر. محسن و شریفی. داود، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر انعکاس به موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۴، ۱۲۱-۱۴۲.
- * Abdmoulah, W. (2010), "Testing the Evolving Efficiency of Arab Stock Markets", *International Review of Financial*, Vol. 19, Issue 1, January, PP. 25-34.
- * Abdullah, Asna Atqa and Norman Mohd Saleh, (2014), "Impact of Firms Life Cycle on Conservatism: The Malaysian Evidence", *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Vol. 145, PP. 18-28.
- * Alzahrana, m. Ramesh.P, (2014), "Managrrial Behavior and the Like between Stock mispricing and corporate Investments", *The Financial Review*, 49, pp89-116.
- * Amihud, Y. & Mendelson, H, (1987), "Trading mechanism and stock returns: An Eempirical investigation", *Journal of Finance*, (3), 42, 533-553.
- * Amihud, Y. & Mendelson, H. (1986), "Asset pricing and bid-ask spread", *Journal of Financial Economics*, (2), 17, 223-249.
- * Amihud, Y. (2002), "Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects", *Journal of Financial Markets*, (1), 5, 31-56.
- * Arabsalehi, M. & Kazemi Noori, S. (2014). "Impact of Agency Costs on Investmentcash Flow Sensitivity". *The Accounting Knowledge* 5(17):97-118. (In Persian)
- * Aspris, A. & Frino, A., (2013), "Board Independence, Stock Liquidity and Price Efficiency", *Journal of Accounting and Economics*, 42(2), pp.101-154.
- * Beekes, W. & Brown, P., (2006), "Do Better-Governed Australian Firms Make More Informative Disclosures?", *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(3-4), pp.422-450.
- * Bulan. Laarni, Zhipeng. Yan, (2002), "The Pecking Order Theory and the Firm"s Life Cycle", *Journal of Banking and Finance Letters*, 1(3): 122-140.
- * Bushman, R. M. & Smith, A.J.,(2001), "Financial accounting information and corporate governance", *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), pp.237-333.
- * Bushman, R. M., A. J. Smith, and R. Wittenberg-Moerman. (2010), "Price Discovery and Dissemination of Private Information by Loan Syndicate Participants", *Journal of Accounting Research*, 48 (5):921-972.
- * Callen, J., Khan, M. & Lu, H. (2012), "Accounting quality, stock price delay, and future stock returns", *Contemporary Accounting Research*,(1)30, 295-269.
- * Chen, X, W Yang and D Huang, (2010), "Corporate Life-Cycle and the Accrual Model: An Empirical Study based on Chinese Listed Companies", *Frontiers of Business Research in China*, 4(3), PP. 580-607.
- * Chen. R, Ghoul. S, Guedhami. O, (2013), "Do state and foreign ownership affect investment efficiency? Evidence from privatizations", *Contemporary Accounting Research* , JEL classification:G32, G34, L33.
- * Cornett, M., Marcus, A., Tehranian, H., (2008), "Corporate governance and pay-for performance the impact of earnings management", *Journal of Financial Economics*, 86, 279-305.
- * Coulton, J, Ruddock. C, (2011), "Corporate Payout Policy in Australia and a Test of the Life-Cycle Theory" *Journal of Accounting & Finance*, 51(2): 311-403

- * Damodaran, A. (1993), "A Simple Measure of Price Adjustment Coefficients", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 387-399.
- * Dechow P, Ge W (2006), "The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly", *Review of Accounting Studies*, 11(2 - 3): 253-296.
- * Dickinson. V, (2006), "future profitability and growth and the roles of firm life cycle and barriers-to-entry", Dissertation for degree of Doctor of philosophy, university of Wisconsin – Madison.
- * Dickinson. V, (2007), " Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle ", paper is based on Dissertation for degree of Doctor of philosophy, university of Wisconsin – Madison, <http://ssrn.com/abstract=1268509>.
- * Dickinson. V, (2010), " Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle ", paper is based on Dissertation for degree of Doctor of philosophy, university of Wisconsin – Madison, <http://ssrn.com/abstract=755804>.
- * Du, D; Denning, K and Zhao, X. (2011), "Evidence on Stock Reaction to Market-Wide Information", *Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies*, Vol. 14, Issue. 02, pp. 297-325.
- * Eom, C. (2015), "Do foreign investors help the price discovery process? Evidence from Korea", *ssrn*, Retrieved on 22 June 2015 from <http://ssrn.com/abstract=2553033>.
- * Fama, E, L. Fisher, M. Jensen and R. Roll. (1969), "the Adjustment of Stock Prices to New Information", *International Economic Review*, 10: 1-21.
- * Fama, E. F. & French, K. R. (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics*, (1)33, 3-56.
- * Francis J, Nanda D, Olsson P. (2008), "Voluntary Disclosure, Earnings Quality and Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, 46 (1): 53-99.
- * Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. & Schipper, K. (2005), "The market pricing of accruals quality ", *Journal of Accounting and Economics*, (2), 39, 295-327.
- * Gill, A. S., & Biger, N. (2013), "The impact of corporate governance on working capital", *management efficiency of American manufacturing firms. Managerial Finance*, Vol. 39, No. 2, pp. 116-132.
- * Gillan, S.L., (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp.381-402.
- * Gordon, N. & Wu, Q. (2014), "Informed trade, uninformed trade, and stock price delay", *ssrn*, Retrieved on 22 June 2015 from <http://ssrn.com/abstract=2209073>.
- * Green, T.C., (2006), "The Value of Client Access to Analyst Recommendations", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 41(01), pp.1-24.
- * Hasbrouck, Joel. (1991), "Measuring the Information Content of Stock Trades", *Journal of Finance*, Vol. XLVI, NO. 1, pp. 179-207.
- * Henry, D. (2010), "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Compliance: A Private Contracting Perspective", *Pacific-Basin Finance Journal*, 18, pp. 24-46.
- * Hou, K. Moskowitz, T.J, (2005), "Market Friction, Price delay and the crosssection of expected returns", *Review of Financial Studies*, 18, 981-1020.
- * Jones, Charles M. and Lipson, Marc L. (1999), "Price Impacts and Quote Adjustment on the Nasdaq and NYSE/AMEX", *Paine Webber Working Paper No. 99-08*.
- Jorgensen, B. N., Lee, Y. G. & Yoo, Y. K. (2011), "The valuation accuracy of equity value estimates inferred from conventional empirical implementations of the abnormal earnings growth model: US evidenc", *Journal of Business Finance & Accounting*, (4),38, 446-471.

- * Lee, C.H., Hsieh, T., and Cheng, L. (2020), "Financial reporting quality and speed of price adjustment", *International Research Journal of Finance and Economics*, 53, 134-143.
- * Lim, Kian-Ping. (2009), "The Speed of Stock Price Adjustment to Market-Wide Information", Available at SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1412231>.
- * Lim, M; How, J and Peter, V (2014), "corporate ownership, corporate governance reform and timeliness of earnings: Malaysian evidence", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*.
- * Mobarek, A. &Keasey, K. (2008), "Weak-form market efficiency of an emerging market: evidence from dhaka Stock market of Bangladesh", *Journal of Emerging Market Finance*, 7, 17-41.
- * Monks, R. A. G., & Minow, N. (2018), "Corporate Governance", edition 4, part 2, chapter2.
- * Posta, V. (2008), "Estimating the Dynamics of Weak Efficiency on the Prague Stock Exchange Using the Kalman Filter", *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol. 58, No. 5-6, PP. 248-260.
- * Rehman, R, Muhammad A&Raouf, A, (2010), "Does corporate governance lead to a change in the capital structure?", *American Journal of Social and Management Sciences*.
- * Schmid, M. M., Oesch, D., &Ammann, M. (2011), "Corporate governance and firm value: International evidence", *Journal of Empirical Finance*, 18(3), 36-55.
- * Sun, P. W. and B, Yu. (2014), "Managerial structure and stock price delay in China", *ssrn*, <http://ssrn.com/abstract=2542534>.
- * Sun, P. W. and B, Yu. (2014), "Managerial structure and stock price delay in China", *ssrn*, <http://ssrn.com/abstract=2542534>.
- * Theobald, Michael; Yallup, Peter. (2004), "Determining Security Speed of Adjustment Coefficients", *The Journal of Finance*, Vol.7, No. 1. pp. 75-96.

یادداشت ها:

- | | |
|---|---------------------------------|
| 23. Aspris & Frino | 1. Fama & Jensen |
| 24. Dezyav | 2. Callen et al |
| 25. Beekes et al | 3. Fama |
| 26. Bushman et al | 4. Dixon |
| 27. Gillan | 5. Jenson |
| 28. Beekes & Brown | 6. Beavar |
| 29. Sun & Yu | 7. Cadbury Report |
| 30. Isou | 8. Greenbury Committee |
| 31. Adizes | 9. Hampel Committee |
| 32. Vernerfult | 10. Watergate |
| 33. Sun and Yu | 11. Sarbanes-Oxley |
| 34. Gordon & Wu | 12. Monks |
| 35. Eom | 13. Jensen |
| 36. Introduction | 14. Stock Price adjustment Rate |
| 37. Growth | 15. Fridman |
| 38. Mature | 16. Fama & French |
| 39. Mature Shake-Out | 17. Amihud & Mendelson |
| 40. Decline | 18. Damodaran |
| 41. Cash flow from operating activities | 19. Theobald & Yallup |
| 42. Cash flow from investing activities | 20. Lim |
| 43. Cash flow from financing activities | 21. Hasbrouk |
| | 22. Jones & Lipson |

corporate governance and Stock Price Adjustment Rate with emphasis on the life cycle

Keramati Farhod A

Ph.D. Student, Department of Accounting, Ourmie Branch, Islamic Azad university, Ourmie. Iran
E-mail: ghaderi.gh@gmail.com

Jabarzadeh S

Associate Prof., Department of Accounting, Ourmie Branch, Islamic Azad University, Ourmie, Iran
E-mail: ghalibafasl@yahoo.com

Bahri Sales J

Corresponding author: Assistant Prof., Department of Accounting, Ourmie Branch, Islamic Azad University, Ourmie, Iran
E-mail: bahrisls.j@gmail.com

Pakmaram A

Associate Prof., Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran
E-mail: pakmaram@bonabiau.ac.ir

Abstract

The main purpose of the present experimental study is to determine the effect of corporate governance mechanisms on the information retrieval rate in stock prices, with an emphasis on the life-cycle pattern of cash flow patterns. The research sample consisted of 112 companies that have been selected from Tehran Stock Exchange for the period of 2013-2019. The results of the hypothesis test showed that the quality of corporate governance does not have a significant effect on the information retrieval rate in stock prices. The results of the hypothesis test showed that the quality of corporate governance does not have a significant effect on the information retrieval rate in stock prices.

Keywords: Corporate Governance, Stock Price Adjustment Rate, Life Cycle, Cash Flow Patterns.