تحقیقات حسابداری و حسابرسی، بهار ۱۳۹۸، شماره ۴۱، از صفحه ۱۴۷ تا ۱۶۲

بررسی تاثیر نمره حاکمیت شرکتی بر رابطه بین متغیر بنیادی حسابداری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

گیتی اعظم شاهوردی[1]
مربی موسسه آموزش عالی ارشاد دماوند

نفیسه آشنا[2]©
کارشناس ارشد حسابداری موسسه آموزش عالی ارشاد دماوند

(تاریخ دریافت: ۲۹ آذر ۱۳۹۵؛ تاریخ پذیرش: ۳۰ فروردین ۱۳۹۶)

یکی از اهداف اصلی حسابداری تهیه اطلاعات برای استفاده در تصمیمات سرمایه گذاری است. کشف ارزش اطلاعات مالی، یکی از محورهای مهم مطالعات تجربی در حوزه دانش مالی و حسابداری است. بررسی و مطالعه اطلاعات مالی در دو طبقه کلی مطالعات همبستگی و پیش بینی انجام می شود. در روش اول، بر اساس پذیرش فرضیه کارایی بازار، قیمت سهام را یکی از معیارهای اصلی ارزش مؤسسات در نظر می گیرند. بر اساس این رویکرد، وجود همبستگی آماری بین داده های حسابداری و قیمت سهام یا بازده، به این معنی است که اطلاعات حسابداری تلخیص کننده رویدادهای کارا و اطلاعات مربوط به قیمت سهام است ، بنابراین می تواند دربردارندۀ ارزشی نزدیک به ارزش بازار باشد. در این تحقیق به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین متغیر بنیادی حسابداری و بازده سهام طی سال ۱۳۸۶-۱۳۹۳ پرداخته شده است. نتایج فرضیه اول مبتنی بر اینکه حاکمیت شرکتی رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام را تعدیل کند، پذیرفته می شود.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، متغیر بنیادی حسابداری، بازده سهام.

[1] gityshahverdi@yahoo.com
[2] n_ashenah@yahoo.com © (نویسندۀ مسئول)

www.SID.ir

مقدمه

بازده سهام یکی از مفاهیم پیچیده است که مورد علاقه سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان می باشد. برای تبیین و پیش بینی بازده سهام مدل‌ها و نظریه‌های مختلفی شامل مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، مدل‌های عاملی یا شاخصی ، مدل آربیتراژ، تحلیل های فنی و تحلیل های بنیادی مطرح شده است. به طور کلی دو نگاه تحلیلی در بازار سرمایه حاکم است که شامل تحلیل تکنیکی و تحلیل بنیادی می باشد. تحلیل بنیادی در اصطلاح علم مدیریت به تحلیلی گفته می شود که با ارزیابی اطلاعات موجود در صورت های مالی، گزارش های مربوط به صنعت و متغیرهای کلان اقتصادی و با بررسی چشم انداز فعالیت های شرکت به تفسیر ارزش واقعی سهام و بازده آن می پردازد. در تحلیل بنیادی، بازده سهام تابعی از متغیرهای کلان اقتصادی، وضعیت صنعت و شرایط خاص شرکت می باشد. متغیرهای کلان شامل نرخ تورم، نرخ بهره، نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، و نرخ ارز و سیاستهای دولت می باشد. متغیرهای صنعت شامل نرخ رشد صنعت و شرایط رقابتی می باشد. شرایط خاص شرکت یا متغیرهای مربوط به شرکت شامل مدیریت، ریسک تجاری، ریسک مالی و نظایر آن می باشد که نمود آنها در عملکرد و وضعیت مالی است که در قالب صورت های مالی اساسی ارائه می گردد. در واقع تحلیل گران بنیادی به دنبال آن هستند که تغییرات قیمت سهام را با بررسی عوامل تأثیر گذار بر روی قیمت سهم پیش بینی نمایید.

پاپاداکی و والکر[1] (۱۹۹۶) نتیجه گرفته اند که متغیرهای دریافتی در تجزیه و تحلیل های بنیادی با توجه به داده های حسابداری با بازده غیر عادی اوراق بهادار مرتبط است [۳]. مطالعات داخلی صورت گرفته توسط پورحیدری و عطارد (۱۳۸۷) نیز حاکی از تاثیر متغیرهای بنیادی بر بازده سهام می باشد. از آنجا که تحلیلگران بنیادی شامل سرمایه گذاران و سایر ذینفعان، تمام توجه خود را به گزارش‌های مالی معطوف می کنند تا بتوانند به وسیله آنها شرایط موجود را مورد بررسی دقیق قرار دهند و تصمیمات مناسب تری بگیرند، لذا اهمیت کیفیت گزارش های مالی و گزارش دهی مطلوب اطلاعات مالی بیشتر مشخص می شود. در واقع تحلیل های بنیادی زمانی سودمند است که اطلاعات در دسترس تحلیل گران برای ارزیابی و تحلیل مربوط، قابل اتکا و بموقع باشد. یکی از عناصری که بر کیفیت اطلاعات تاثیر قابل توجهی می تواند داشته باشد عناصر حاکمیت شرکتی می باشد [۱].

حاکمیت شرکتی شامل بحث ساختار مالکیت، مدیریت و نظارت می باشد. این سه بعد از دیدگاه نظری می تواند تاثیر قابل توجهی بر کیفیت گزارشگری مالی و در نتیجه صحت متغیرهای بنیادی داشته باشد. در واقع نظام حاکمیت شرکتی باعث می شود که کیفیت اطلاعات مالی افزایش یافته و تحلیلگران مالی بتوانند تحلیل های بنیادی دقیق تری در زمینه مباحث مالی شرکتها و از جمله بازده سهام داشته باشند. در واقع حاکمیت شرکتی می تواند متغیرهای مربوط به شرکت را تحت تاثیر قرار دهد. حاکمیت شرکتی قوی تر منجر به متغیرهای شرکتی قوی تر خواهد گردید و بالعکس حاکمیت شرکتی ضعیف تر

1.Papadaki & Walker

www.SID.ir

منجر به متغیرهای شرکتی نامعتبرترمی گردد و ارتباط متغیرهای بنیادی با بازده سهام را کاهش می دهد.

این تحقیق در پی پاسخ به این پرسش است که، آیا حاکمیت شرکتی می تواند بر رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام تاثیر بگذارد؟ بر خلاف پژوهشهای قبلی که تاثیر سیگنالهای بنیادی را بر روی بازده سهام ثابت در نظر گرفته بودند سعی شده این رابطه را از منظر وضعیت حاکمیت شرکتی مورد بررسی و ارزیابی قرار دهد.

۲- پیشینه تحقیق

۲-۱- پژوهش های داخلی

پورحیدری و عطارد (۱۳۸۷) در پژوهشی به بررسی ارتباط تحلیل های بنیادی با بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۷۹ تا پایان ۱۳۸۳ پرداختند. سیگنال های بنیادی مورد بررسی با توجه به داده های حسابداری و مالی شامل موجودی کالا، حساب های دریافتنی، مخارج سرمایه ای، حاشیه سود ناخالص، بهره وری نیروی کار، هزینه های اداری و فروش، نرخ موثر مالیات، کیفیت حسابرسی و هزینه های مالی بود. این مطالعه همچنین به بررسی عکس العمل سهامداران نسبت به تغییر هر کدام از سیگنالهای بنیادی در شرایط مختلف اقتصادی پرداخته است. به منظور آزمون فرضیه ها، از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده های مقطعی استفاده شده است. نتایج حاصل از این تحقیق بیانگر آن است که سیگنال های بنیادی، اطلاعات قابل توجهی درباره بازده های آتی ارایه نمی دهند. این یافته با مبانی زیربنایی تحلیل های بنیادی راجع به پیش بینی سود سازگار نیست. نتایج این تحقیق همچنین نشان داد که عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به تغییر اغلب سیگنال های بنیادی در شرایط مختلف اقتصادی تا حدی متفاوت است [۱].

حنیفی وهمکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود با بیان اینکه پیش بینی قیمت سهام و استراتژی مناسب برای معامله سهام، موضوع بسیاری از تحقیقات است، از جمله مباحث مورد توجه در این حوزه، تحلیل بنیادی می باشند. این پژوهش توان توضیح دهندگی برخی متغیرهای بنیادی را مورد بررسی قرار می دهد.دوره مورد بررسی از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ می باشد که در مجموع ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس انتخاب شده اند کلیه داده ها به صورت فصلی و سالانه مورد بررسی قرار گرفتند و از متدولوژی داده های ترکیبی رابطه بین متغیرها ارزیابی و آزمون شده اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بین متغیرهای بنیادی در این پژوهش که عبارتند از سود هر سهم، سود پیش بینی شده هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری که به جز بازده حقوق صاحبان سهام در داده های فصلی کلیه متغیرها با قیمت سهم رابطه مثبت معنی داری دارند و کلیه متغیرها قدرت توضیح دهندگی بالای ۹۰ درصد برای قیمت سهم داشتند. همچنین مشاهده شد مدل رگرسیونی حاصل از متغیرهای بنیادی بصورت سالانه قدرت توضیح دهندگی بالاتری نسبت به داده های فصلی دارند که نشان دهنده نگاه بلند مدت تحلیل بنیادی می باشد [۳].

www.SID.ir

۲-۲-۲- پژوهش های خارجی

آباربانل و بوشی (۱۹۹۷) کاربرد تجزیه و تحلیل بنیادی در تبیین بازده غیر عادی با اهمیت را مورد بررسی قرار دادند. بدین منظور ابتدا تغییرات همزمان مجموعه ای از علائم متغیرهای بنیادی طبق تحلیل لو و تیاگاراجان که در تجزیه و تحلیل بنیادی به طور متداول به کار می روند انتخاب کردند. این علائم عبارت بودند از: موجودی کالا، حسابهای دریافتنی، سود ناخالص، هزینه های فروش و اداری، هزینه های سرمایه گذاری، نرخ های مالیات موثر، روش های ارزشیابی موجودی ها، نظریه حسابرس و بهره وری نیروی کار بر اساس فروش [۴].

چاریتو[1] و همکاران (۲۰۰۰) تحقیقی در ژاپن تحت عنوان مربوط بودن ارزش سودها و گردش وجوه نقد انجام دادند نتایج تحقیق نشان می دادند که سودها و گردش وجوه نقد هر دو در پیش بینی سود سودهای آتی موثرند . نمونه های تحقیق شامل۵۲۹ شرکت برای ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۴بود و روش آماری آن ها نیز رگرسیون چندگانه بود [۵].

گارود و ریس[2] (۲۰۰۵) شش متغیر حقوق صاحبان سهام، سودخالص، گردش وجه نقد عملیاتی، سه نوع از متغیر های اقلام تعهدی، سودهای تقسیمی و قیمت سهام را به عنوان متغیرهای بنیادی برای پیش بینی تغییرات در سود آتی مورد آزمون قرار دادند. نتایج مقدماتی حاکی از آن است که جریان وجه نقد عملیاتی و اقلام تعهدی اگر با سود خالص ترکیب شوند، دارای قدرت پیش بینی افزایشی می باشند. در واقع دو متغیر یاد شده، دو متغیر توضیحی اضافه شده در سال ۲۰۰۵ است که طبق نتایج مقدماتی با رشد سود سال آتی ارتباط دارند [۶].

۳- روش‌شناسی تحقیق

۳-۱- روش پژوهش

پژوهش‌های علمی را می‌توان بر اساس هدف به سه دسته پژوهش‌های بنیادی، کاربردی و توسعه‌ای تقسیم نمود. همچنین در طبقه‌بندی بر مبنای روش، پژوهشات به تاریخی، توصیفی، همبستگی و تجربی و علی تقسیم می‌گردند. روش موردنظر برای انجام این پژوهش علی و از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته)، در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی است. این پژوهش به دنبال کشف و بررسی روابط بین عوامل و شرایط خاص یا نوع رویدادی که قبلاً وجود داشته یا رخ‌داده، از طریق مطالعه نتایج حاصل از آن‌ها است. به‌عبارت‌دیگر پژوهشگر در پی بررسی امکان وجود روابط علت و معلولی ازطریق مشاهده نتایج موجود و زمینه قبلی آن‌ها به امید یافتن علت وقوع پدیده هاست.

---

[2]. Charitou

[2] . Garrod & Rees

www.SID.ir

۳-۲- جامعه و نمونه آماری

نمونه این پژوهش بر اساس معیارهای زیر گزینش‌شده است:

۱. اطلاعات کامل صورت‌های مالی شرکت‌ها و یادداشت‌های همراه آن، برای هر یک از شرکت‌های موردمطالعه طی یک سال قبل از قلمرو زمانی پژوهش در دسترس باشد.
۲. شرکت‌ها درطول دوره‌ی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشند.
۳. نوع فعالیت شرکت،واسطه‌گری مالی نباشند. دلیل حذف شرکت‌های فعال در صنعت واسطه‌گری مالی این است که ماهیت فعالیت این‌گونه شرکت‌ها تفاوت قابل‌ملاحظه‌ای با سایر شرکت‌ها دارد.
۴. به‌منظورافزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی شرکت‌های مورد مطالعه۲۹ اسفندماه باشد.

با توجه به شرایط فوق تعداد ۸۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گریده است.

۳-۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام تاثیر دارد

۳-۴- تعریف متغیرهای مورداستفاده در پژوهش

۳-۴-۱- متغیر وابسته

الف) متغیر وابسته:نرخ بازده(R_{it}):

از همه فرمولهای ذکر شده می توان بازده کل سهام را نسبت به اولین قیمت و آخرین قیمت به ترتیب فرمول زیر ارائه کرد:

$$\text{بازده کل نسبت به آخرین قیمت سهام در پایان (ابتدای)سال مالی} = \frac{\text{مزایای سهام جایزه+مزایای حق تقدم+سود نقدی ناخالص هر سهم+تفاوت قیمتی سهم}}{\text{(اولین) قیمت سهم}}$$

اگر در مخرج کسر قیمت ابتدای سال مالی را قرار دهیم، بازده کل سال جاری بدست می آید. اما اگر قیمت پایان دوره را قرار دهیم فرض بر این است که در سال آتی نیز همین مزایا برای این سهم متصور است و در واقع یک نوع پیش بینی از بازده آتی سهام فوق می باشد.

۳-۴-۲- متغیرهای مستقل

تغییرات سود ناخالص (ΔGM_{it}) :محاسبه تغییرات سودآوری بر اساس سودآوری سال جاری منهای سودآوری سال قبل تقسیم بر سودآوری سال قبل انجام شده است.

تغییرات موجودی کالا (Δinv_{it}) : محاسبه تغییرات موجودی کالا بر اساس موجودی کالای سال جاری منهای موجودی کالای سال قبل تقسیم بر موجودی کالای سال قبل انجام شده است.

www.SID.ir

تغییرات حساب‌های دریافتنی (ΔAR_{it}) : محاسبه تغییرات حساب‌های دریافتنی بر اساس حساب‌های دریافتنی سال جاری منهای حساب‌های دریافتنی سال قبل تقسیم بر حساب‌های دریافتنی سال قبل انجام شده است.

کیفیت حسابرسی ($audit_{it}$): برای محاسبه کیفیت حسابرسی از متغیر مصنوعی استفاده می‌شود بدین-صورت که اگر گزارش حسابرس مقبول باشد عدد ۱ و در غیر اینصورت عدد صفر می‌گیرد.

تغییرات دارایی‌های ثابت ($\Delta Fasset_{it}$) : محاسبه تغییرات دارایی‌های ثابت بر اساس دارایی‌های ثابت سال جاری منهای دارایی‌های ثابت سال قبل تقسیم بر دارایی‌های ثابت سال قبل انجام شده است.

۳-۴-۳- متغیر کنترلی

اندازه شرکت ($Size_{it}$) :اندازه شرکت نمایانگر برتری رقابتی است. از آنجایی که سهم بیشتر از بازار نیاز به تولید وفروش بیشتر دارد لذا داشتن منابع مالی کافی و اندازه بزرگتر می تواند شرکت را در تولید بیشتر و صرف هزینه های تولید و بازاریابی بیشتر یاری کند تا بتواند مزیتهای رقابتی ایجاد نماید.از نسبت لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد.

لگاریتم طبیعی مجموع داراییها= $Size_{it}$

عمر شرکت (age_{it}): براساس سال تاسیس شرکت تا سال بررسی تحقیق محاسبه می‌گردد.

رشد شرکت ($growth_{it}$): براساس افزایش رشد فروش شرکت محاسبه می‌گردد.

۳-۴-۴- متغیر تعدیل‌گر

نمره حاکمیت شرکتی

برای محاسبه نمره حاکمیت شرکتی هر شرکت ابتدا رتبه حاکمیتی شرکتی تمام شرکت ها و سپس میانگین رتبه کل محاسبه می شود. چنانچه رتبه حاکمیت شرکتی، شرکت i در سال t بیشتر از میانگین کل شرکت ها باشد نمره یک و در غیراین صورت نمره صفر می گیرند. برای اندازه گیری رتبه حاکمیت شرکتی، شرکت های مورد مطالعه ابتدا ۱۲ مؤلفه (با ضریب یکسان) بر مبنای ۴ شاخص(با ضریب یکسان) برای حاکمیت شرکتی به شرح جدول زیر مشخص و سپس با توجه به تعریف هر یک از مؤلفه ها به هر کدام از شرکت های مورد مطالعه نمره یک و صفر داده شد.انتخاب این مولفه ها بر اساس جمع بندی تحقیقات انجام شده در این زمینه بوده است.

www.SID.ir

جدول (۳-۱) متغیرهای حاکمیت شرکتی

نام عامل		علامت	تعریف عملیاتی	محل استخراج
اثربخشی هیئت مدیره	BOARD	استفاده از اعضای غیر موظف در هیئت مدیره	کم‌تر بودن نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضا از نسبت محاسبه شده برای کل شرکت‌ها یک سال، صفر در غیر این صورت یک	صورت جلسات مجامع عمومی
		جدا کردن نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره	جدا نکردن نقش مدیر عامل از هیئت مدیره، صفر و در غیر این صورت یک	ترکیب اعضای هیئت مدیره شرکت
		ثبات مدیر عامل	تغییر مدیر عامل در دو سال گذشته، صفر در غیر این صورت، یک	صورت جلسات مجامع عمومی
ساختار حاکمیتی	GOV	چرخش شرکای موسسه حسابرسی	عدم تغییر شریکان امضا کننده گزارش حسابرسی شرکت در دو سال گذشته ، صفر در غیر این صورت یک	گزارش حسابرس
		بودن واحد حسابرسی داخلی	نبودن واحد حسابرسی داخلی، صفر و در غیر این صورت یک.	سایت رسمی بورس اوراق بهادار
		نوع حسابرس	اگر حسابرسی شرکت توسط موسسات حسابرسی صورت گرفته باشد، صفر و اگر توسط سازمان حسابرسی صورت گرفته باشد یک	گزارش حسابرس
اثرات مالکیت	OW	تمرکز مالکیت	بیشتر بودن سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت یک	آخرین اطلاعیه سازمان بورس اوراق بهادار
		سهام دارای نهادی	اگر سهامداران نهادی بیش از ۵٪ سهام عادی شرکت را دارا باشند یک و در غیر این صورت صفر	ترکیب سهامداران
شفافیت	DSI	معامله با اشخاص وابسته	بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت یک	یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی
		توان اتکا (تعدیلات سنواتی)	وجود تعدیلات سنواتی خالص از مالیات، صفر و در غیر این صورت یک	گردش حساب سود انباشته
		توان اتکا (اظهارنظر حسابرس)	بودن اظهار نظر غیر مقبول، صفر و در غیر این صورت یک	گزارش حسابرس
		بودن وب سایت اینترنت	نبودن وب سایت اینترنتی، صفر و در غیر این صورت یک.	در پایان گزارش سالیانه مجمع به سازمان بورس یا جستجو در اینترنت

www.SID.ir

۳-۵- روش‌ها و ابزار تجزیه‌وتحلیل داده‌ها

پس‌ازآنکه محقق داده‌ها را گردآوری، استخراج و طبقه‌بندی نمود و جداول توزیع فراوانی و نسبت‌های توزیع را تهیه کرد، باید مرحله جدیدی از فرآیند پژوهش که به مرحله تجزیه‌وتحلیل داده‌ها معروف است، آغاز شود. این مرحله در پژوهش، اهمیت زیادی دارد زیرا نشان‌دهنده تلاش و زحمات فراوان گذشته است. در این مرحله، محقق با استفاده از روش‌های مختلف سعی می‌کند اطلاعات و داده‌ها را در جهت آزمون فرضیه و ارزیابی آن موردبررسی قرار دهد. در مرحله تجزیه‌وتحلیل آنچه مهم است این است که محقق اطلاعات و داده‌ها را در مسیر هدف پژوهش، پاسخگویی به سؤالات پژوهش و ارزیابی فرضیه‌های خود مورد تجزیه‌وتحلیل قرار می‌دهد. به‌طورکلی در تجزیه‌وتحلیل داده‌ها، یک بعد کمی وجود دارد که آن محاسبات آماری خاص است و یک بعد کیفی که آن تحلیل‌ها، استدلال‌ها و استنتاج‌ها است(حافظ نیا، ۱۳۸۷: ۱۶۹). برای تجزیه‌وتحلیل دادها، از روش‌های آماری توصیفی واستنباطی استفاده‌شده است. تمامی تحلیل‌ها با استفاده از نرم‌افزارهای Stata انجام گرفتند.

۳-۶- روش گردآوری اطلاعات

گردآوری اطلاعات به روش آرشیوی صورت خواهد گرفت. بدین ترتیب که در بخش اول، تحقیقات انجام گرفته درزمینه موضوع تحقیق از کتب، مقالات معتبر و مجلات علمی و پژوهشی، پایان نامه‌های دانشجویی و سایت‌های اینترنتی معتبر گردآوری و مورد مطالعه قرار گرفته است. در بخش دوم نیز برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز جهت انجام تحقیق، از سایت‌های رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی از قبیل نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت‌های irbourese، کدال، ایران تحلیل، rids و دیگر سایت‌های معتبر استفاده خواهد شد که این بخش بصورت آرشیوی انجام گرفته است

۴- یافته‌های تحقیق

۴-۱- آمار توصیفی[4] پژوهش

نگاره ۱ شامل آمار توصیفی برای همه متغیرهای به‌کاررفته در تحقیق است. تعداد مشاهدات معتبر و درست برای هر متغیر ۸ سال میباشد. داده‌های موردنظر برای ۸۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است مهیا بود که در این تحقیق دوره‌های زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ را در برگرفته است.

4.Descriptive Statistics

www.SID.ir

نگاره ۱ آماره‌های توصیفی

متغیر پژوهش	علامت اختصاصی	انحراف معیار	کوچکترین	بزرگترین	میانگین	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهدات
کیفیت حسابرسی	Δaudit	0/41	0	1	0/496	۱/۲۱	-۰/۳۷	۶۹۶
تغییرات سود ناخالص	ΔGM	0/319	0/106	0/715	0/365	-۰/۰۷۸	-۰/۱۶۵	۶۹۶
تغییرات موجودی	ΔINV	0/429	0/027	0/927	0/279	۲/۵۴	۰/۰۸۶	۶۹۶
تغییرات حساب دریافتنی	ΔAR	0/294	0/0921	0/855	0/469	-۰/۳۴	۲/۰۱	۶۹۶
تغییرات دارایی ثابت	ΔFIX ASSET	0/419	0/094	0/719	0/228	۱/۰۴	۱/۷۹	۶۹۶
بازده سهام	R	0/261	0/0173	0/529	0/224	۰/۵۳	۰/۰۹۳	۶۹۶
نمره حاکمیت شرکتی	CG	0/406	0	1	0/498	-۰/۰۴۸	-۰/۰۹	۶۹۶
اندازه شرکت	size	0/548	10/190	13/231	11/796	-۱/۲۸	-۱/۱۹	۶۹۶
رشد شرکت	growth	0/408	0/104	0/793	0/367	۱/۱۶	۰/۰۷۱	۶۹۶
سن شرکت	age	12/427	9	61	34/707	-۰/۵۹	۰/۲۲	۶۹۶

۴-۲- آزمون نرمال[1] بودن و هم خطی

برای انتخاب آزمون درست، برای تحلیل فرضیه ها، ابتداباید توزیع آماری متغیری که موردآزمون قرارمی گیرد، اطمینان حاصل کرد. برای نمونه، پیش نیازگرفتن آزمون های پارامتری، نرمال بودن توزیع آماری متغیرهاست. با توجه به نتایج مشخص گردید که داده‌های تحقیق دارای توزیع نرمال می‌باشند. هم خطی دراصل به معنای وجودارتباط خطی کامل یا دقیق بین همه یا بعضی ازمتغیرهای توضیحی مدل رگرسیون می باشد. این آزمون تنها ارتباط خطی بین متغیرها را شامل می شود و ارتباط غیرخطی آنها را در برنمی گیرد. با توجه به نتایج مشخص گردید که داده‌های تحقیق دارای هم خطی نمی‌باشند.

5.Normal test

www.SID.ir

۴-۳- آزمون های تشخیصی در داده های ترکیبی

الف) آزمون چاو

نگاره ۲ بیانگر نتایج آزمون چاو است.نتایج حاصل از این آزمون که در جدول زیر آورده شده است، بیانگر رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرات ثابت برای این گروه از شرکت ها می باشد.

نگاره ۲ آزمون چاو

آزمون مدل	*StatisticF-*	*P-Value*	نتیجه آزمون
اول	۱۰/۴۱	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت

ب) آزمون بروش پاگان[1]

در این مرحله آزمون بروش پاگان[۱۹۸۰] انجام شده است. نتایج حاصل از این آزمون که درجدول ارائه شده است، حاکی از رد فرضیه صفر و لزوم استفاده از روش اثرات تصادفی برای شرکت های مورد بررسی می باشد.

نگاره ۳ آزمون بروش پاوگان

آزمون مدل	*Statisticchi-bar*	*P-Value*	نتیجه آزمون
اول	۶۳/۱۷	۰/۰۰۰	مدل اثرات تصادفی

با توجه به اینکه آزمون چاو وجود اثرات ثابت و آزمون بروش پاگان نیز وجود اثرات تصادفی را تایید کردند،به منظور انتخاب از بین روش اثرات ثابت و تصادفی، آزمون هاسمن[۱۹۷۸]اجرا شد. (بالتاجی،۲۰۰۵).

ج)آزمون هاسمن[2]

نگاره ۴ نتایج آزمون هاسمن را نشان میدهد. همانطور که از نتایج جدول مشهود است،مقدار P-Value کم تر از۵٪ می باشد، بنابراین فرضیهH_0 (مدل اثرات تصادفی) رد می شود. این موضوع به معنی وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل است. با توجه به نتایج آزمون های چاو، بروش پاگان و هاسمن مناسب ترین روش برای برآورد پارامترها و آزمون فرضیات، مدل اثرات ثابت است.

نگاره ۴ آزمون هاسمن

آزمون مدل	*chi-square Statistic*	*P-Value*	نتیجه آزمون
اول	۱۴/۳۶	۰/۰۰۱	مدل آثار ثابت

[6].Breusch-pagan test
[7].Hausman test

www.SID.ir

۴-۴- آزمون ناهمسانی واریانس ها و خودهمبستگی

آزمون ناهمسانی واریانس ها و خودهمبستگی برای فرضیه های تحقیق در نگاره ۵ نشان داده شده است. بررسی نتایج حاصل از جدول، نشان می دهد که آزمون فرضیات در سطح معناداری بیشتراز۵٪ می باشند و فرضیات تحقیق ناهمسانی واریانس ندارند وسطح معناداری آزمون خودهمبستگی برای تمامی فرضیات، بیشتر از۵٪ می باشد، که نشان می دهد فرضیه‌های تحقیق، خودهمبستگی ندارند. برای سنجش ناهمسانی واریانس از آزمون والد تعدیل شده و برای خودهمبستگی آزمون والدریج استفاده شده است.

نگاره ۵ آزمون ناهمسانی واریانس و خود همبستگی

آزمون فرضیات	آزمون ناهمسانی واریانس		ناهمسانی	آزمون خود همبستگی		خود همبستگی
	P-Value	*2 Chi*	نتیجه	*P-Value*	*F*	نتیجه
1	۰/۲۳	۲/۰۶	ندارد	۰/۲۴۳۵	۱/۳۹	ندارد

۴-۵- فرضیه اول

H_0: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام تاثیر ندارد.

H_1: حاکمیت شرکتی بر رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام تاثیر دارد.

جدول ۶، نتایج آزمون فرضیه اول را نشان می دهد که با توجه به آماره F [۳۶/۱۴] و سطح معناداری [۰/۰۰۰] مؤید معنادار بودن مدل برای آزمون فرضیه است. نتایج آزمون والدریج نیز نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلال است. ضریب تعیین تعدیل‌شده [1] [۰/۵۱] می‌باشد که نشان‌دهنده قدر توضیح دهندگی متغیر وابسته توسط متغیر مستقل می‌باشد. متغیرهای بنیادی حسابداری از جمله تغییرات سود ناخالص، تغییرات موجودی کالا، تغییرات حساب‌های دریافتنی، کیفیت حسابرسی و تغییرات دارایی ثابت به‌عنوان متغیر مستقل، بازده سهام به‌عنوان متغیر وابسته، متغیر حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیل‌گر و اندازه شرکت، رشد شرکت و عمر شرکت به‌عنوان متغیر کنترلی در تحقیق شناخته می‌شوند. متغیر تغییرات سود ناخالص با توجه به سطح معناداری آن در جدول با متغیر بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیر تعدیلی حاکمیت شرکتی که از ضرب تغییرات سود ناخالص در حاکمیت شرکتی محاسبه می‌گردد با بازده سهام دارای ضریب منفی و معکوس می‌باشد. رابطه فوق نشان از تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیر حاکمیت شرکتی می‌دهد.متغیر تغییرات موجودی با توجه به سطح معناداری آن در جدول با متغیر بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیر تعدیلی حاکمیت شرکتی که از ضرب تغییرات موجودی در حاکمیت شرکتی محاسبه می‌گردد با بازده سهام دارای ضریب منفی و معکوس می‌باشد. رابطه فوق نشان از تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام

[1]. Adjusted R-squared

www.SID.ir

شرکت توسط متغیر حاکمیت شرکتی می‌دهد. متغیر تغییرات حساب‌های دریافتنی با توجه به سطح معناداری آن در جدول با متغیر بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیر تعدیلی حاکمیت شرکتی که از ضرب تغییرات حساب‌های دریافتنی در حاکمیت شرکتی محاسبه می‌گردد با بازده سهام دارای ضریب منفی و معکوس می‌باشد. رابطه فوق نشان از تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیر حاکمیت شرکتی می‌دهد. متغیر کیفیت حسابرسی با توجه به سطح معناداری آن در جدول با متغیر بازده سهام رابطه ندارد. بین متغیر تعدیلی حاکمیت شرکتی که از ضرب کیفیت حسابرسی در حاکمیت شرکتی محاسبه می‌گردد با بازده سهام دارای رابطه نمی‌باشد. رابطه فوق نشان از عدم تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیر حاکمیت شرکتی می‌دهد.

متغیر تغییرات دارایی ثابت با توجه به سطح معناداری آن در جدول با متغیر بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیر تعدیلی حاکمیت شرکتی که از ضرب تغییرات دارایی ثابت در حاکمیت شرکتی محاسبه می‌گردد با بازده سهام دارای ضریب منفی و معکوس می‌باشد. رابطه فوق نشان از تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیر حاکمیت شرکتی می-دهد. در بین متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و عمر شرکت با بازده سهام رابطه دارند و می تواند بر روابط بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت تأثیر بگذارد. درنتیجه با توجه به نتایج جدول فوق فرضیه اول که مبتنی بر این‌که حاکمیت شرکتی رابطه بین تجزیه و تحلیل های بنیادی و بازده سهام را تعدیل کند، پذیرفته می‌شود.

نگاره ۶ نتایج آزمون فرضیه اول

$$R\,it = \alpha + B_1\Delta\, GM_{it} + B_2\Delta\, GM{*}CG\,it + \Delta\, inv_{it} + B_4\Delta\, inv{*}CG_{it} + B_5\Delta\, AR_{it} + B_6\Delta\, AR{*}CG_{it} + B_7\, audit_{it} + B_8\, audit{*}CG_{it} + B_9\Delta\, fasset_{it} + B_{10}\Delta\, fasset\, {*}CG_{it} + B_{11}\, SIZE_{it} + B_{12} growth_{it} + B_{13} age$$

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
عرض از مبدا	C	۰/۴۹۵۱	۲/۱۰۳	۰/۰۳۱
تغییرات سود ناخالص	$\Delta\, GM$	۰/۱۹۲۳	۲/۹۹	۰/۰۰۷
تغییرات سود ناخالص* حاکمیت شرکتی	$\Delta\, gm{*}CG$	-۱/۲۳۹	-۳/۴۷۱۲	۰/۰۰۰
تغییرات موجودی	$\Delta\, inv$	۱/۱۹۴	۲/۱۹۳	۰/۰۲۷
تغییرات موجودی* حاکمیت شرکتی	$\Delta\, inv{*}CG$	-۴/۶۱۹	-۲/۷۳۵	۰/۰۱۹

www.SID.ir

$$R\,it = \alpha + B_1\Delta\, GM_{it} + B_2\Delta\, GM{*}CG\,it + \Delta\, inv_{it} + B_4\Delta\, inv{*}CG_{it} + B_5\Delta\, AR_{it} + B_6\Delta\, AR{*}CG_{it} + B_7\, audit_{it} + B_8\, audit{*}CG_{it} + B_9\Delta\, fasset_{it} + B_{10}\Delta\, fasset\,{*}CG_{it} + B_{11}\, SIZE_{it} + B_{12} growth_{it} + B_{13} age$$

متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی‌داری
تغییرات حساب‌های دریافتنی	$\Delta\, rec$	۰/۲۵۵	۳/۹۴	۰/۰۰۰
تغییرات حساب‌های دریافتنی * حاکمیت شرکتی	$\Delta\, rec{*}CG$	-۰/۴۱۷	-۳/۰۸۴	۰/۰۰۱۵
کیفیت حسابرسی	$audit$	۰/۴۹۶	۰/۱۶۷	۰/۸۷۶
کیفیت حسابرسی * حاکمیت شرکتی	$audit{*}CG$	-۰/۰۹۸	-۰/۰۱۹	۰/۹۰
تغییرات دارایی ثابت	$\Delta\, fasset$	۳/۱۷۲	۲/۵۷۲	۰/۰۱۷۸
تغییرات دارایی ثابت * حاکمیت شرکتی	$\Delta\, fasset\,{*}CG$	-۰/۵۸	-۵/۰۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	$SIZE$	-۸/۹۷۸	-۲/۱۸	۰/۰۲۹
رشد شرکت	$growth$	۰/۳۹۸	۰/۱۹	۰/۸۴۸
عمر شرکت	age	۱/۹۵۶	۲/۰۵	۰/۰۳۸۹
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۱	آماره F	۳۶/۱۴
دوربین واتسون		۲/۱۴	سطح معنی‌داری	۰/۰۰۰

۵- بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه به شرح زیر می‌باشد:

- ✓ نتایج نشان از تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیرهای حاکمیت شرکتی می‌دهد.
- ✓ نتایج نشان از عدم تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط اثرات مالکیت(عنصر حاکمیت شرکتی) می‌دهد.
- ✓ نتایج نشان از عدم تعدیل کردن رابطه بین تجزیه و تحلیل بنیادی و بازده سهام شرکت توسط متغیر شفافیت (عنصر حاکمیت شرکتی) می‌دهد.

www.SID.ir

این نتایج، نتایج پژوهش های قبلی را در زمینه عناصر حاکمیت شرکتی تایید می کنند و بورس تهران کمابیش مانند سایر بورس‌های جهان عمل می‌کند.

۶- پیشنهادات پژوهش

۶-۱- پیشنهادات حاصل ازتحقیق

۱- با توجه به‌نتایج فرضیه اول مبنی بر وجود تاثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین متغیرهای بنیادی و بازده سهام شرکت، به شرکت‌ها فعال در بورس پیشنهاد می‌گردد تا با توجه به اینکه سیستم حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها به صورت کامل اجرا نمی‌شود شرکت با استقرار کامل سیستم حاکمیت شرکتی و بهبود آن باعث افزایش بازده شرکت و در نهایت افزایش ارزش رشد شوند. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد برای سرمایه‌گذاری در بورس عوامل حاکمیت شرکتی را مورد بررسی قرار دهند و در شرکت‌هایی که عوامل حاکمیت شرکتی به صورت بیشتر مورد استفاده می‌گردد، سرمایه‌گذارای کنند

۲- با توجه به تاثیرات مختلف اجزا حاکمیت شرکتی بر رابطه موجود بین متغییرهای بنیادی و بازده سهام شرکت‌ها باید تاثیرات هر جز را مدنظر قرار داده که باعث افزایش و بهبود عملکرد شرکت گردد.

۶-۲- پیشنهادات برای تحقیقات آتی

این پژوهش را می توان با استفاده از متغیرهای بنیادی بیشتر اجرا کرد.

این پژوهش را می توان با متغیرهای حاکمیت شرکتی بیشتری اجرا کرد.

می توان تاثیر متغیر دیگری را در رابطه بین متغیرهای بنیادی و بازده سهام بررسی کرد.

۵-۴-محدودیتهای پژوهش

محدودیت‌های که به عقیده‌ی محقق این تحقیق با آنها رو به رو بوده است به شرح زیر است:

۱- مهم‌ترین محدودیت در انجام این پژوهش، تعدد متغیرهای مزاحم است که ممکن است روابط میان متغیرها را تحت تأثیر قرار دهد، ازجمله مهم‌ترین آن‌ها می‌توان به عوامل کلان اقتصادی نظیر نرخ تورم، نرخ بهره و بی‌ثباتی سیاسی و اقتصادی کشورمان که بر سرمایه‌گذاری‌ها و معاملات بورس تأثیر فراوان دارد، اشاره نمود. البته این موضوع در اغلب پژوهش‌ها در حوزه علوم انسانی مطرح است.

۲- اعمال مکانیزم‌هایی، همچون بسته بودن طولانی نماد برخی شرکت‌ها، قاعده حجم‌مبنا، سهام شناور آزاد، حد نوسان روزانه قیمت که موجب عدم شکل‌گیری قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و حجم عرضه و تقاضای واقعی در بازار اوراق بهادار تهران می‌گردد.

www.SID.ir

فهرست منابع

۱. پورحیدری، امید، عطارد، حسن. (۱۳۸۷)، "بررسی تحلیلهای بنیادی در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهشنامه اقتصادی**؛ ۲: ۱۵-۳۹

۲. حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۷)، **مقدمه ای بر روش تحقیق در علوم انسانی**، انتشارات سمت تهران.

۳. حنیفی، فرهاد، تهرانی، رضا و بحرالعلوم، مهدی، (۱۳۹۲)، "طراحی یک الگوریتم فرا ابتکاری جهت انتخاب پورتفوی بهینه ردیابی‌کننده شاخص بورس تهران"، **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۴(۱۳): ۱-۳۲

4. Ababanell, S., and Brain J. Bushee., (1997), "Fundamental Analysis, Future Earning and Stock Prices", **Journal of Accounting Research**, Vol. 24, pp: 1-24.

5. Charitou, A. Colin, C. & Andreou, A., (2000), "The value relevance of earnings and cash flows: empirical evidence for Japan", **Journal of International Financial Management & Accounting**, 11(1): 1-22.

6. Garrod, Neil, & Rees, William, (2005), "Forecasting earnings growth using fundamentals: Department of Accounting and Finance", University of Glasgow.

سایت رسمی www.iaaaar.com

تلفکس ۴۴۸۴۴۷۰۵-۴۴۸۴۴۹۷۵

پست الکترونیک iranianiaa@yahoo.com

سایت انجمن حسابداری ایران www.iranianaa.com

www.SID.ir

Accounting & Auditing Studies, Spring 2019, No. 41. pp. 147-162

A Study of the Effect of Corporate Governance Score on the Relation between Fundamental Variable of Accounting and Stock Return in Companies Listed on the Tehran Stock Exchange

Giti Azam Shahverdi[1]
Instructor of Arshad Damavand Higher Education Institute, Iran

Nafiseh Ashena[2]©
M.A. of Accounting at Arshad Damavand Higher Education Institute, Iran

(Received: 19 December 2016; Accepted: 19 April 2017)

One of the main purposes of accounting is to provide information for use in investment decisions. The discovery of the value of financial information is one of the most important pillars of empirical studies in the field of finance and accounting knowledge. The analysis and study of financial information are conducted in two general categories of correlative and predicting studies. In the first method, based on the acceptance of market efficiency hypothesis, the stock price is considered as one of the main criteria of the value of institutions. According to this approach, the existence of statistical correlation between accounting data and stock price or return means that accounting information summarizes efficient events and information on stock prices. Therefore, it can contain a value close to the market value. In this study, the effect of corporate governance on the relation between the fundamental variable of accounting and stock return over the period 2007-2014 has been studied. The results of the first hypothesis suggesting the role of corporate governance in adjusting the relation between fundamental analyses and stock return, are accepted.

Keywords: Corporate Governance, Fundamental Variable of Accounting, Stock Return.

[1] gityshahverdi@yahoo.com
[2] n_ashenah@yahoo.com ©(Corresponding Author)

www.SID.ir