



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳  
صفحه ۹۳ تا ۱۲۵

## بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر تعامل جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد در همگام سازی بازده سهام

ندا رضایی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران  
Neda\_rezaei2000@yahoo.com

عسگر پاک مرام

دانشیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران  
pakmaram@gmail.com

رسول عبیدی

استادیار گروه حسابداری، واحد بناب، دانشگاه آزاد اسلامی، بناب، ایران (نویسنده مسئول)  
Abdi\_rasool@yahoo.com

یعقوب اقدم مزرعه

استادیار گروه حسابداری، واحد صوفیان، دانشگاه آزاد اسلامی، صوفیان، ایران  
Aghdam.acc@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۲/۰۹ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۳/۱۹

### چکیده

هدف کلی پژوهش حاضر بررسی نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر تعامل جریان های نقد آزاد و فرصت های رشد در همگام سازی بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ می باشد. روش تحقیق به کارگرفته شده در این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ روش و ماهیت، تحقیق همبستگی یا همخوانی است. نتایج آزمون فرضیه ها نشان می دهد کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام، تعامل بین تمرکز مالکیت، گردش معاملات و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری دارد. اما کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عمر شرکت، اندازه شرکت، رشد شرکت، نقدشوندگی و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، جریان های نقد آزاد، فرصت های رشد، همگام سازی بازده سهام.

## ۱- مقدمه

ویژگی‌های بورس اوراق بهادار باعث شده است که هم شرکت‌ها و هم سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه را محل مناسبی برای جذب منابع مالی و سرمایه‌گذاری بدانند و به همین جهت است که امروزه در کشورهای توسعه‌یافته، بورس اوراق بهادار یکی از نهادهای اقتصادی جامعه است و عملیات آن به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهمی است که بیانگر اوضاع اجتماعی، اقتصادی این کشورهاست و در این راستا مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. از سوی دیگر هرگونه تزلزل در بورس اوراق بهادار نیز می‌تواند به بحران‌های عظیم اقتصادی منجر شود. با گسترده شدن کمی و کیفی بازار سرمایه و افزایش تعداد فعالان بازار، لزوم افزایش مطالعات برای آگاهی دادن به قشر سرمایه‌گذار بیش‌ازپیش مشهود می‌باشد.

از دیدگاه نظری، چندین محقق استدلال کرده‌اند که اندازه‌گیری تفسیر کارایی اطلاعات با ضریب تبیین با مدل‌های استاندارد سخت است (وست ۱۹۸۸، کمپل و همکاران ۲۰۰۱، پنگ و زیانک ۲۰۰۶). مطالعات نظری اندکی به بررسی ضریب تبیین به‌عنوان یک شاخص ارزش اطلاعاتی (محتوای اطلاعاتی)<sup>۱</sup> پرداخته‌اند. با این حال دو استثناء در این رابطه جین ومیر (۲۰۰۶) و داسگاپتا و همکاران (۲۰۱۰) می‌باشد که فرایند تولید گردش نقدی ساده را فرض کرده‌اند که شامل شوک‌های اطلاعاتی می‌شود. داسگاپتا و همکاران (۲۰۱۰) استدلال می‌کند که در بازارهای کارآمد، قیمت‌های سهام تنها به اعلان سودی پاسخ می‌دهد که قبلاً پیش بینی نشده باشد. از آنجا که شرکت محیط اطلاعاتی اطراف را بهبود می‌بخشد، این مسئله منجر به دسترسی اطلاعات خاص شرکت برای همه شرکت‌کننده‌های بازاری می‌شود. به این ترتیب، شرکت‌کننده‌های بازار، انتظارات و پیش‌بینی‌های خود را در مورد وقوع رویدادهای خاص شرکت در آینده بهبود می‌دهند.

همچنین مطالعات فعلی، تناقض‌هایی را در حفظ اطلاعات حسابداری، اهمیت ارزش و به موقع بودن در کشورهای مختلف گزارش کرده است (بال، کاتاری و روبین ۲۰۰۰ و بال، روبین و وو ۲۰۰۳). از این روی، فرضیه این است که قیمت سهام اطلاعات را با دقت مشابه در کشورهای مختلف تلفیق می‌کند. اشباگ-اسکیف و همکاران (۲۰۰۶) نتایج مرک و همکاران (۲۰۰۰) را برای تعداد کمی از کشورها تأیید می‌کنند. با این حال، آن‌ها عدم وجود رابطه بین SPS و متغیرهای سطح شرکت را ثبت کرده‌اند که گفته می‌شود کیفیت محیط اطلاعاتی شرکت را پوشش می‌دهد. آن‌ها نشان دادند که SPS ارتباطی با اطلاعات سطح شرکت ندارد و از این روی نمی‌تواند برای مقایسه کشورها از دیدگاه اطلاعاتی استفاده شود. چان و حامید (۲۰۰۶) خاطر نشان کرده‌اند که SPS همبستگی مثبتی با مقدار پوشش تحلیل‌گر، اندازه شرکت و حجم مبادله دارد. در مطالعه‌ی بعدی، این یافته‌ها توسط کلی (۲۰۰۷) که بیان داشته است SPS با اصول و مبانی خاص شرکت در تضاد است تأیید شد. این مطالعه پیشنهاد می‌کند که ضریب تبیین یک شاخص مستقیم برای اندازه‌گیری کیفیت محیط اطلاعات است. او پیشنهاد می‌کند که ضریب تبیین با نقدینگی بالا، پوشش تحلیل‌گر بیشتر، اندازه بزرگ، سن بیشتر، سهام داران نهادی بزرگ، هزینه تراکنش پایین‌تر و رویدادهای اطلاعات بزرگ افزایش می‌یابد. چون همه این ویژگی‌ها، اطلاعات را به بازار

<sup>۱</sup>. informativeness

منتشر می‌کنند. رول (۱۹۸۸) اثر اخبار عمومی را بر روی نوسان بازده بررسی کردند ولی این اثر نسبتاً کوچک بود. به همین دلیل، متغیرهای میکروساختار بایستی برای تلفیق اطلاعات استفاده شود.

نتایج فاما و فرنچ (۱۹۹۳) نشان می‌دهد که بازده پرتفوی بازاری مورد انتظار به دلیل حساسیت پرتفوی بازار بالاتر از نرخ آزاد ریسک است. فاما و فرنچ ۱۹۹۵ بیان می‌دارد که سهام‌های با نسبت بالای BTM بیشتر تحت رکود قرار می‌گیرند و سهام‌های با نسبت BTM پایین دارای سود آوری پایدار هستند. لذا، سهام‌های با نسبت BTM بالا به ریسک بالا و بازده مورد انتظار بالا نسبت داده شده است. رول (۱۹۸۸) گزارش کرده است که تغییرات قیمت سهام به طور کامل توسط اطلاعات سطح بازار یا صنعت پوشش داده نمی‌شود و نوسانات باقی مانده در تغییرات قیمت سهام توسط متغیرهای خاص شرکت پوشش داده می‌شود. رول هم چنین بیان می‌دارد که وقتی اطلاعات اختصاصی بیشتری وجود دارد، نوسان غیر متعارف بالاتر و ضریب تبیین پایین‌تر است. بی و همکاران (۲۰۰۶) پیشنهاد کرده‌اند که شرکت‌های با محیط نظارتی ضعیف‌تر اطلاعات بد را پنهان می‌کنند و یا اطلاعات بد را به طور کندتری منتشر می‌کنند. به دلیل این رفتار، بازده این شرکت‌ها دارای چولگی مثبت است

نخستین هدف این مطالعه، بررسی کیفیت محیط اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ با استفاده از بازده های ماهیانه می‌باشد.

هدف دوم این مطالعه، بررسی رابطه بین متغیرهای تاثیر گذار بر SPS و محیط اطلاعات در بازار سهام ایران برای دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ است. یافته های تحقیقات قبلی نشان داده اند که سن دارای رابطه منفی و معنی دار با SPS است و اندازه دارای رابطه مثبت و معنی دار با SPS بوده و نسبت BTM از نظر آماری معنی دار و برای سهام‌های با SPS بالا مثبت است. هزینه معامله دارای یافته‌های ترکیبی با SPS، حجم، گردش موجودی و ارزش افزوده می‌باشد که ارتباط معنی دار و مثبت با SPS دارد.

سومین هدف این مطالعه بررسی نقش تعدیلی کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی بر محیط اطلاعاتی در بازار سهام ایران برای دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ است. نتایج تحقیقات قلی نشان می‌دهند که مالکیت نهادی، سن، هزینه مبادله، نقدینگی و عدم نقدینگی با مالکیت خارجی مرتبط است. مالکیت نهادی ارتباط مثبت و معنی داری با مالکیت خارجی دارد. آلمازون و همکاران (۲۰۰۵) استدلال کرده‌اند که سهام‌های نقدینه تر دارای جریان اطلاعاتی بیشتر و عدم تقارن اطلاعاتی پایین می‌باشند که نشان می‌دهد مدیران سرمایه بهتر قادر به انتخاب سهام هستند. نتایج این مطالعه با نتایج رابرتسون (۲۰۰۱) و باشی و همکاران (۲۰۱۰) تناقض دارد و همبستگی منفی بین فعالیت‌های تجاری و سرمایه گذاری خارجی وجود دارد. درصد حجم صفر دارای رابطه معنی دار و مثبت با مالکیت خارجی است. نتایج متناقض، تأثیر رفتار جمعی و متغیرهای خاص شرکت در بازارهای نوظهور است. سهام‌ها با مکانیسم تجاری همخوانی بیشتری با فعالیت‌های تجاری غیر آگاهانه دارد. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که متغیر خاص شرکت ناشی از محیط اطلاعاتی ضعیف در بازار سهام پاکستان است.

چهارمین هدف این مطالعه بررسی رابطه بین بازده سهام و عوامل پاداش بازار، ارزش، اندازه و کارایی اطلاعاتی قیمت سهام و مدل‌های چند عاملی بر اساس صرف کارایی اطلاعات و صرف ارزش در بازار سهام ایران برای دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ می‌باشد. این مطالعه از روش رگرسیون second pass فاما و فرنچ (۱۹۷۳) مورد استفاده

در مطالعات فاما و فرنچ (۱۹۹۲-۱۹۹۳) استفاده می‌کند. این اولین مطالعه‌ای است که به بررسی رابطه صرف کارایی اطلاعات با استفاده از ضریب تبیین می‌پردازد. سهام‌های سرمایه کوچک بازده بالاتری را نسبت به سهام‌های سرمایه‌ای بزرگ کسب می‌کنند و سهام‌های با BTM بالا دارای نرخ بازده بالاتری نسبت به سهام‌های با نسبت BTM پایین‌تر می‌باشند. نتایج پرتفوی‌های تفکیک شده بر اساس ضریب تبیین نشان می‌دهد که بازده ضریب تبیین پایین دارای نرخ بازده بیشتری نسبت به سهام‌هایی است که دارای ضریب تبیین بالاتری هستند. وست (۱۹۸۸) استدلال می‌کند که سهام‌های با ضریب تبیین پایین دارای اندازه کوچک، پوشش تحلیل‌گر پایین، سن بالا، هزینه تراکنش بالاتر، سهام نهادی بالاتر و نوسان بیشتر هستند.

لذا، با توجه به مطالب گفته شده و با پیروی از نتایج تحقیقات پیشین، سوال اصلی پژوهش پیش‌رو این است که چه الگویی برای اندازه‌گیری محیط اطلاعاتی مناسب است و این الگو چه پیامدهایی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد؟

بنابراین مطالعه حاضر به چهار شیوه به غنای منابع و مطالعات کمک می‌کند. اولاً، مطالعه حاضر به آزمون شکل ضعیف کارایی بازار می‌پردازد. دوم، اثر محیط اطلاعاتی را بر روی SPS با استفاده از متغیرهای ویژه شرکت یعنی نقدینگی، عدم نقدینگی، هزینه اطلاعات، هزینه مبادله و توجه سرمایه‌گذار اندازه‌گیری می‌کند. سوم، این مطالعه رابطه بین محیط اطلاعات و سرمایه‌گذاری خارجی را بررسی می‌کند. چهارماً، نقش صرف محیط اطلاعات یا صرف SPS در توضیح بازده سهام بررسی می‌شود.

مطالعه حاضر به بررسی فرم ضعیف کارایی اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مجموعه از آزمون‌های پارامتریک و غیر پارامتریک می‌پردازد که شامل آزمون جارک-برا و کولوموگراف-اسمیرنوف برای نرمالیت و خود همبستگی و آزمون تصادفی بودن برای خود همبستگی، آزمون دیکی-فولر تعمیم یافته و فیلیپس-پرون برای مانایی و آزمون نسبت واریانس چندگانه (MVR) می‌باشد. از این روی، سرمایه‌گذاران می‌توانند از تحلیل فنی برای طراحی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری استفاده می‌کند. همچنین این مطالعه به بررسی رابطه بین SPS و متغیرهای ویژه شرکتی مرتبط با محیط اطلاعات می‌پردازد. نتایج نشان می‌دهد که سن، اندازه، مالکیت نهادی، نسبت ارزش دفتری به بازاری، هزینه تجاری، نقدینگی، عدم نقدینگی و بازده‌ها اثر معنی‌داری بر روی SPS دارد. شاخص‌های مختلف نقدینگی و عدم نقدینگی برای آزمون استواری نتایج استفاده می‌شود. در صورتی که کیفیت محیط اطلاعات خوب باشد، ضریب تبیین مدل بازار بالا با سهام‌داری نهادی بالا، سن بیشتر، هزینه مبادله کم‌تر، اندازه بزرگ، سهام با ارزش بالا، عدم نقدینگی پایین، نقدینگی بالا و رویدادهای اطلاعاتی بزرگ همراه است. در مرحله بعد، مطالعه حاضر به بررسی نقش تعدیلی کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی و محیط اطلاعاتی می‌پردازد. در نهایت این مطالعه تأثیر صرف اندازه، صرف ارزش، صرف کارایی اطلاعات بر روی بازده سهام متوسط با استفاده از روش پیشنهادی توسط فاما و فرنچ (۱۹۹۲-۱۹۹۳) را بررسی می‌کند.

<sup>1</sup>. Yeast

## ادبیات پژوهش

ویژگی‌های بازار بورس اوراق بهادار باعث شده است که هم شرکت‌ها و هم سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه را محل مناسبی برای جذب منابع مالی و سرمایه‌گذاری بدانند و به همین جهت است که امروزه در کشورهای توسعه‌یافته، بورس اوراق بهادار یکی از نهادهای اقتصادی جامعه است و عملیات آن به‌عنوان یکی از شاخص‌های مهمی است که بیانگر اوضاع اجتماعی - اقتصادی این کشورهاست و در این راستا مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌گیرد. از سوی دیگر هرگونه تزلزل در بورس اوراق بهادار نیز می‌تواند به بحران‌های عظیم اقتصادی منجر شود. با گسترده شدن کمی و کیفی بازار سرمایه و افزایش تعداد فعالان بازار، لزوم افزایش مطالعات برای آگاهی دادن به قشر سرمایه‌گذار بیش از پیش مشهود می‌باشد.

هرچند تشکیل شرکت‌های بزرگ و تفکیک مالکیت از مدیریت در سطح جهانی در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم صورت گرفته و قوانین و مقررات برای نحوه اداره شرکت‌ها تا دهه نود وجود داشته است، با این همه، موضوع نظام راهبری شرکتی به شکل کنونی در دهه نود در انگلستان، آمریکا و کانادا، در پاسخ به مشکلات مربوط به اثربخشی هیئت‌مدیره شرکت‌های بزرگ مطرح شده است. بررسی تعریف‌ها و مفاهیم نظری راهبری شرکتی و مرور دیدگاه‌های صاحب‌نظران حکایت از آن دارد که نظام راهبری شرکتی یک مفهوم چند رشته‌ای است و هدف نهایی آن دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت یعنی: پاسخگویی، شفافیت، عدالت، انصاف و رعایت حقوق ذینفعان است. توجه به ویژگی‌های مختلف نظام راهبری می‌تواند به کنترل اختیار مدیران در گزارشگری آن‌ها منجر شود لذا به اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان پیشنهاد می‌شود که توجه بیشتری به هزینه‌های نمایندگی داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود با اتکالی به مبانی نظری پژوهش، نسبت به کارایی اطلاعاتی قیمت سهام بی‌تفاوت نباشند. زیرا هزینه‌های نمایندگی می‌تواند سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهد. بررسی‌ها نشان می‌دهند که هر کشور سیستم حاکمیت شرکتی منحصر به خود دارد. به اندازه کشورهای دنیا، سیستم حاکمیت شرکتی وجود دارد. سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور با تعدادی عوامل داخلی از جمله ساختار مالکیت شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاست‌های دولتی و فرهنگ، معین می‌شود. ساختار مالکیت و چارچوب‌های قانونی از اصلی‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند. همچنین عوامل خارجی از قبیل میزان جریان سرمایه از خارج به داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشورها و سرمایه‌گذاری نهادی فرامرزی، به سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور تأثیر دارند. تلاش‌هایی برای طبقه‌بندی سیستم‌های حاکمیت شرکتی صورت گرفته که با مشکلاتی همراه بوده است. با این حال، یکی از بهترین تلاش‌ها که از پذیرش بیشتری نزد صاحب‌نظران برخوردار است، طبقه‌بندی معروف به سیستم‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی است. عبارت درون‌سازمانی و برون‌سازمانی تلاش‌هایی را برای توصیف دو نوع سیستم حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند. در واقع، بیشتر سیستم‌های حاکمیت شرکتی، بین این دو گروه قرار می‌گیرند و در بعضی از ویژگی‌های آنها مشترک هستند. این دوگانگی حاکمیت شرکتی، ناشی از تفاوت‌هایی است که بین فرهنگ‌ها و سیستم‌های قانونی وجود دارند. باین‌همه، کشورها تلاش دارند تا این تفاوت‌ها را کاهش دهند و امکان دارد که سیستم‌های حاکمیت شرکتی

درسته جهانی به هم نزدیک شوند. حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی، سیستمی است که در آن شرکت‌های فهرست بندی شده یک کشور تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی از سهامداران اصلی هستند. این سهامداران ممکن است اعضای خانواده مؤسس (بنیان‌گذار) یا گروه کوچکی از سهامداران مانند بانک‌های اعتباردهنده، شرکت‌های دیگر یا دولت باشند. به سیستم‌های درون‌سازمانی به دلیل روابط نزدیک رایج میان شرکت‌ها و سهامداران عمده آن‌ها، سیستم‌های رابطه‌ای نیز گفته می‌شود.

عبارت برون‌سازمانی به سیستم‌های تأمین مالی و حاکمیت شرکتی اشاره دارد. در این سیستم‌ها، شرکت‌های بزرگ توسط مدیران کنترل می‌شوند و تحت مالکیت سهامداران برون‌سازمانی یا سهامداران خصوصی قرار دادند. این وضعیت منجر به جدایی مالکیت از کنترل (مدیریت) می‌شود که توسط برل و مینز<sup>۱</sup> (۱۹۳۲) مطرح شد. همان‌طور که بعدها جنسن و مک‌لینگ<sup>۲</sup> (۱۹۷۶) در نظریه نمایندگی مطرح کردند، مشکل نمایندگی مرتبط با هزینه‌های سنگینی است که به سهامدار و مدیر تحمیل می‌شود. اگرچه در سیستم‌های برون‌سازمانی، شرکت‌ها مستقیماً توسط مدیران کنترل می‌شوند، اما به‌طور غیرمستقیم نیز تحت کنترل اعضای برون‌سازمانی قرار دارند. اعضای مذکور، نهادهای مالی همچنین سهامداران خصوصی هستند. در آمریکا و بریتانیا، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ که مشخصه سیستم برون‌سازمانی هستند، تأثیر چشم‌گیری بر مدیران شرکت‌ها دارند.

#### همگام سازی قیمت و بازده سهام

رول<sup>۱</sup> (۱۹۸۸) از رگرسیون بازده بازاری و بازده صنعتی شرکت استفاده کرده و ضریب تبیین ( $R^2$ ) این رگرسیون به عنوان یک شاخص معکوس برای اطلاعات ویژه شرکت پیشنهاد شد. به علاوه ضریب تبیین پایین (بالا) نشان می‌دهد که بازده شرکت توسط عوامل سطح بازاری کم‌تر از (بیشتر از) عوامل سطح شرکت قابل توجیه است. علی‌رغم تلاش‌های متعاقب برای بهبود روش نتیجه‌گیری رول بدون چالش باقی مانده است. مطالعات متعاقب بین المللی و مطالعات اختصاصی در سطح شرکت‌ها این نتایج را تأیید می‌کند. وست<sup>۲</sup> (۱۹۸۸) یک مدل نظری را ارائه می‌کند که در آن افزایش ناپایداری بازده سطح شرکت با کاهش اطلاعات سطح شرکتی و افزایش نویز در نرخ بازده مرتبط است. او به طور تجربی به آزمون مدل خود پرداخته و گزارش می‌کند که نوسان بازده غیر متعارف<sup>۳</sup> همبستگی مثبتی با عوامل غیر بنیادی دارد. این مطالعه پیشنهاد می‌کند که استفاده کم‌تر از اطلاعات منجر به تغییرات بیشتری در بازده سهام و کاهش ضریب تبیین می‌شود. اگرچه، مورک<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۰۰) ابعاد جدید تحقیقاتی را با یافته‌های متناقض وست (۱۹۸۸) باز کرده و استدلال کرده‌اند که ضریب تبیین را می‌توان به عنوان شاخص اندازه‌گیری کارایی اطلاعات استفاده کرده و اثبات کرده‌اند که استفاده سریع از اطلاعات موجب کاهش ضریب تبیین می‌شود. مطالعات اخیر در منابع از روش مورک و همکاران (۲۰۰۰) بر اساس ضریب تبیین مدل

<sup>۱</sup>. Brel & Mienes

<sup>۲</sup>. Jones & Makelen

<sup>۳</sup>. Roll

<sup>۴</sup>. West

<sup>۵</sup>. idiosyncratic return volatility

<sup>۶</sup>. Morck

بازاری رگرسیون‌های قیمت گذاری دارایی به عنوان شاخص SPS استفاده کرده‌اند (دارنوف و همکاران ۲۰۰۱، دارنوف و همکاران ۲۰۰۳، فاکس و همکاران ۲۰۰۳، پیوتورسکیو رالستون ۲۰۰۴ و کلی ۲۰۰۷). یک تفاوت در ساختارهای مالکیت، جریان اطلاعات اجباری و اختیاری، فعالیت تراکنش و اصطکاکات بازاری در کشورها بر کشف قیمت در بازارهای مختلف تأثیر دارد.

### محتوای اطلاعاتی قیمت سهام

اطلاعات از با ارزش‌ترین دارایی‌ها در بازار سهام به شمار می‌آید. وجود اطلاعات کافی در بازار و انعکاس سریع و به موقع اطلاعات بر قیمت اوراق بهادار به معنای کارایی بازار است و اهداف اقتصادی مورد انتظار از بازار سرمایه عمدتاً در شرایط کارایی بازار محقق می‌شود، در بورس اوراق بهادار کشورمان به دنبال بروز نوسانات غیرمنطقی در قیمت سهام شرکت‌ها و افزایش بی سابقه شاخص سهام، مسئولان بورس تلاش نمودند تا با وضع رویه‌ها و محدودیت‌هایی مانع از ایجاد نوسانات در قیمت سهام شوند

موضوع دیگری که در بورس اوراق بهادار ایران مورد بررسی قرار گرفت و برای کاهش نوسانات به کار گرفته شد، موضوع قیمت پایانی<sup>۱</sup> در هر روز بود. تا قبل از مهرماه ۱۳۸۲ قیمت پایانی سهام، آخرین قیمت معاملاتی سهام اعلام می‌شد. اما مشکل اصلی این بود که قیمت سهام در لحظات پایانی یک روز توسط حجم کوچکی از معاملات تغییرات زیادی پیدا می‌کرد. این مسئله برای فعالان بورس محتوای اطلاعاتی داشت و بر روی رفتار سرمایه‌گذاران در روزهای معاملاتی آینده تأثیرگذار بود. بنابراین مسئولان بورس اوراق بهادار تصمیم گرفتند که با استفاده از میانگین موزون قیمت معاملاتی هر سهم، قیمت پایانی هر روز را اعلام نمایند. به این ترتیب قیمت سهام در هر روز به قیمتی نزدیک می‌گردد که حجم بیشتر معاملات در آن قیمت انجام شده است. با توجه به عوامل حجم مبنا و میانگین موزون قیمت‌ها، قیمت یک سهم تنها در صورتی حد نوسان ۵ درصدی خواهد داشت که:

- اولاً: تمام معاملات انجام شده بر روی قیمت سقف یا قیمت کف انجام شود.
  - ثانیاً: حداقل تعداد ۸ ده هزارم از سهام شرکت مذکور معامله شود.
- واضح است که با بکارگیری همزمان این دو شرط در بورس اوراق بهادار رسیدن به حد نوسان قیمت سهام ۵ درصدی نسبت به قبل از آن سخت‌تر شده است.

### عوامل موثر بر قیمت سهام

عوامل موثر بر قیمت سهام (رفتار سهام) به ۲ دسته عوامل تحت عنوان عوامل بیرونی و عوامل درونی تقسیم می‌شوند.

<sup>۱</sup>.Closing Price

## • عوامل بیرونی

منظور آن دسته از وقایع، حوادث و تصمیماتی است که در خارج از شرکت رخ می‌دهد و از کنترل شرکت خارج است ولی بر قیمت سهام شرکت موثر است. عوامل بیرونی به ۳ دسته عوامل اقتصادی، سیاسی- نظامی و فرهنگی- رفتاری تقسیم می‌شوند:

### (۱) عوامل اقتصادی

کلیه تصمیمات، وقایع و حوادثی که در سطح اقتصاد ملی کشور رخ می‌دهد که این عوامل به ۳ دسته عوامل (اقتصاد بخشی- اقتصاد کلان و اقتصاد خرد) تقسیم می‌شود.

**الف- اقتصاد بخشی:** منظور از اقتصاد بخشی آن بخشی از اقتصاد ملی کشور است که در ارتباط مستقیم با آن شرکت است و شرکت در آن بخش از اقتصاد فعالیت دارد مثل ارتباط شرکتهای عضو بورس که در ارتباط با بخش بازار سرمایه می‌باشند.

**الف-۱- عرضه سهام و تقاضای بازار:** طبق یکی از اصول اولیه اقتصاد تعادل در عرضه و تقاضای یک محصول یا کالا یا خدمت باعث ثبات قیمت می‌شود و همانطور که عرضه زیاد باعث کاهش خواهد شد عرضه کم نیز باعث افزایش قیمت‌ها خواهد شد.

**الف-۲- سرعت نقل و انتقال در بازار سرمایه:** همانطور که می‌دانید چنانچه شخصی یک سری از سهام شرکتی را بخرد از مرحله درخواست خرید تا صدور سهام به نام ایشان، مدت زمانی طولانی طول خواهد کشید. حال چنانچه سیستمی اجرا شود که نقل و انتقال سهام به سرعت انجام شود طبیعتاً روی عرضه سهام تأثیر می‌گذارد و می‌تواند به گسترش بازار کمک نماید.

**الف-۳- وجود ابزارهای حمایتی در بورس اوراق بهادار:** بررسی‌های صورت گرفته در مورد اکثر بورس‌های کارآمد جهان دلالت بر وجود ابزار کارآمدی همانند وجود شرکت‌های بزرگ کارگزاری، پذیره نویسان، متخصصان، شرکت‌های بزرگ سرمایه داری، صندوق‌های همگانی سهام و غیره دارد که همگی در چارچوب یک خط مشی عملیاتی که منجر به ثبات در بازار می‌شود می‌پردازند.

### ب- عوامل اقتصاد کلان

**ب-۱- سیاست‌های پولی بانک مرکزی:** اجرای سیاست‌های پولی انقباضی و انبساطی پول توسط بانک مرکزی و تحدید و افزایش سقف تسهیلات بانکی صنایع مختلف، شرکتها را وادار می‌کند تا در جهت رفع تنگناهای موجود، تصمیماتی بگیرند که بر قیمت‌های سهام تأثیر خواهد گذاشت

**ب-۲- سیاست‌های کلان قیمت گذاری محصولات:** وجود سازمانهایی هم چون سازمان حمایت از مصرف کنندگان و تولیدکنندگان و قیمت‌های ضابطه‌ای این سازمان بر اساس شاخصهای غیرواقعی در محاسبه ی بهای تمام شده محصولات شرکتها، باعث خواهد شد که قیمت محصولات واقعی نباشد و در نتیجه شرکتها با کاهش سود مواجه خواهند شد که کاهش سود باعث کنترل درآمد هر سهم می‌شود که آن هم به نوبه خود بر قیمت‌های سهام تأثیر خواهد گذاشت.



### ج- عوامل اقتصاد خرد

ج-۱- نرخ ارز: تغییر نرخ ارز بر قیمت مواد اولیه وارداتی شرکت ها و یا قیمت صادراتی محصولات صادراتی آن ها تأثیر خواهد گذاشت که به نوبه ی خود بر سود شرکت ها تأثیرگذار است

ج-۲- نرخ مالیات: می دانیم که طبق ماده ۱۴۳ قانون مالیات های مستقیم، شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران نسبت به عملکرد خود از پرداخت مالیات معاف هستند ولی سود سهامداران مشمول ماده ۱۳۱ می باشد که بیان می دارد به غیر از معافیت ۱۵ درصدی برای سهامداران جزء، بقیه سود سهام مشمول مالیات یا نرخ و ضرایب تصاعدی بالا می باشد.

ج-۳- سیاست های انقباضی بانک ها: بانک مرکزی با سیاست های انقباضی از طریق تجدید تسهیلات اعتباری و وام به شرکت های صنعتی مشکلات نقدینگی چشم گیری را برای شرکت های عضو بورس می تواند بوجود آورد به همین دلیل بانک ها نیز که زیرمجموعه ای از بانک مرکزی هستند به خاطر همین سیاست، توانایی جبران کمبود نقدینگی شرکت ها را ندارند و یا علاقه ای به این کار نشان نمی دهند. لذا شرکت های پذیرفته شده در بورس به خاطر کمبود نقدینگی مجبور به تأمین نیاز مالی خود از روش های دیگری هم چون افزایش سرمایه و یا عدم تقسیم سود می شوند که همین امر بر روی قیمت سهام تأثیرگذار خواهد بود.

ج-۴- تورم: اصولاً در بازارهای بورس جهان رابطه ارزش سهام و تورم معکوس می باشد تورم از چند جنبه بر قیمت های سهام تأثیر می گذارد. اول اینکه چنانچه نرخ تورم بالا باشد طبیعتاً سرمایه گذاران و سهامداران در جستجوی بازده های بالاتر از نرخ تورم هستند تا نه تنها قدرت خرید پول خود را از دست ندهند بلکه کسب سود هم نمایند، حال چنانچه سهامی نتواند این انتظار سهامداران را برآورده نماید قیمت آن کاهش خواهد یافت. هم چنین تورم باعث خواهد شد که بازده واقعی سهام و قدرت خرید پول کاهش یابد. در نتیجه سرمایه گذاران با دریافت اصل و فرع سرمایه ی خود مقدار کالاها و خدمات بهتری می توانند بخرند

### عوامل سیاسی - نظامی

به تجربه ثابت شده که یکی از ویژگی های بورس، تأثیر فوری مسایل سیاسی روی معاملات است مسایلی مثل جنگ و صلح روی قیمت های سهام تأثیر بسزایی دارند. نمونه بارز آن بحران ۱۱ سپتامبر است که آثار آن را بر بازارهای مالی می توان مشاهده کرد.

### عوامل فرهنگی - رفتاری

منظور از عوامل فرهنگی همان فرهنگ سرمایه گذاری حاکم بر افراد جامعه است. چنانچه در کشوری که بیشتر افراد در فکر سفته بازی باشند خوب طبیعتاً فرهنگ سرمایه گذاری ضعیف است و اگر فرهنگ سرمایه گذاری ضعیف باشد، طبیعتاً بازار سهام رونقی نخواهد داشت

• عوامل درونی

منظور از عوامل درونی یعنی عواملی که در داخل شرکت بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و یا تصمیماتی که در داخل یک شرکت اتخاذ می‌شود و بر قیمت تأثیر می‌گذارد. این عوامل عبارتند از:

۱. **عایدی هر سهم (درآمد و سود) یا بازده هر سهم:** عایدات هر سهم باعث تأثیر روی قیمت سهام می‌شود. بازده هر سهم عبارت است از مجموع سود بعلاوه سود غیرنقدی و اضافه ارزش سهم در پایان سال مالی نسبت به اول دوره.

۲. **روند قیمت سهام در گذشته:** قیمت سهام شرکت‌ها نیز مثل انسان‌ها به تدریج برای عموم شناخته می‌شوند. حسن شهرت یا سوء شهرت سهام یک شرکت به عوامل متعددی بستگی دارد. ولی تأثیر این عوامل روی قیمت سهام منعکس می‌شود.

۳. **ساختار مالی شرکت:** ساختار مالی یعنی اهمیت اقلام مختلف ترازنامه در مقایسه با یکدیگر. روابط میان اقلام ترازنامه از نظر سلامت مالی شرکت اهمیت زیادی دارند. سلامت ساختار مالی یک شرکت در افزایش قیمت سهام آن شرکت تأثیر مثبت دارد.

۴. **تقاضا برای محصول:** نوع کالا یا خدمتی که شرکت مورد نظر ارائه می‌دهد و کمیت و کیفیت مشتریان شرکت روی قیمت سهام آن تأثیر می‌گذارد.

۵- **تغییر در رویه حسابداری یک شرکت:** تغییر در روش استهلاک و هم چنین تغییر در روش محاسبه ارزش موجودی‌ها می‌تواند در سود و زیان شرکت و در نهایت قیمت سهام تأثیر بگذارد.

۶- **مدیریت شرکت:** مدیران کارآمد و خوشنام می‌توانند یک شرکت کوچک و ضعیف را به یک شرکت بزرگ و پیشرو تبدیل کنند و برعکس مدیران ضعیف می‌توانند شرکت عظیمی را در مدت کوتاهی به خاک سیاه بنشانند.

۷- **تصرف، تملک، ادغام:** اطلاع از تصرف و تملک شرکت توسط شرکت‌های دیگر و برعکس. تصرف شرکت دیگری توسط شرکت، باعث تغییر قیمت سهام می‌شود.

۸- **سود و سیاست‌های تقسیم سود:** یکی از عوامل بسیار مهم بر قیمت سهام، سود شرکت‌ها می‌باشند که محور اصلی و تعیین‌کننده‌ی موقعیت یک واحد است. همین سود نیز انتظارات افراد را نسبت به آینده شکل می‌دهد.

۹- **سهام جایزه و تجزیه سهام:** سهام جایزه تعدادی از اوراق صوری است که مالکیت سهامداران در سود انباشته را دلالت می‌کند و بدون اینکه سهامداران سود نقدی یا دارایی دیگری دریافت نمایند به وی داده می‌شود. سهام جایزه نوعی سود است به صورت سهام و به جای پول نقد توزیع می‌شود. این نوع سهام بر اساس تصمیم هیأت مدیره شرکت‌ها انتشار می‌یابند.

### پیشینه پژوهش

یافته های پژوهش همت فر و مقدسی (۱۳۹۲)، نشان دادند بین کیفیت افشای شرکتها و ارزش سهام تورم زدایی شده و هم چنین بین اتکاپذیر بودن و به موقع بودن با ارزش بازار سهام تورم زدایی شده، رابطه معناداری وجود ندارد. بشکوه و جهانگیری (۱۳۹۲)، نشان دادند ارزش دفتری هر سهم در شرکت هایی که با مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد مواجه اند و شرکت هایی که این مشکل را ندارند، ارزش مربوط محسوب نمی شود. همچنین سود هر سهم در شرکت هایی با مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد و شرکت های بدون این مشکل، ارزش مربوط است و مقدار مربوط بودن سود هر سهم در شرکت هایی با مشکل نمایندگی جریان های نقد آزاد، کمتر است. مهرانی و همکاران (۱۳۹۱)، نشان دادند افزایش تمرکز مالکیت نهادی، کیفیت اطلاعات حسابداری مندرج در صورت سود و زیان و به تبع آن مربوط بودن ارزش اطلاعات صورت سود و زیان را کاهش داده است، اما مربوط بودن ارزش اطلاعات مندرج در ترازنامه را افزایش می دهد.

هانلون و همکاران (۲۰۱۴)، در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که افزایش مالیات معوق بر اساس رویکرد ترازنامه ای از ارزش مربوط بودن برخوردار است. کوین و همکاران (۲۰۱۳)، در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که افزایش و اصلاحات مربوط بودن ارزش بیشتر به شرکت های کوچک تر تعلق دارد، شرکت هایی که با نرخ رشد پایین تر و شرکت هایی با دارایی های ثابت مشهود بیشتر و اصلاحات مربوط بودن ارزش در بازار سهام پر رونق، معمولاً کمتر به چشم می خورد. هالونن و همکاران (۲۰۱۳)، ارزش مربوط بودن اطلاعات حسابداری و تاثیر آن بر قیمت سهام را بررسی نمودند. روش مورد استفاده آن ها مدل اولسون (۱۹۹۵) می باشد. نیکلاس و جان (۲۰۱۲)، در پژوهشی به بررسی ارزش مربوط بودن سود و ارزش دفتری در ارتباط با قیمت سهام در کشور یونان پرداختند. آن ها برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل اولسون (۱۹۹۵) استفاده نموده و نشان دادند که ارزش دفتری و سود هر سهم با قیمت سهام در ارتباط است و هم چنین ارزش دفتری در مقایسه با سود هر سهم دارای میزان مربوط بودن بالاتری در ارتباط با قیمت سهام می باشد. الیوت و همکاران (۲۰۱۰)، با بررسی تاثیر شفافیت حسابداری بر انتظار قیمت گذاری نادرست تحلیلگران نشان دادند که ویژگی های سرمایه گذاری نهادی می تواند منجر به افزایش شفافیت حسابداری شده و انتظارات سرمایه گذاران حرفه ای را برآورده کند. بر این اساس، انتظارات تحلیلگران متأثر از شفافیت سود حسابداری است. جانگ (۲۰۰۹)، نشان داد مربوط بودن ارزش ترکیبی از ارزش دفتری و جریان های نقدی، نسبت به ارزش دفتری سودها مربوط تر است. حبیب و عزیز (۲۰۰۸)، رابطه حاکمیت شرکتی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را آزمون نمودند. آن ها دریافتند که اطلاعات حسابداری شرکت هایی با حاکمیت شرکتی قوی تر از ارزش مربوط تری برخوردار است.

### فرضیه های پژوهش

- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.
- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ساختار مالکیت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.
- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین گردش معاملات و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عمر شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.
- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.
- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین فرصت رشد و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.
- کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین نقدشوندگی سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

### روش پژوهش

روش تحقیق به کار گرفته شده در این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ روش و ماهیت، تحقیق همبستگی یا همخوانی است. با توجه به قلمرو مکانی تحقیق، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طی سال ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۶ سهام آن‌ها در تالار اصلی یا بازار اول مبادله شود. در پژوهش حاضر برای تعیین نمونه آماری، از رابطه خاصی جهت برآورد حجم نمونه و نمونه گیری استفاده نشده است بلکه از روش حذفی غربالگری استفاده گردیده است. در نهایت، تعداد ۱۵۵ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقی ماند.

### متغیرهای پژوهش، تعاریف عملیاتی و نحوه سنجش آنها

#### متغیرهای وابسته:

#### الف) همگام سازی بازده سهام

برای اندازه گیری همگام سازی بازده سهام، با پیروی از پژوهش های احمد (۲۰۱۷) و کاورفرد (۲۰۱۲)، ابتدا مدل رگرسیونی (۱-۳) با استفاده از داده های سری زمانی برای هر سال، برای هر شرکت به صورت ماهانه برآورد می شود:

رابطه (۱-۳):

$$RET_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MRET_{t-1} + \beta_2 MRET_t + \beta_3 IRET_{t-1} + \beta_4 IRET_t + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$RET_{i,t}$ : بازده سهام شرکت در ماه جاری.

$MRET_{t-1}$ : بازده بازار در ماه جاری (بازده بازار از تفاوت شاخص اول دوره و پایان دوره بازار تقسیم بر شاخص اول دوره بدست می آید).

$MRET_t$ : بازده بازار در ماه قبل.

$IRET_{t-1}$ : بازده صنعت مربوط به شرکت در ماه جاری (بازده صنعت از تفاوت شاخص اول دوره و پایان دوره صنعت تقسیم بر شاخص اول دوره صنعت بدست می آید).

بازده صنعت در ماه قبل.  $IRET_t$ :

$\varepsilon_{i,t}$ : خطای مدل رگرسیون.

رگرسیون (۳-۱) به تعداد سال - شرکت مرتبه برای هر سال - شرکت برآورد می شود. سپس همگام سازی بازده سهام با استفاده از ضریب تعیین مدل فوق مطابق رابطه (۳-۲) محاسبه می شود: رابطه (۳-۲):

$$SYN_{i,t} = \ln \left( \frac{R_{i,t}^2}{1 - R_{i,t}^2} \right)$$

که در این رابطه:

SYN: همزمانی بازده سهام شرکت در سال جاری.

ضریب تعیین حاصل از رگرسیون (۳-۲) برای هر سال - شرکت می باشد.  $R^2$  :

### متغیرهای مستقل

الف) بازده سهام: بازده سرمایه گذاری در سهام عادی، در یک دوره معین، با توجه به قیمت اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت، بدست می آید. منافع حاصل از مالکیت در دوره هایی که شرکت، مجمع برگزار کرده باشد به سهامدار تعلق می گیرد و در دوره هایی که مجمع، برگزار نشده باشد منافع مالکیت؛ برابر صفر خواهد بود. بازده سرمایه گذاری در سهام، با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است:

$$R_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۳-۶)}$$

که در آن:

$P_t$  = قیمت سهام در پایان دوره t

$P_{t-1}$  = قیمت سهم در ابتدای دوره t یا پایان دوره t-1

$D_t$  = منافع حاصل از مالکیت سهام که در دوره t به سهامدار تعلق گرفته است.

که این منافع به شکل های مختلفی به سهامداران پرداخت می شود که عمده ترین آنها عبارتند از: سود نقدی، افزایش سرمایه از محل اندوخته (سهام جایزه)، افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، تجزیه سهام، تجمیع سهام.

$$R_i = \frac{(1+\alpha)P_{t+1} + DPS - P_t - C}{P_t} \quad \text{رابطه (۷-۱)}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه (از محل اندوخته یا آورده نقدی و مطالبات)

C: آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه است

### ب) ساختار مالکیت:

برای سنجش این متغیر از دو شاخص مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نهادی استفاده خواهد شد.

## جدول ۱. ساختار مالکیت

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 می باشد.

## د) گردش معاملات:

گردش معاملات از متوسط تعداد سهام معامله شده در طی هر سال تقسیم بر تعداد کل سهام منتشر شده در آن سال بدست می آید (ریباط میلی و همکاران، ۱۳۹۳).

## ح) عمر شرکت:

از تفاضل سال تاسیس شرکت و سال مورد بررسی بدست می آید.

## ج) اندازه شرکت:

از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست می آید.

## خ) فرصت رشد:

متغیر مرهومی است که از ترکیب دوم روش الگوهای جریان نقدی ارائه شده توسط دکینسون (۲۰۱۰) ارائه شده است استفاده می شود. اگر جریانهای نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی مثبت، جریانهای نقد ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری منفی و جریان های نقد ناشی از فعالیت های تامین مالی مثبت باشد، ارزش عددی یک و در غیر اینصورت ارزش عددی صفر با آن اختصاص می یابد (دکینسون، ۲۰۱۱).

## جدول ۲. ترکیب دوم روش الگوهای جریان نقدی

فعالیت های عملیاتی	فعالیت های سرمایه گذاری	فعالیت های تامین مالی
مثبت	منفی	مثبت

مصادق روند رو به رشد و عملکرد مناسب بنگاه ها را می توان در این ترکیب مشاهده کرد. این گونه شرکت ها فرصت های سرمایه گذاری پرمفعت متنوعی دارند ولی برآیند نقدی فعالیت های عملیاتی تکافوی این فرصت های سرمایه گذاری را نمی کند. راهکار اغلب این شرکت ها برای تامین کسری وجوه نقد جهت بهره مندی از فرصت های سرمایه گذاری، افزایش سرمایه و یا افزایش استقراض است. شرکت های با سلامت نقدی به نسبت شرکت های نابسامان نقدی آسان تر می توانند تامین مالی کنند (فوکودا<sup>۱</sup> همکاران ۲۰۰۸). بنابراین به لحاظ سلامت نقدی این گونه شرکت ها و تسهیل به امید سودآوری در آینده می شود. به این ترتیب انتظار می رود در آینده این گونه شرکت ها وجوه نقد قابل ملاحظه ای از عملیات خود کسب کنند.

<sup>۱</sup>. Focodav

### ر) نقدشوندگی سهام:

نقدشوندگی یکی از ویژگیهای مطلوب بازارهای رقابتی است به دلیل خاصیت چند بعدی بودن نقدشوندگی، انعکاس همه مشخصه های آن در یک معیار مشکل است. در یک دسته بندی توسط آیتکن و کامرتن فورد معیارهای اندازه گیری نقد شوندگی به دو دسته ی معیارهای مبتنی بر سفارشها و مبتنی بر معاملات تقسیم شده اند. معیارهای مبتنی بر معاملات به جای پیشرو بودن معطوف به گذشته هستند و بنابراین لزوماً نشان دهنده میزان توانایی سرمایه گذاران برای انجام سریع معاملات و هزینه های مرتبط با آن نیستند. اما ظهور سیستم های الکترونیکی معاملات، دستیابی به داده های جزئی تر و در نتیجه معیارهای جدید نقدشوندگی با توجه به سفارشهای موجود در بازار را به همراه آورد. این معیارها با دقت بیشتری توانایی انجام سریع معاملات و هزینه های مرتبط با آن را مورد بررسی قرار می دهند. از جمله مهمترین این معیارها شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش و عمق بازار هستند. برای محاسبه نقدشوندگی ۱۳ معیار مورد استفاده در پژوهش های کوئتو<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، اگاروال<sup>۲</sup> (۲۰۰۸) و روبین<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) انتخاب شده اند. به علاوه در این پژوهش به بررسی میزان و گردش سهام شناور نیز به عنوان یکی از عوامل مهم نقدشوندگی پرداخته شده است. در مجموع ۱۵ معیار در دو گروه معاملاتی (معامله محور) و اطلاعاتی (سفارش محور) استفاده شده است و از آنجا که بررسی ۱۵ معیار نقدشوندگی سهام شرکتها از نظر زمانی وقت گیر بوده و همچنین با تشخیص اساتید محترم راهنما و مشاور به انتخاب ۲ معیار از معیارهای نقدشوندگی سهام پرداخته شده است. این ۲ معیار عبارت است از:

شکاف مطلق قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش (ABS).

شکاف نسبی قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش (RS).

شکاف مطلق قیمت های پیشنهادی خرید و فروش: این مقدار از تفاوت قیمت های پیشنهادی خرید و فروش به دست می آید:

$$ABS = PA - PB$$

شکاف نسبی قیمت های پیشنهادی خرید و فروش: این نسبت از تقسیم تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش بر میانگین قیمت های پیشنهادی به صورت رابطه (۳-۸) به دست می آید:

$$RS = \frac{a_{i,t} - b_{i,t}}{(a_{i,t} + b_{i,t}) / 2}$$

### متغیرهای تعدیلی:

الف) کیفیت حاکمیت شرکتی:

متغیر تعدیلی این پژوهش، کیفیت حاکمیت شرکتی (QCG) بوده که طبق آئین نامه نظام راهبردی شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ و پیش نویس ۱۳۹۷ بورس اوراق بهادار تهران و همچنین، پژوهش الباسام (۲۰۱۴) و

<sup>۱</sup>Quito  
<sup>۲</sup>Agarval  
<sup>۳</sup>Rubin

دیدار (۱۳۹۶)، به کمک ۶۹ عامل اندازه‌گیری می‌شود؛ به طوری که اگر هر یک از عوامل مصداق داشته باشند، امتیاز ۱ و در غیر اینصورت امتیاز صفر لحاظ خواهد شد. در پایان از روش شناسی کدگذاری و انباشت کدها به منظور عملیاتی کردن متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی امتیاز صفر یا یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام شده) اختصاص می‌یابد که از مجموع این امتیازها، نمره حاکمیت شرکتی بر اساس درصد به دست می‌آید. این ۶۹ شاخص به هفت زیرمجموعه شامل هیئت مدیره، کمیته هیئت مدیره، افشاء و شفافیت، کنترل‌های داخلی و حقوق سهامداران دسته‌بندی می‌شود.

### متغیرهای کنترلی:

**بازده دارایی‌ها:** آسپریس و فرینو (۲۰۱۳)، تاثیر بازده دارایی‌ها بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را تأیید نمودند. این متغیر، از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها بدست می‌آید (افلاطونی، ۱۳۹۴).

**زیانده بودن شرکت:** گوردون (۲۰۱۶)، تاثیر زیانده بودن شرکت را بر سرعت تعدیل قیمت سهام تأیید نموده است. برای موارد گزارش زیان مقدار ۱ و در غیر اینصورت مقدار صفر اختصاص می‌یابد (افلاطونی، ۱۳۹۵).

**مدیریت سود از طریق ارقام درآمدی:** برای اندازه‌گیری مدیریت سود از طریق ارقام درآمدی از مدل کاپلر (۲۰۰۹) استفاده می‌شود. وی برای بررسی مدیریت سود، به جای شناخت هزینه‌ها از روش شناخت درآمد با بررسی حسابهای دریافتی و درآمد انتقالی به دوره بعد استفاده نمود. او فرض نمود که حسابهای دریافتی ناخالص بخشی از فروش‌های دوره جاری است، چون حسابهای دریافتی به لحاظ فروش‌های این دوره به حساب آورده می‌شوند. وی همچنین فرض نمود که حسابهای دریافتی ناخالص بخشی از جریان نقدی عملیاتی دوره بعد هستند، زیرا حسابهای دریافتی در دوره بعد برگردانده می‌شوند. این بدان معنی است که تغییر در حسابهای دریافتی ناخالص ناشی از تغییرات در فروش جاری و تغییرات در جریان نقدی عملیاتی آتی است. کاپلر (۲۰۰۹) هر دو متغیر فوق را در این مدل به کار برد تا بتواند هر یک از اجرای غیراختیاری را که از طرق دیگر قابل دستیابی نمی‌باشند تعیین نماید. بر مبنای این مفروضات، وی مدل زیر را تحت عنوان مدل درآمد اختیاری ارائه نمود:

$$\frac{\Delta \text{GrossA}/R_{it}}{\text{Assets}_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{\text{Assets}_{it-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta S_{it}}{\text{Assets}_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta \text{CFO}_{it+1}}{\text{Assets}_{it-1}} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$\Delta \text{GrossA} / R$ : تغییر در حسابهای دریافتی ناخالص در سال  $t$

$\Delta S_{it}$ : تغییر در فروش در سال  $t$

$\Delta \text{CFO}_{it+1}$ : تغییر در جریان نقد عملیاتی در سال  $t + 1$  و

$\text{Assets}_{it-1}$ : مجموع دارایی‌ها در ابتدای سال مالی.

**نوع صنعت:** صرف نظر از نوع طبقه‌بندی شرکت‌ها در صنعت مطابق سیستم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در این پژوهش کلیه شرکت‌های نمونه به دو دسته تولیدی و غیرتولیدی تفکیک و از متغیرهای



مصنوعی صفر و یک به ترتیب برای شرکت های تولیدی و غیرتولیدی استفاده خواهد شد. به این ترتیب شرکت های تولیدی با متغیر MANU و شرکت های تولیدی با نماد UTILITY در مدل رگرسیون مورد آزمون وارد خواهد شد

**اهرم مالی:** آسپریس و فرینو (۲۰۱۳)، تاثیر اهرم مالی بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام را نائید نمودند. اهرم مالی از تقسیم کل بدهی ها بر کل دارایی ها بدست می آید.

**بازده بدون ریسک:** عبارتست از متوسط نرخ بازدهی که سرمایه گذاران بدون تحمل ریسک انتظار کسب آن را دارند با توجه به ویژگی های اوراق مشارکت در ایران که شامل تضمین اصل و سود مشارکت از سوی بانک ها و نیز بازخرید اوراق به مبلغ اسمی قبل از تاریخ سررسید می باشد، نرخ این اوراق به عنوان نرخ بازده بدون ریسک در نظر گرفته شده است. از معادله از طریق رگرسیون گیری،  $\beta_1$  به عنوان معیار ریسک سیستماتیک استخراج شده است و انحراف معیار خطاها نیز به عنوان معیار ریسک غیر سیستماتیک در نظر گرفته شده است.

**اخبار مثبت:** با در نظر گرفتن خیر مثبت به عنوان یک متغیر مجازی، این متغیر ارزش ۱ میگیرد اگر اختلاف سود پیش بینی شده سال جاری با سود واقعی سال قبل مثبت باشد در غیر اینصورت صفر. انتظار می رود شرکت هایی که رشد سود مثبت دارند ریسک کمتری را دارا باشند.

### یافته های پژوهش

مهمترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده ها است؛ برای مثال میانگین *COMP* برابر با ۰/۲۹ است که نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به این متغیر، پیرامون این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد. میانه متغیر *BMV* برابر با ۰/۰۵ است که نشان می دهد نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر، بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از جمله مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر *FE* برابر ۷۶۰/۳۳ و برای متغیر *FI* برابر ۰/۰۲ است که نشان می دهد در بین متغیرهای پژوهش، *FE* و *FI* به ترتیب دارای بیش ترین و کم ترین میزان پراکندگی هستند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و اگر ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت؛ به عنوان مثال ضریب چولگی متغیر *IO* برابر ۰/۶۱- است؛ یعنی این متغیر چولگی چپ دارد. همچنین میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می نامند. اگر کشیدگی، حدود صفر باشد منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی، وضعیت متعادل و نرمالی خواهد داشت و اگر این مقدار مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. کشیدگی تمامی متغیرهای این مدل مثبت است. متغیر *StdROA* بیشترین برجستگی و متغیر *OPT* نیز کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد.

جدول ۳. شاخص‌های توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانگین	نماد	شاخص / متغیر
۱.۶۱۳	-۴/۳۶۰	۲۲/۹۷۴	۰/۱۴۵	SYN	همگام سازی بازده سهام
۰.۹۶۴	-۰/۷۹۵	۸/۵۹۴	۰/۴۳۷	R	بازده سهام
۳۲.۴۵	۰/۰۰۰	۹۹/۴۵۰	۵۹/۴۶	INTOWN	سهامداران نهادی
۲۰.۸۹۰	۰/۰۰۰	۹۹/۴۵۰	۵۰/۶۷	CO	تمرکز مالکیت نهادی
۰.۵۰۸	۰/۰۰۰	۵/۳۱۶	۰/۳۱۶	RT	گردش معاملات
۱۲.۷۴	۸/۰۰۰	۶۵/۰۰۰	۳۶/۴۳	LIFE	عمر شرکت
۱.۵۳۹	۹/۲۵۴	۱۸/۴۵۳	۱۳/۲۴	SIZE	اندازه شرکت
۰.۴۹۵	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۴۲۸	GROW	فرصت رشد
۰.۰۱۳	۰/۰۰۰	۰/۲۰۳	۰/۰۲۱	LIQ	نقدشوندگی سهام
۴/۲۹	۰/۰۰۱	۱۶۷/۰۳	۰/۴۲	StdROA	کیفیت حاکمیت شرکتی
۳۲/۷۴	۰/۰۰۰	۹۹/۴۵	۵۸/۳۵	IO	کیفیت گزارشگری مالی
۰.۱۳۰	-۰/۷۸۹	۰/۶۲۱	۰/۱۰۲	FINA	بازده دارایی‌ها
۰.۱۱۵	-۰/۷۰۷	۱/۱۶۴	-۱/۴۸	PEM	مدیریت سود از طریق اقلام درآمدی
۰.۲۱۱	۰/۰۹۰	۰/۹۱۴	۰/۶۲۲	LEV	اهرم مالی

جدول ۴. شاخص‌های توصیف کننده متغیرهای اسمی پژوهش

متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	اندازه گیری	درصد
زیانده بودن شرکت	LOSS	۱۸۶۰	زیانده بودن (۱)	۱۱/۸
			سودده بودن (۰)	۸۸/۲
نوع صنعت	IND	۱۸۶۰	تولیدی (۱)	۹۶/۶
			غیرتولیدی (۰)	۳/۴
اخبار مثبت	PN	۱۸۶۰	اخبار مثبت (۱)	۵۶/۵
			اخبار منفی (۰)	۴۳/۵
بازده بدون ریسک	BI	۱۸۶۰		

## آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

برای هر جامعه آماری، هر چه اندازه نمونه تصادفی افزایش یابد باید توزیع نمونه به سمت توزیع نرمال نزدیک می‌شود. این موضوع در آمار و نظریه احتمالات، قضیه حد مرکزی نام دارد و بیان می‌نماید که یک سری از چند

متغیر تصادفی مستقل با توزیع یکسان به سمت یک متغیر تصادفی مشخص با توزیع نرمال میل می کند. بنابراین، چنانچه تعداد مشاهدات در نمونه مورد بررسی به میزان کافی زیاد باشد<sup>۱</sup>، توزیع داده ها به نرمال نزدیک می شود و حتی اگر جامعه نرمال نباشد می توان از آزمون پارامتریک استفاده کرد. در تحلیل مدل رگرسیون نیز چنانچه تعداد مشاهدات زیاد باشد<sup>۲</sup>، ضرورت ندارد که همه متغیرها، دارای توزیع نرمال باشند و نرمال بودن توزیع مقادیر خطا (باقی مانده های مدل) در تحلیل مدل رگرسیون کفایت می کند (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵). بنابراین، با استناد به این موضوع و با توجه به حجم نمونه بالای این پژوهش، فرض بر این است که متغیرهای وابسته پژوهش نرمال بوده و از تابع توزیع نرمال پیروی می کنند.

جدول ۵. نتایج آزمون جارک- برا

متغیرها	آماره آزمون	اعتبار آزمون
همگام سازی بازده سهام SYN	۳۱/۳۷۵	۰/۰۰۰

#### آزمون مانایی متغیر وابسته

به منظور اطمینان از ساختگی نبودن مدل و نتایج نامطمئن؛ ابتدا ایستایی متغیر وابسته با استفاده از آزمون ریشه واحد هاردی تعمیم یافته در داده های سطح استفاده شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون ریشه واحد

متغیرها	آماره آزمون	معنادای آزمون
همگام سازی بازده سهام SYN	-۱۲/۶۹	۰/۰۰۰

همانطوری که مشاهده می شود؛ فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد در داده های متغیر وابسته در سطح معناداری ۱٪ رد شده است. بنابراین؛ نتایج در سطح اطمینان ۹۹٪ نشان می دهد که متغیرهای وابسته برای داده ها در سطح؛ پایا بوده و ریشه واحدی ندارد.

#### نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

**فرضیه ۱:** کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 R * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

<sup>۱</sup> منابع مختلف زیاد بودن تعداد مشاهدات را بالای ۳۰ مشاهده عنوان نموده اند (آذر و مومنی، ۱۳۸۷؛ افلاطونی، ۱۳۹۲ و سوری، ۱۳۹۴).  
<sup>۲</sup> تعداد مشاهدات در پژوهش های حسابداری به ویژه در ساختار داده های ترکیبی معمولاً بسیار زیاد است.

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می‌شود.

جدول ۷: نتایج آزمون فرضیه ۱

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۰/۹۶۳	-۲/۱۶۵	۰/۰۳۰
بازده سهام	-۰/۰۳۹	-۰/۶۱۱	۰/۵۴۱
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۶	۰/۱۵۶	۰/۸۷۵
تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و بازده سهام	۰/۰۳۸	۲/۹۹۵	۰/۰۰۲
بازده دارایی‌ها	-۰/۲۰۶	-۰/۶۷۸	۰/۴۹۷
زیانده بودن	۰/۰۰۱	۰/۰۰۹	۰/۹۹۲
مدیریت سود اقلام درآمدی	۰/۴۰۲	۱/۵۹۶	۰/۱۱۰
نوع صنعت	۰/۰۷۴	۰/۱۹۸	۰/۸۴۳
اهرم مالی	-۰/۷۲۲	-۲/۸۴۹	۰/۰۰۴
بازده بدون ریسک	۷/۶۴۶	۵/۲۶۴	۰/۰۰۰
اخبار مثبت	-۰/۰۰۹	-۰/۱۲۷	۰/۸۹۶
آماره F - لیمر			(Panel) ۰/۰۰۰
آماره - هاسمن			(FEM) ۰/۰۰۰
آماره D-W			۲/۱۸۱
ضریب تعیین			۰/۳۶۷
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۲۹۲
آماره F			۴/۸۸۹
معناداری مدل			۰/۰۰۰

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F در مدل از ۵٪ کوچک تر می‌باشد (۰/۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳۶/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. در این پژوهش، برای انتخاب مدل تحلیل داده‌ها و استفاده از داده‌های ترکیبی یا تلفیقی، آزمون F لیمر اجرا شده است. در واقع آزمون F لیمر مشخص می‌کند که مدل مورد استفاده تلفیقی (Panel) است یا ترکیبی (Pooled). چنانچه آماره Cross - Section F کمتر از ۵٪ سطح معناداری باشد، نوع مدل انتخابی تلفیقی (Panel) و بیشتر از ۵٪ سطح معناداری باشد، نوع مدل انتخابی ترکیبی (Pooled) خواهد بود. در صورتی که مدل ترکیبی (Pooled) انتخاب گردد، کار تمام است و با آن ادامه می‌دهیم ولی اگر مدل تلفیقی (Panel) انتخاب گردد، بایستی در مرحله بعد، از طریق

آزمون هاسمن، الگوی مناسب یعنی اثرات ثابت ( $FEM$ ) یا اثرات تصادفی ( $REM$ ) انتخاب گردد. بنابراین، در مرحله قبل، اگر نتایج آزمون  $F$  لیمر نشان‌دهنده استفاده از مدل تلفیقی ( $Panel$ ) باشد، بایستی از طریق آزمون هاسمن الگوی مناسب انتخاب گردد. چنانچه آماره  $Cross - Section Random$  کمتر از ۰.۵٪ سطح معناداری باشد، الگوی اثرات ثابت ( $FEM$ ) و بیشتر از ۰.۵٪ سطح معناداری باشد، الگوی اثرات تصادفی ( $REM$ ) انتخاب می‌گردد. لذا، برای آزمون مدل این فرضیه از داده‌های تلفیقی و اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب با توجه به نتایج جدول ۷، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و بازده سالانه سهام کوچکتر از ۰.۵٪ می‌باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین بازده سالانه سهام و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تائید قرار می‌گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۱ پژوهش می‌توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری دارد.

**فرضیه ۲:** کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین ساختار مالکیت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 OS_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 OS * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تائید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می‌شود.

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  در هر دو مدل از ۰.۵٪ کوچک تر می‌باشد (۰.۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تائید می‌شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که به ترتیب ۳۶/۷ و ۳۶/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل‌های ۱ و ۲ تبیین می‌شود. برای آزمون مدل اول این فرضیه از داده‌های تلفیقی و اثرات تصادفی و برای آزمون مدل دوم از داده‌های تلفیقی و اثرات تصادفی استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب در مدل اول، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و سهامداران نهادی کوچکتر از ۰.۵٪ می‌باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین سهامداران نهادی و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تائید قرار می‌گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۲ پژوهش می‌توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین سهامداران نهادی و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری دارد و از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و تمرکز مالکیت کوچکتر از ۰.۵٪ می‌باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل

بین تمرکز مالکیت و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با مدل دوم فرضیه ۲ پژوهش می‌توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین تمرکز مالکیت و همگام سازی بازده سهام تأثیر معنی داری دارد.

جدول ۸. نتایج آزمون فرضیه ۲

تمرکز مالکیت			سهامداران نهادی			متغیرهای پژوهش
احتمال t	آماره t	ضریب	احتمال t	آماره t	ضریب	
۰/۰۰۶	-۲/۷۲۸	-۱/۶۷۴	۰/۰۳۰	-۲/۱۶۵	-۰/۹۶۳	مقدار ثابت
۰/۳۷۲	۰/۸۹۲	۰/۰۰۴	۰/۵۴۱	-۰/۶۱۱	-۰/۰۳۹	ساختار مالکیت
۰/۰۲۳	۲/۲۶۲	۰/۱۳۱	۰/۸۷۵	۰/۱۵۶	۰/۰۰۶	کیفیت حاکمیت شرکتی
۰/۰۳۱	-۲/۱۴۹	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۲	۲/۹۹۴	۰/۰۳۸	تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت
۰/۱۳۲	۱/۵۰۴	۰/۵۳۳	۰/۴۹۷	-۰/۶۷۸	-۰/۲۰۵	بازده دارایی‌ها
۰/۶۳۳	۰/۴۷۷	۰/۰۵۶	۰/۹۹۲	۰/۰۰۹	۰/۰۰۱	زیانده بودن
۰/۱۰۸	۱/۶۰۷	۰/۴۰۳	۰/۱۱۰	۱/۵۹۶	۰/۴۰۱	مدیریت سود اقلام درآمدی
۰/۶۷۴	۰/۴۲۰	۰/۱۵۱	۰/۸۴۳	۰/۱۹۸	۰/۰۷۴	نوع صنعت
۰/۰۷۱	-۱/۸۰۲	-۰/۴۷۴	۰/۰۰۴	-۲/۸۴۹	-۰/۷۲۱	اهرم مالی
۰/۰۰۰	۵/۹۷۲	۸/۰۸۸	۰/۰۰۰	۵/۲۶۴	۷/۶۴۶	بازده بدون ریسک
۰/۷۳۷	-۰/۳۳۵	-۰/۰۲۴	۰/۸۹۸	-۰/۱۲۷	-۰/۰۰۹	اخبار مثبت
(Panel) ۰/۰۰۰			(Panel) ۰/۰۰۰			آماره F لیمر
(FEM) ۰/۰۰۰			(REM) ۰/۹۹۹			آماره هاسمن
۲/۲۰۰			۲/۱۸۱			آماره D-W
۰/۳۶۳			۰/۳۶۷			ضریب تعیین
۰/۲۸۷			۰/۲۹۲			ضریب تعیین تعدیل شده
۴/۸۰۲			۴/۸۸۹			آماره F
۰/۰۰۰			۰/۰۰۰			معناداری مدل

فرضیه ۳: کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین گردش معاملات و همگام سازی بازده سهام تأثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 RT_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 RT * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می‌شود.

جدول ۹. نتایج آزمون فرضیه ۳

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۱/۲۶۴	-۲/۱۲۳	۰/۰۳۳
گردش معاملات	۱/۰۴۵	۳/۷۶۹	۰/۰۰۰
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۰۸۵	۲/۳۲۵	۰/۰۲۰
تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و گردش معاملات	-۰/۱۶۰	-۲/۹۱۶	۰/۰۰۳
بازده دارایی ها	۰/۳۹۰	۰/۹۷۶	۰/۳۲۹
زیانده بودن	۰/۰۵۶	۰/۵۱۰	۰/۶۰۹
مدیریت سود اقلام درآمدی	۰/۴۳۰	۱/۹۰۱	۰/۰۵۷
نوع صنعت	۰/۲۷۸	۰/۵۶۱	۰/۵۷۴
اهرم مالی	-۰/۵۱۳	-۲/۱۳۱	۰/۰۳۳
بازده بدون ریسک	۵/۱۲۵	۳/۱۰۰	۰/۰۰۲
اخبار مثبت	-۰/۰۱۳	-۰/۲۳۰	۰/۸۱۷
آماره F- لیمر		۰/۰۰۰ (Panel)	
آماره- هاسمن		۰/۰۰۰ (FEM)	
آماره D-W		۲/۲۰۵	
ضریب تعیین		۰/۳۷۶	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۰۱	
آماره F		۵/۰۸	
معناداری مدل		۰/۰۰۰	

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  در مدل از  $۰.۵\%$  کوچک تر می باشد ( $۰.۰۰۰$ )، با اطمینان  $۹۵\%$  معنی دار بودن کل مدل تائید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که  $۳۷/۶\%$  درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. برای آزمون مدل این فرضیه از داده های تلفیقی و اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $F$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و گردش معاملات کوچکتر از  $۰.۵\%$  می باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین گردش معاملات و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان  $۹۵\%$  مورد تائید قرار می گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۳ پژوهش می توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین گردش معاملات و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه ۴: کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عمر شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIFE_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 LIFE * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می شود.

جدول ۱۰. نتایج آزمون فرضیه ۴

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۱/۹۸۴	-۴/۸۲۶	۰/۰۰۰
عمر شرکت	۰/۰۱۵	۱/۵۴۰	۰/۱۲۳
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۱۶۹	۲/۳۳۹	۰/۰۱۹
تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و عمر شرکت	-۰/۰۰۳	-۱/۶۹۰	۰/۰۹۲
بازده دارایی ها	۰/۰۶۲	۰/۰۹۲	۰/۹۲۶
زیانده بودن	۰/۰۲۸	۰/۱۹۰	۰/۸۴۹
مدیریت سود اقلام درآمدی	۰/۳۹۶	۱/۰۱۱	۰/۳۱۲
نوع صنعت	۰/۰۸۲	۰/۴۱۵	۰/۶۷۷
اهرم مالی	-۰/۷۹۸	-۲/۸۳۰	۰/۰۰۴
بازده بدون ریسک	۹/۱۷۴	۶/۳۸۲	۰/۰۰۰
اخبار مثبت	۰/۰۱۹	۰/۴۰۶	۰/۶۸۴
آماره F - لیمر		(Panel) ۰/۰۰۰	
آماره - هاسمن		(REM) ۰/۹۸۱	
آماره D-W		۱/۵۹۷	
ضریب تعیین		۰/۰۳۳	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۲۷	
آماره F		۵/۰۷۶	
معناداری مدل		۰/۰۰۰	

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F در مدل از ۵٪ کوچک تر می باشد (۰/۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳/۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. برای



آزمون مدل این فرضیه از داده های تلفیقی و اثرات تصادفی استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و عمر شرکت بزرگتر از ۵٪ می باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین عمر شرکت و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تائید قرار نمی گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۴ پژوهش می توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین عمر شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری ندارد.

**فرضیه ۵:** کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 SIZE * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تائید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می شود.

جدول ۱۱. نتایج آزمون فرضیه ۵

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۳/۷۲۴	-۴/۴۸۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۲۴۳	۳/۰۸۷	۰/۰۰۲
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۲۶۵	۱/۸۸۷	۰/۰۵۹
تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و عمر شرکت	-۰/۰۲۰	-۱/۷۹۶	۰/۰۷۲
بازده دارایی ها	۰/۲۴۴	۰/۶۰۱	۰/۵۴۷
زیانده بودن	۰/۰۳۳	۰/۳۰۲	۰/۷۶۲
مدیریت سود افلام درآمدی	۰/۳۴۳	۱/۴۳۱	۰/۱۵۲
نوع صنعت	۰/۰۷۶	۰/۲۱۴	۰/۸۳۰
اهرم مالی	-۰/۴۶۱	-۱/۹۶۱	۰/۰۵۰
بازده بدون ریسک	۴/۶۴۲	۲/۹۱۰	۰/۰۰۳
اخبار مثبت	-۰/۰۳۷	-۰/۴۷۸	۰/۶۳۲
آماره - F لیمر		(Panel) ۰/۰۰۰	
آماره - هاسمن		(FEM) ۰/۰۰۰	
آماره D-W		۲/۲۰۰	
ضریب تعیین		۰/۳۶۸	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۹۳	
آماره F		۴/۹۱۲	

معناداری مدل	۰/۰۰۰
--------------	-------

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره  $F$  در مدل از ۰.۵٪ کوچک تر می باشد (با اطمینان ۰.۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳۶/۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. برای آزمون مدل این فرضیه از داده های تلفیقی و اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بزرگتر از ۰.۵٪ می باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین اندازه شرکت و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۵ پژوهش می توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین اندازه شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری ندارد.

**فرضیه ۶:** کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین فرصت رشد و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 GROWTH_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 GROWTH * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می شود.

جدول ۱۲. نتایج آزمون فرضیه ۶

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
مقدار ثابت	-۱/۶۱۱	-۴/۲۲۳	۰/۰۰۰
فرصت رشد	۰/۲۷۲	۰/۶۹۰	۰/۴۹۰
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۰۸۹	۱/۴۹۴	۰/۱۳۵
تعامل فرضت رشد و کیفیت حاکمیت شرکتی	-۰/۰۸۰	-۱/۰۳۴	۰/۳۰۱
بازده دارایی ها	۰/۰۱۳	۰/۰۱۹	۰/۹۸۴
زیانده بودن	۰/۰۱۵	۰/۱۰۶	۰/۹۱۵
مدیریت سود اقلام درآمدی	۰/۴۲۶	۱/۰۹۹	۰/۲۷۱
نوع صنعت	۰/۰۹۵	۰/۵۱۳	۰/۶۰۷
اهرم مالی	-۰/۷۸۱	-۲/۸۵۴	۰/۰۰۴
بازده بدون ریسک	۹/۵۷۰	۵/۵۱۴	۰/۰۰۰

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره t	احتمال t
اخبار مثبت	۰/۰۱۷	۰/۳۷۷	۰/۷۰۶
آماره - F لیمر		(Panel) ۰/۰۰۰	
آماره - هاسمن		(REM) ۰/۹۸۸	
آماره D-W		۱/۵۹۶	
ضریب تعیین	۰/۰۳۴		
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۲۷		
آماره F		۵/۱۸۱	
معناداری مدل	۰/۰۰۰		

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F در مدل از ۰.۵٪ کوچک تر می باشد (۰.۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳/۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. برای آزمون مدل این فرضیه از داده های تلفیقی و اثرات تصادفی استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب، از آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و رشد شرکت بزرگتر از ۰.۵٪ می باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل بین رشد شرکت و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۶ پژوهش می توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین رشد شرکت و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری ندارد.

**فرضیه ۷:** کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین نقدشوندگی سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

$$SYN_{it} = \beta_0 + \beta_1 LIQ_{it} + \beta_2 QCG_{it} + \beta_3 LIQ * QCG_{it} + \beta_4 Controls + \varepsilon_{it}$$

با آزمون این فرضیه در صورتی که ضریب متغیر تعدیلی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار باشد، مورد تأیید قرار خواهد گرفت. با توجه به نتایج حاصل از آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل فوق با استفاده از روش رگرسیون خطی چندمتغیره برآورد می شود.

در بررسی معنی دار بودن مدل با توجه به این که مقدار احتمال آماره F در مدل از ۰.۵٪ کوچک تر می باشد (۰.۰۰۰)، با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تأیید می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای آن است که ۳۵/۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می شود. برای آزمون مدل این فرضیه از داده های تلفیقی و اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج آزمون دوربین واتسون، بیانگر آن است که مدل این فرضیه، مشکل خودهمبستگی ندارد. همچنین، در بررسی معنی داری ضرایب، از

آنجایی که احتمال آماره  $t$  برای ضرایب متغیر تعدیلی تعامل کیفیت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی بزرگتر از ۵٪ می‌باشد؛ وجود تاثیر معنی دار این متغیر بر تعامل نقدشوندگی سهام و متغیر وابسته همگام سازی بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد. بنابراین با توجه به تحلیل‌های صورت گرفته در ارتباط با مدل فرضیه ۷ پژوهش می‌توان به این نتیجه رسید که کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین نقدشوندگی و همگام سازی بازده سهام تاثیر معنی داری ندارد.

جدول ۱۳. نتایج آزمون فرضیه ۷

متغیرهای پژوهش	ضریب	آماره $t$	احتمال $t$
مقدار ثابت	-۱/۴۶۵	-۲/۵۰۲	۰/۰۱۲
نقدشوندگی سهام	۲۶/۵۷۶	۲/۵۸۳	۰/۰۰۹
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۰۹۵	۱/۳۷۵	۰/۱۶۹
تعامل نقدشوندگی سهام و کیفیت حاکمیت شرکتی	-۳/۷۸۳	-۱/۶۱۳	۰/۱۰۷
بازده دارایی‌ها	۰/۵۷۱	۱/۴۱۱	۰/۱۵۸
زیانده بودن	۰/۰۱۴	۰/۱۳۲	۰/۸۹۴
مدیریت سود اقلام درآمدی	۰/۴۶۸	۲/۰۷۹	۰/۰۳۷
نوع صنعت	۰/۰۸۸	۰/۲۰۴	۰/۸۳۸
اهرم مالی	-۰/۴۲۵	-۱/۷۶۰	۰/۰۷۸
بازده بدون ریسک	۶/۱۰۶	۳/۷۶۸	۰/۰۰۰
اخبار مثبت	-۰/۰۴۶	-۰/۷۹۵	۰/۴۲۶
آماره $F$ - لیمر		(Panel) ۰/۰۰۰	
آماره - هاسمن		(FEM) ۰/۰۰۰	
آماره D-W		۲/۲۲۲	
ضریب تعیین		۰/۳۵۷	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۸۱	
آماره $F$		۴/۶۸۸	
معناداری مدل		۰/۰۰۰	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌ی پژوهش، سطح معنی داری آماره  $F$  (۰.۰۳۸) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار بوده و نشان دهنده برآزش مناسبی از مدل می‌باشد. آماره دوربین واتسون (۱.۹۵۹) در فاصله بین ۱.۵ تا ۲.۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. با توجه به پایین بودن سطح احتمال آماره  $T$  از سطح خطای مورد پذیرش برای ضریب  $\beta_1$  نتایج آزمون نشان می‌دهد: بین شفافیت سود و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معنی دار وجود دارد. بنابراین فرضیه پژوهش تحقیق

را در سطح اطمینان ۹۵٪ می توان قبول نمود. با توجه به اینکه ضریب بتا یک مثبت می باشد. بنابراین: بین شفافیت سود و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم وجود دارد. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که متغیرهای مستقل وارد شده در رگرسیون توانسته‌اند بین ۲۰٪ تا ۳۴٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین کنند. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق هم خطی وجود ندارد.

### بحث و نتیجه گیری

#### کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد.

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروههای ذینفع است. حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می کند که از طریق آن، هدف های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف ها و نظارت بر عملکرد تعیین می شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت موثر را فراهم می کند. به این ترتیب شرکتهای منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می گیرند. راهبری شرکتی، ابعاد گسترده و متنوعی از شرکت را در بر می گیرد مانند ساختار هیئت مدیره، ساختار مالکیت و نترل (حقوق سهامداران)، شفافیت اطلاعاتی و غیره. بنابراین، شاخص های متعددی از کیفیت حاکمیت شرکتی ایجاد شده است. هر فردی که بر مبنای منطق اقتصادی سرمایه گذاری می کند انتظار دارد تا با سرمایه گذاری در دارایی هایی که بازده غیر ثابت و نامعینی دارد، بازده بیشتری نسبت به سرمایه گذاری های با بازده مطمئن و قطعی کسب کند. وی انتظار دارد سرمایه گذاری اش در سهام شرکت ها پر سودتر از خرید دارایی های مالی با بازده ثابت باشد. همچنین انتظار دارد با خرید سهام شرکت هایی که بازده نامطمئن تری دارد به طور متوسط بازده بیشتری نسبت به خرید سهام شرکت های با بازده نسبتاً مطمئن به دست آورد. بدون تردید سرمایه گذاری در بورس، بخش مهمی از اقتصاد کشور را تشکیل می دهد و بدون شک بیشترین میزان سرمایه از طریق بازارهای سهام در سرتاسر جهان مبادله می شود و اقتصاد ملی به شدت متأثر از عملکرد بازار است. قسمتی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی واحدهای اقتصادی است که از سیستم حسابداری این واحدها استخراج می شود، میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدودی ناشناخته است. علاوه برپیش بینی بازده آتی سهام به وسیله داده های تاریخی سری های زمانی، شناسایی شاخص های مهم برای سطح بازده آتی سهام و ایجاد یک الگو نیز یکی از جریانهای اصلی در تحقیقات مالی است.

رفتار قیمت سهام از دو عامل حرکت بازار و اطلاعات خاص شرکتی تبعیت می کند. حرکت بازار که متأثر از عوامل مختلف اعم از مسائل داخلی و خارجی و سیاسی و ... خواهد بود و اطلاعات خاص شرکتی که مربوط به عوامل خود شرکت است. اعتماد بیشتر سرمایه گذار به سود شرکت وابستگی بیشتری به اطلاعات خاص شرکتی دارد و در صورتی که ارتباط بین بازده شرکت و بازده بازار (همزمانی قیمت) پایین باشد، نشان دهنده بیشتر بودن اطلاعات خاص شرکتی است. بنابراین می توان گفت پایین بودن همزمانی بازده سهام شرکت ها، در واقع بیانگر این موضوع

است که قیمت آنها وابستگی کمتری به حرکت بازار دارد، چون مقدار بیشتری از اطلاعات خاص شرکتی وجود دارد که فعالان بازار به آن اطمینان می‌کنند. جانسون همزمانی قیمت سهام را اینگونه تعریف می‌کند: درجه ای از اطلاعات بازار و صنعت است که در قیمت سهام شرکت منعکس می‌شود. با توجه به اینکه در پژوهش حاضر کیفیت حاکمیت شرکتی بر تعامل بین بازده سالانه سهام و همگام سازی بازده سهام تاثیر دارد. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش های اسکندرلی (۱۳۹۶)، احمدپور و هادیان (۱۳۹۴)، همت فر و مقدسی (۱۳۹۲)، حمدی و همکاران (۱۳۹۲)، مهرانی و همکاران (۱۳۹۱)، کردستانی و ایران شاهی (۱۳۹۱)، احمدپور و قهرمانی (۱۳۸۸)، حبیب و عزیزم (۲۰۰۸)، هانلون و همکاران (۲۰۱۴)، هالون و همکاران (۲۰۱۳)، نیکلاس و جان (۲۰۱۲)، چاندران و موهانرام (۲۰۱۱)، الیوت و همکاران (۲۰۱۰)، حسن و همکاران (۲۰۰۹)، هانتون و همکاران (۲۰۰۶)، چن و همکاران (۲۰۰۱)، کالینز و همکاران (۱۹۹۷) مشابه می‌باشد.

#### فهرست منابع

- ۱) احمدپور، احمد و هادیان، سید امین (۱۳۹۴). بررسی تغییرات مربوط بودن اطلاعات حسابداری " بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۲، شماره ۱، صفحه ۱-۲۲.
- ۲) افلاطونی، عباس (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ریسک ورشکستگی شرکت و نوسان‌های سیستماتیک و ویژه بازده سهام بر میزان نگهداشت وجه نقد، دوره ۲۲، شماره ۱، ۱۳۹۴، صص ۲۱-۴۰.
- ۳) کردستانی، غلامرضا و ایران‌شاهی، محمد (۱۳۹۱). تاثیر محافظه کاری بر میزان مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش سهام " نشریه دانش حسابرسی، دوره دوازده، شماره ۴۶.
- ۴) همت فر، محمود و منصور مقدسی. (۱۳۹۲). رابطه بین کیفیت افشا بر ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، صص ۱۳۳-۱۴۷.
- 5) Agarwal P. Institutional Ownership and Stock Liquidity 2008; Working paper. <http://ssrn.com/>
- 6) Ashbaugh-Skaife, H.; D. Collins, and R. LaFond, (2006), "The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings", Journal of Accounting and Economics 42 (1- 2), PP. 203-43.
- 7) Aspris, A. & Frino, A. (2013). board independence, stock liquidity and price efficiency. Journal of Accounting and Economics, 42(2), 101-154.
- 8) Albassam, W. (2014). *Corporate governance, voluntary disclosure and financial performance: ban empirical analysis of Saudi listed firms using a mixed methods research design*. PhD thesis, University of Glasgow.
- 9) Ball R, S.P. Kothari, Robin. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings", journal of accounting & economics 2000; 29: 1-51.
- 10) Bae, K. H., Lim, C., & Wei, K. J. (2006). Corporate Governance and Conditional Skewness in the World's Stock Markets. Journal of Business, 79(6).
- 11) Beshkough, M. & Jahangiri, L. A. (2013). The effect of problem agency of free cash flows on earnings and book values relevance. The Iranian Accounting and Auditing Review, 20 (1): 35-52. (in Persian)
- 12) Bushee, B. J., Core, J. E., Guay, W., & Hamm, S. J. (2010). The role of the business press as an information intermediary. Journal of Accounting Research, 48(1), 1-19.

- 13) Campbell, J. Y., Lettau, M., Malkiel, B. G., & Xu, Y. (2001). Have individual stocks become more volatile? An empirical exploration of idiosyncratic risk. *The Journal of Finance*, 56(1), 1-43
- 14) Chan, K., & Hameed, A. (2006). Stock price synchronicity and analyst coverage in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 80(1), 115-147.
- 15) Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2001). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *Review of Financial Studies*, 20(3), 619-650.
- 16) Collins D.W, Maydew E.L and Weiss I.S (1997) "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value Over the Past Forty Years". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24, Pp. 39-67.
- 17) Durnev, A., Morck, R., Yeung, B., Zarowin, P., 2003. Does greater firm-specific return variation mean more or less informed stock pricing? *Journal of Accounting Research* 41, 797-836.
- 18) Dasgupta, S. Laplante, B., & Mamingi, N., (2010), "Pollution and capital markets in developing countries", *Journal of Environmental Economics and Management*, 42 (3), 310-335.
- 19) 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>
- 20) Elliott, W. Brooke, Krische, D. Susan. Peecher, E. Mark,(2010)" Expected Mispricing: The Joint Influence Of Accounting Transparency And Investor Base" . *Journal of Accounting Research*, 48: 343-381
- 21) Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1993: Common risk factor in the returns on stocks and bonds, *Journal of Finance*, 33, pp. 3-56.
- 22) Faks, R., Robin, A., & Wu, J. S. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting
- 23) Gordon, N. & Wu, Q. (2014). Informed trade, uninformed trade, and stock price delay. Retrieved from: <http://ssrn.com/abstract=2209073>
- 24) Habib, A., and Azim, I., (2008). Corporate governance and the value relevance of accounting information, *Accounting Research Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 167- 194.
- 25) Haloin, M., & Raviv, A. (۲۰۰۱۳). Differences of opinion make a horse race. *Review of Financial studies*, 6(3), 473-506.
- 26) Hanlon, D., Navissi, F. & Soepriyanto, G. (2014). The Value Relevance of Deferred Tax Attributed to Asset Revaluations. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14 (2): 1-42.
- 27) Jin, L. and S. C. Myers, (2006), "R2 around the World: New Theory and New Tests", *Journal of financial Economics*, 79(2), PP. 257-292.
- 28) Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, *managerial and decision economics*, vol 25, 537-547.
- 29) Kelly, P. J. (2007). Information Efficiency and Firm-Specific Return Variation. Working Paper, Arizona State University
- 30) Kevin, C.K.L., Heibatollah, S. & Haiyan, Zh. (2013). Change in the value relevance of accounting information over time: Evidence from the emerging market of china. *Journal of Contemporary Accounting & Economic*, 9 (1): 123-135
- 31) Kole, S., K Lehn, (1997), "Deregulation, the Evolution of Corporate Governance structure, and Survival", *American Economic Review* 87 (2), PP. 421-25.
- 32) Mehrani, S., FaalGhayoumi, A. & Moradi, M. (2012). Relationship among Corporate ownership, Concentrated institutional ownership and value relevance of accounting data. *Journal of Accounting Knowledge*, 3 (11): 31-55. (in Persian)

- 33) Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movements?. *Journal of Financial Economics*. 58 (1-2), 215-260.
- 34) Nicolas B, John S (2012) "Value Relevance of Earnings and Book Values for Greek Listed Firms". *Journal of International Financial Management and Accounting*, Vol. 18, Pp. 35-61.
- 35) Peng, L., & Xiong, W. (2006). Investor attention, overconfidence and category learning. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 563-602.
- 36) Piotroski, J., Roulstone, D., 2004. The influence of analysts, institutional investors, and insiders on the incorporation of market, industry, and firm-specific information into stock prices. *Accounting Review* 79, 1119-1151
- 37) Roll, Richard. Schwartz, Eduardo & Subrahmanyam, Avandhar (2005). Liquidity and the Law of One Price: *The Case of the Futures/Cash Basis*.
- 38) Rubin A, Ownership level, ownership concentration and liquidity. *Journal of Financial Markets* 2007; 10(3): 219-248.
- 39) West, K. D. (1988). Dividend innovations and stock price volatility. *Econometrica* : 37-6



## **Investigating the adjustment effect of corporate governance on the interaction of free cash flows and growth opportunities in synchronizing stock returns**

**Neda Rezaei**

Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran  
Neda\_rezaei2000@yahoo.com

**Asgar Pakmaram**

Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran  
pakmaram@gmail.com

**Rasool Abdi**

Department of Accounting, Bonab Branch, Islamic Azad University, Bonab, Iran  
Abdi\_rasool@yahoo.com\*

**Yagoob Aghdam Mazraee**

Department of Accounting, Sofian Branch, Islamic Azad University, Sofian, Iran  
Aghdam.acc@gmail.com

### **Abstract**

Concurrent equity return is a relatively new field in financial and economic research that is closely related to economic development, financial market stability, and market efficiency. The overall purpose of this study is to investigate the role of corporate governance adjustment on the interaction of free cash flows and growth opportunities in synchronizing stock returns in companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population of this study is the companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2006 to 2017. The research method used in this research is applied in terms of purpose and correlation or consistency in terms of method and nature. The test results of the hypotheses show the quality of corporate governance on the interaction between annual stock returns, Interaction between ownership concentration, transaction turnover and stock return synchronization. A significant effect. But the quality of corporate governance depends on the interaction between the life of the company, the size of the company, the growth of the company, Liquidity and synchronization of stock returns. It has no significant effect.

**Key word** :Corporate governance, Free cash flows, Growth opportunities, Synchronize stock returns

