

رابطه‌ی میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نظام‌الدین رحیمیان^۱، سید حسن صالح نژاد^۲، علی سالکی^۳

۱. عضو هیئت علمی مرکز آموزش عالی رجاء، ایران

۲. عضو هیئت علمی دانشگاه پیام‌نور، ایران

۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام‌نور، ایران

(تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۶/۱، تاریخ تصویب: ۱۳۸۸/۹/۱۰)

چکیده

در این پژوهش، ارتباط میان تغییرات نقدینگی بازار (تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و عمق بازار) در اطراف اعلامیه‌های سود به عنوان نماینده‌ی عدم تقارن اطلاعاتی و نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره، درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و واحد حسابرسی داخلی به عنوان سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۳-۸۶ آزمون شده است. برای بررسی روابط از آزمون همبستگی پیرسون و یومان ویتنی، برای حسابرسی داخلی و همبستگی اسپیرمن و آزمون تاو کندال بی، برای نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد، میان واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره و معیارهای عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. اما میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد. همچنین از طریق مقایسه‌ی سطح اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام بعد و قبل از اعلام سود با استفاده از آزمون میانگین مقایسه‌ی دو رتبه مشخص شد که سطح عدم تقارن اطلاعاتی پس از اعلام سود نسبت به پیش از اعلام سود بیشتر است و این موضوع با پژوهش‌های پیشین مطابقت دارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی، نقدینگی بازار

مقدمه

با توجه به فرآیند افشای اطلاعات، سرمایه‌گذاران (معامله‌گران) با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی رو به رو هستند. این مشکل زمانی به وجود می‌آید که یکی از طرفین معامله نسبت به طرف دیگر، دارای اطلاعاتی بیش از طرف مقابل باشد [۱۳]. مانند پژوهش‌های پیشین، از معیارهای نقدشوندگی (اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و عمق بازار) به-عنوان نماینده‌ی عدم تقارن اطلاعاتی استفاده شده است. نقش متولیان افشای اطلاعات در حاکمیت شرکتی متبلور می‌شود که در برگیرنده‌ی کنترل و رویه‌هایی برای اطمینان از عدم حرکت مدیریت شرکت برای منافع شخصی و حرکت در مسیر حداکثر کردن منافع سهامداران و ارزش شرکت است [۱۴].

بیان مسئله

سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر اطلاعات افشا شده توسط شرکت برای سهامداران آن اثر می‌گذارند و احتمال عدم افشای کامل و مطلوب اطلاعات و افشای اطلاعات کم‌اعتبار را کاهش می‌دهند [۱۴]. پژوهش‌ها نشان می‌دهد در صورت وجود نظارت مؤثرتر هیئت مدیره بر مدیریت، کیفیت و کفایت اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت افزایش می‌یابد [۱۵]. بهبود کیفیت افشای شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مدیریت سود کمتر را به همراه دارد [۷]. در این پژوهش، بر جنبه‌های مختلف محیط اطلاعاتی تأکید شده و اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر محیط اطلاعاتی در زمان اعلامیه‌های سود بررسی می‌شود. در بازارهای سرمایه، تنها راه دستیابی بسیاری از سرمایه‌گذاران به اطلاعات، اعلامیه‌ها و اطلاعاتیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود (مانند اعلام سود پیش‌بینی شده‌ی هر سهم). در این پژوهش، از متغیرهای عمق بازار و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام (در اطراف اعلامیه‌های سود)، به عنوان نمایندگان عدم تقارن اطلاعاتی استفاده می‌شود [۱۴]. با توجه به مؤلفه‌های به کار رفته در پژوهش‌های اخیر در خصوص حاکمیت شرکتی، در این پژوهش سرمایه‌گذاران نهادی، وجود واحد حسابرسی داخلی و نسبت مدیران غیرموظف به هیئت مدیره، به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار خواهند گرفت [۱۰].

عدم تقارن اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی

داده‌های صورت‌های مالی، اطلاعاتی را فراهم می‌کند که سبب کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار می‌شود و نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران باید این نوع اطلاعات را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به‌طور کامل به‌کار گیرند [۳]. واکنش بازار به اعلان سود می‌تواند اولین معیار وجود اطلاعات محرمانه باشد. وجود اطلاعات محرمانه، بیانگر نامتقارن بودن اطلاعات در محیط بازار است. کاناگارتنام و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند نقدشوندگی بازار با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی افزایش می‌یابد [۱۴]. نقدشوندگی، به‌این معنی است که بتوان دارایی را بدون تحمل ضرر و زیان و هزینه، به پول نقد تبدیل کرد. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش نسبی سهام و عمق بازار از جمله معیارهای نقدشوندگی هستند که در پژوهش‌های اخیر به‌عنوان نماینده‌ی عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار گرفته‌اند [۱۱]. تفاوت بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش را، اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش می‌نامند. معامله‌ی زمانی رخ می‌دهد که بالاترین قیمت پیشنهادی خرید و پایین‌ترین قیمت پیشنهادی فروش، برابر باشند. وجود جریان پیوسته سفارش‌های خرید و فروش در قیمت‌های بالاتر و پایین‌تر از قیمت تعادلی را عمق بازار گویند که در آن، منحنی عرضه و تقاضا حول ارزش بازاردارایی، کاملاً کشش‌پذیر و پیوسته است.

از منظر بین‌المللی حاکمیت شرکتی به‌صورت مجموعه‌ی ساز و کارهایی است که منفعت شخصی مدیران شرکت در تصمیم‌گیری برای حداکثر کردن ارزش شرکت برای مالکان را نتیجه می‌دهد [۱۱]. طبق نظامنامه‌ی حسابرسی داخلی مصوب هیئت مدیره‌ی شرکت بورس اوراق بهادار تهران، خرداد ۱۳۸۷، از لحاظ جایگاه سازمانی حسابرسی داخلی زیر نظر هیئت مدیره انجام وظیفه می‌کند [۶]. با توجه به سرعت تحولات جهانی، به‌نظر می‌رسد روز به روز نقش حسابرسی داخلی به‌عنوان یکی از کلیدی‌ترین اجزای ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، افزوده خواهد شد. از دیدگاه نظریه‌ی نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) مستقل در هیئت مدیره‌ی شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به‌عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء قرار دارد. این گروه به‌طور عمده به اطلاعات در دسترس عموم (صورت‌های مالی منتشره) اکتفا می‌-

کنند. بخش دیگر از مالکیت در اختیار سهامداران عمده است که اطلاعات داخلی با ارزش درباره‌ی چشم‌اندازهای آتی و راهبردهای تجاری، از طریق ارتباط مستقیم با شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد [۴]. براساس پیش‌نویس آیین‌نامه‌ی اصول راهبری شرکت، سهامدار عمده، سهامداری است که مستقل بتواند حداقل یک عضو هیئت مدیره را منصوب کند [۱].

پژوهش‌ها نشان می‌دهند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بهتر، کیفیت و کمیت اطلاعات افشا شده توسط شرکت را افزایش می‌دهد و باعث کاهش اطلاعات نامتقارن می‌شود. طبق پژوهش‌های زیرساختی بازار، نقدشوندگی بازار، در صورت کاهش اطلاعات نامتقارن افزایش می‌یابد. براساس این یافته‌ها، افزایش در اطلاعات نامتقارن در اطراف اعلان‌های سود فصلی برای شرکت‌هایی کمتر است که حاکمیت شرکتی قوی‌تری دارند. کاناکارتنام و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی، عدم تقارن اطلاعاتی کمتری در اطراف اعلامیه‌های سود دارند [۱۴].

مروری بر پیشینه‌ی پژوهش

لی و همکاران (۱۹۹۳) دریافتند عمق بازار و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در اطراف اعلام سود کاهش می‌یابد [۱۶]. در حالی که لی و کرینسکی (۱۹۹۶) بیان کردند اطلاعات نامتقارن در بازار سرمایه‌ی اولیه و به دنبال انتشار سود، افزایش می‌یابد [۱۷]. والکر (۱۹۹۵) نشان داد بین کیفیت افشا و میزان اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام رابطه‌ی معکوس وجود دارد. در نتیجه انتظار می‌رود با افزایش سطح افشای اطلاعات با به کارگیری اصول مناسب راهبری شرکت، اختلاف قیمت پیشنهادی (نمایندگی عدم تقارن اطلاعاتی) کاهش یابد [۱۸]. دی (۲۰۰۵) بیان کرد، اعتبار و قابل قبول بودن سودها با کیفیت هیئت مدیره افزایش می‌یابد. این یافته‌ها بیان می‌کنند کیفیت حاکمیت شرکتی باید با عدم تقارن اطلاعاتی کمتر در اطراف سودهای گزارش شده، مرتبط باشد [۱۲]. کای و همکاران (۲۰۰۸) به مطالعه‌ی اثر اطلاعات نامتقارن بر سه سازو کار اصلی حاکمیت شرکتی (شدت نظارت هیئت مدیره، انضباط بازار براساس استفاده از اقدامات ضد تحصیلی) و حساسیت پرداخت بابت عملکرد مدیریت ارشد) پرداخته‌اند. آن‌ها دریافتند شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، به استفاده‌ی کمتر از نظارت هیئت مدیره، انضباط بیشتر

بازار و داشتن عملکرد مدیریت ارشد بالاتر، گرایش دارند [۱۰]. نتایج پژوهش کاناکارتنام و همکاران (۲۰۰۷) نشان می‌دهد میانگین افزایش اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به طور مؤثر در اطراف اعلامیه سود، برای شرکت‌هایی کمتر است که دارای استقلال هیئت مدیره‌ی بیشتر و فعالیت بیشتر هیئت مدیره هستند. میانگین کاهش عمق بازار به طور مؤثری برای شرکت‌هایی کمتر است که دارای درصد بیشتر سهام وثیقه نزد مدیران و رؤسای شرکت هستند [۱۴]. بن‌علی (۲۰۰۹) نشان داد سرمایه‌گذاران نهادی آمریکایی در فرانسه هزینه‌های نمایندگی و تقاضای افشای بهتر و مفیدتر را کاهش و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهند [۹].

در ایران، وطن پرست (۱۳۸۴) با محاسبه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی نتیجه گرفت، عدم تقارن اطلاعاتی قبل از اعلام سود بیشتر است [۸]. مریم اسماعیلی (۱۳۸۵) دریافت، درصد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره باعث افزایش کیفیت سود شده و افشا را ارتقا می‌دهد [۵]. رسائی‌ان (۱۳۸۵) با بررسی رابطه‌ی میان معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش دریافت، معیارهای ریسک (برخی نسبت‌های مالی) ۶۸ درصد تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام را اندازه‌گیری می‌کنند [۳]. آزاد (۱۳۸۷) نشان داد، به دنبال افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران، تقاضا به اعمال محافظه‌کاری در گزارشگری مالی افزایش می‌یابد و به این ترتیب، سودمندی محافظه‌کاری یکی از خصوصیات کیفی صورت‌های مالی مورد تأیید قرار می‌گیرد [۲].

فرضیه‌های پژوهش

۱. میان وجود حسابرسی داخلی در شرکت و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد.
۲. میان وجود حسابرسی داخلی در شرکت و عمق بازار، رابطه‌ی مثبت وجود دارد.
۳. میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی عمده و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد.
۴. میان درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی عمده و عمق بازار، رابطه‌ی مثبت وجود دارد.
۵. میان درصد (نسبت) اعضای غیرموظف هیئت مدیره و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، رابطه‌ی منفی وجود دارد.

۶. میان درصد (نسبت) اعضای غیرموظف هیئت مدیره و عمق بازار، رابطه‌ی مثبت وجود دارد.

روش پژوهش

روش پژوهش حاضر با توجه به هدف، کاربردی است و با توجه روش پژوهش، براساس روش‌های توصیفی و همبستگی صورت گرفته است. در پژوهش همبستگی، هدف اصلی مشخص کردن رابطه‌ی بین دو یا چند متغیر، اندازه و مقدار آن رابطه است. فرضیه‌های پژوهش با روش‌های آماری همبستگی به صورت ناپارامتریک آزمون شده است. متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش به صورت زیر تعریف شده‌اند:

۱. متغیرهای کنترلی

- ۱-۱. اندازه‌ی شرکت: به صورت لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت در پایان دومین یا سومین ۳ ماهه‌ی سال مورد رسیدگی، محاسبه می‌شود.
- ۲-۱. قیمت سهام: به صورت میانگین قیمت معامله‌ی روزانه محاسبه می‌شود.
- ۳-۱. حجم سهام: لگاریتم طبیعی (L_n) حجم معامله در روز اعلان سود.

۲. متغیرهای مستقل

- ۱-۲. درصد سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه‌گذاری عمده نگهداری می‌شوند به کل سهام منتشر شده و در دست سهامداران.
- ۲-۲. درصد (نسبت) اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره
- ۳-۲. حسابرسی داخلی در صورت وجود واحد حسابرسی داخلی (۱+) و در صورت عدم وجود واحد حسابرسی داخلی (۰) قرار می‌گیرد.

۳. متغیرهای وابسته

- ۱-۳. اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش: با استفاده از بهترین قیمت پیشنهادی خرید (BP) و بهترین قیمت پیشنهادی فروش (AP)، میانگین اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش به دست می‌آید. هر چه این اختلاف به صفر نزدیک‌تر باشد، عدم تقارن اطلاعاتی کمتر است.

$$\%SPREAD = (AP - BP) / ((AP + BP) / 2)$$

۲-۳. عمق بازار: برابر با میانگین مجموع حجم سهام عرضه شده برای فروش و حجم سهام تقاضا شده برای خرید است.

برای ایجاد معادلات رگرسیون، متغیرهای وابسته به صورت تفاضل تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار، بعد و قبل از اعلام سود محاسبه شده است. مقیاس اندازه-گیری متغیر مستقل حسابرسی داخلی به صورت اسمی و متغیرهای مستقل نسبت مدیران غیرموظف به مدیران موظف در هیئت مدیره و نقش سرمایه گذاران نهادی و متغیرهای وابسته اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و عمق بازار به صورت نسبتی هستند.

جامعه‌ی آماری، حجم نمونه و روش گردآوری داده‌ها

جامعه‌ی آماری پژوهش حاضر را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند که دارای شرایط زیر باشند:

۱. جزء شرکت‌های صنایع واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشند.
 ۲. پیش از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۳. به دلیل افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۴. در طی سال‌های ۸۳ تا ۸۶ زیان‌ده نباشند.
 ۵. طی سال‌های مالی ۸۳ تا ۸۶ تغییر فعالیت یا دوره‌ی مالی نداده باشند.
 ۶. سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت، پایان سه ماهه سوم، اعلام شده باشد.
- آن گروه از شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار باید انتخاب شوند که نخست در سال‌های مورد مطالعه، اقدام به انتشار سود پیش‌بینی شده هر سهم در پایان سه ماهه‌ی سوم کرده‌اند، درثانی اطلاعات مربوط به اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و عمق بازار آن‌ها وجود داشته باشد. با توجه به حجم پایین جامعه‌ی آماری همه‌ی آن‌ها به عنوان گروه نمونه انتخاب شده‌اند. داده‌های پژوهش حاضر از ۲۳۵ مشاهده‌ی سالیانه مربوط به مدت ۴ سال (۸۳-۸۶) تشکیل شده است که اطلاعات و داده‌های تعداد ۱۲۲ شرکت را شامل می‌شود. هر یک از مشاهده‌ها به صورت "شرکت سال" است و از میان ۲۳۵ مشاهده، تعداد ۷۶ مشاهده به سال ۸۳، تعداد ۵۶ مشاهده به سال ۸۴، تعداد ۴۳ مشاهده به سال ۸۵ و تعداد ۶۰ مشاهده به سال ۸۶ تعلق دارد. داده‌های مربوط به بهترین قیمت پیشنهادی خرید، بهترین قیمت پیشنهادی فروش، عمق بازار و اعلامیه‌های سود از بانک اطلاعاتی نرم افزار

تدبیرپرداز و داده‌های مربوط به مدیران غیرموظف از گزارش‌های مربوط به خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی منتشر شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران و هم-چنین گزارش فعالیت سالانه هیئت‌مدیره به مجمع استخراج شده‌است. از آن‌جا که شرکت-ها، به‌طور لزوم اطلاعات مربوط به واحد حسابرسی داخلی را منتشر نمی‌کنند، اطلاعات مربوط به این واحد با استفاده از بانک اطلاعاتی شرکت‌ها (موجود در پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران) و تماس با شرکت‌های نمونه (مراجعه حضوری و تماس تلفنی) گردآوری شده است.

تجزیه و تحلیل اطلاعات

از شرایط برازش مدل رگرسیونی، نرمال بودن توزیع متغیرها است. بنابراین، قبل از انجام هر کاری باید فرض نرمال بودن، مورد آزمون قرار گیرد. نتایج بررسی براساس آزمون کالموگروف-اسمیرنف، به شرح نگاره‌ی (۱) است. با توجه به عدم توجیه مفروضه‌های بنیادی آزمون‌های پارامتریک، از آزمون‌های ناپارامتریک استفاده شده است. بنابراین، برای بررسی روابط، از آزمون همبستگی پیرسون و یومان ویتنی، برای حسابرسی داخلی و همبستگی اسپیرمن و آزمون تاو کندال بی، برای نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی استفاده شد. محاسبه‌ی هر یک از متغیرهای پژوهش به جز متغیر حسابرسی داخلی براساس فرمول‌های مربوط به آن‌ها انجام گرفته و به‌صورت مقادیر متغیرها درآمده است. برای توصیف این متغیرها از شاخص‌های گرایش مرکزی و پراکندگی استفاده شده است. برای انجام تجزیه و تحلیل‌های توصیفی و استنباطی از بسته نرم افزار آماری SPSS و Excel استفاده شده است.

نگاره‌ی ۱. نتایج آزمون نرمال بودن توزیع متغیرهای با مقیاس نسبی

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

N		235	235	235	235	235
Normal Parameters	Mean	64.2985	.6179	5.7471	7.7264	4.1283
	Std. Deviation	23.46605	.19125	19.14870	15.96689	35.07211
Most Extreme Differences	Absolute	.140	.233	.209	.183	.106
	Positive	.095	.176	.196	.183	.095
	Negative	-.140	-.233	-.209	-.176	-.106
Kolmogorov-Smirnov Z		2.142	3.569	3.207	2.805	1.629
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000	.000	.000	.000	.010

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

نتایج تحقیق

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	.314 ^b	1	.575		
Continuity Correction	.169	1	.681		
Likelihood Ratio	.314	1	.575		
Fisher's Exact Test				.654	.341
Linear-by-Linear Association	.313	1	.576		
N of Valid Cases	235				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 0 cells (.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 29.87.

با توجه به این که آماره‌ی محاسبه شده‌ی کای دو کارل پیرسون کمتر از مقدار بحرانی است و به بیان دیگر، سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه تابع نمونه‌ای آزمون در ناحیه بحرانی قرار نگرفته است. بنابراین فرضیه‌ی صفر رد نشده است و نمی‌توان پذیرفت که میان وجود حسابرسی داخلی در شرکت و اختلاف قیمت پیشنهادی رابطه‌ی معناداری وجود دارد. این نتیجه با آزمون فی و آزمون دقیق فیشر نیز معنادار مشاهده نشده است.

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه دوم

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)	Exact Sig. (2-sided)	Exact Sig. (1-sided)
Pearson Chi-Square	1.525 ^b	1	.217		
Continuity Correction	1.178	1	.278		
Likelihood Ratio	1.529	1	.216		
Fisher's Exact Test				.234	.139
Linear-by-Linear Association	1.519	1	.218		
N of Valid Cases	235				

a. Computed only for a 2x2 table

b. 0 cells (.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 29.87.

با توجه به این که آماره‌ی محاسبه شده‌ی کای دو کارل پیرسون کمتر از مقدار بحرانی است و به بیان دیگر سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه تابع نمونه‌ای آزمون در ناحیه‌ی بحرانی قرار نگرفته است. بنابراین فرضیه صفر رد نشده است و نمی‌توان پذیرفت که میان وجود حسابرسی داخلی در شرکت و عمق بازار رابطه‌ی معناداری وجود دارد. نتیجه‌ی یاد شده با آزمون فی و آزمون دقیق فیشر نیز معنادار مشاهده نشده است.

نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

Correlations			اختلاف قیمت پیشنهادی	عمق
Kendall's tau_b	سرمایه‌گذاران نهادی	Correlation Coefficient	1.000	.075*
		Sig. (1-tailed)	.039	.043
		N	235	235
	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	-.077*	1.000
		Sig. (1-tailed)	.039	.001
		N	235	235
Spearman's rho	سرمایه‌گذاران نهادی	Correlation Coefficient	.075*	.001
		Sig. (1-tailed)	.043	.495
		N	235	235
	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	-.117*	1.000
		Sig. (1-tailed)	.037	.482
		N	235	235

*. Correlation is significant at the 0.05 level (1-tailed).

درمورد فرضیه‌ی سوم سطح خطای محاسبه شده، کوچک‌تر از ۰/۰۵ است و ضریب به‌دست آمده نیز منفی است؛ بنابراین فرضیه‌ی صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد و فرضیه‌ی پژوهش تأیید شده است. هم‌چنین، در فرضیه‌ی چهارم سطح خطای محاسبه شده کوچک‌تر از ۰/۰۱ است و ضریب به‌دست آمده نیز مثبت است، بنابراین فرضیه‌ی صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد و فرضیه‌ی پژوهش تأیید شده است. درنتیجه، میان سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار به‌ترتیب رابطه‌ی منفی و مثبت وجود دارد.

نگاره ۵. نتایج آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم

Correlations			نسبت منیران غیر موظف	اختلاف قیمت پیشنهادی	عمق
Kendall's tau_b	نسبت منیران غیر موظف	Correlation Coefficient	1.000	.004	.023
		Sig. (1-tailed)	.	.471	.323
		N	235	235	235
	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	.004	1.000	.001
		Sig. (1-tailed)	.471	.	.495
		N	235	235	235
Spearman's rho	نسبت منیران غیر موظف	Correlation Coefficient	.023	.001	1.000
		Sig. (1-tailed)	.323	.495	.
		N	235	235	235
	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	.003	1.000	-.003
		Sig. (1-tailed)	.479	.	.482
		N	235	235	235

درمورد فرضیه‌ی پنجم سطح خطای محاسبه شده بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه‌ی صفر رد نشده و به‌عنوان فرضیه‌ی پژوهش تأیید شده است. درآزمون فرضیه‌ی ششم، سطح خطای محاسبه شده بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرضیه‌ی صفر رد نشده و به‌عنوان فرضیه‌ی پژوهش تأیید شده است. درنتیجه، میان نسبت مدیران غیرموظف و اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار رابطه‌ی معناداری وجود ندارد و فرضیه‌های پژوهش رد می‌شوند.

نگاره‌ی ۶. نتایج مقایسه اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق برای دوره‌ی قبل و بعد از اعلام

Test Statistics ^b		
	اختلاف قیمت پیشنهادی بعد از اعلام - اختلاف قیمت پیشنهادی قبل از اعلام	- عمق بعد از اعلام عمق قبل از اعلام
Z	-2.006 ^a	-.723 ^a
Asymp. Sig. (2-tailed)	.045	.470

a. Based on negative ranks.

b. Wilcoxon Signed Ranks Test

نتیجه‌ی آزمون نشان داده است که میانگین رتبه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی در دوره‌ی ده روز بعد از اعلام به صورت معنادار نسبت به ده روز قبل از اعلام افزایش یافته است. بنابراین می‌توان پذیرفت که اختلاف قیمت پیشنهادی پس از اعلام افزایش می‌یابد. اما، با توجه به نتیجه‌ی آزمون میانگین رتبه‌ی عمق بازار، در دوره‌ی ده روز قبل و بعد از اعلام تفاوت معناداری وجود ندارد. بنابراین نمی‌توان پذیرفت که عمق بازار پس از اعلام افزایش یا کاهش معنادار می‌یابد.

نگاره‌ی ۷. نتایج مقایسه‌ی میانگین رتبه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار با توجه به حسابرسی داخلی

Test Statistics ^a		
	اختلاف قیمت پیشنهادی	عمق
Mann-Whitney U	4833.500	4914.000
Wilcoxon W	20233.500	6744.000
Z	-.917	-.739
Asymp. Sig. (2-tailed)	.359	.460

a. Grouping Variable: حسابرسی داخلی

نتایج نشان‌دهنده‌ی آن است که تفاوت میانگین رتبه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار بین دو دسته از شرکت‌های دارای حسابرس داخلی و فاقد حسابرس داخلی، معنادار نیست.

تک‌آه‌ی ۸. نتایج بررسی رابطه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار

Correlations			اختلاف قیمت پیشنهادی	عمق
Kendall's tau_b	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	1.000	.001
		Sig. (1-tailed)	.	.495
		N	235	235
	عمق	Correlation Coefficient	.001	1.000
		Sig. (1-tailed)	.495	.
		N	235	235
Spearman's rho	اختلاف قیمت پیشنهادی	Correlation Coefficient	1.000	-.003
		Sig. (1-tailed)	.	.482
		N	235	235
	عمق	Correlation Coefficient	-.003	1.000
		Sig. (1-tailed)	.482	.
		N	235	235

برای بررسی رابطه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی با عمق بازار از آزمون همبستگی اسپیرمن استفاده شده است. نتیجه‌ی بررسی نشان داده‌است که بین دو متغیر رابطه‌ی معناداری وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

نتایج به‌دست آمده از پژوهش از وجود رابطه‌ی معنادار بین وجود حسابرسی داخلی و متغیرهای اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار پشتیبانی نمی‌کند. اما، نتایج از وجود رابطه‌ی معنادار بین متغیر مستقل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و متغیرهای وابسته اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار پشتیبانی می‌کند. رابطه‌ی درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و اختلاف قیمت پیشنهادی به‌صورت معکوس و رابطه‌ی درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و عمق بازار به‌صورت مستقیم مشاهده شده است. این نتیجه با یافته‌های بن‌علی (۲۰۰۹) مطابقت می‌کند. هم‌چنین نتایج به‌دست آمده از پژوهش از وجود رابطه‌ی معنادار بین نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره و متغیرهای اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار پشتیبانی نکرده است. این موضوع با نتایج کاناگارتنام و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت نمی‌کند. میانگین رتبه‌ی اختلاف قیمت پیشنهادی در دوره‌ی ده روز بعد

از اعلام سود به صورت معنادار بیشتر از میانگین رتبه‌ی ده روز قبل از اعلام سود است که این موضوع با پژوهش لی و همکاران (۱۹۹۳) مطابقت داشته ولی با پژوهش وطن-پرست (۱۳۸۴) مطابقت ندارد. میانگین رتبه‌ی عمق بازار در دوره‌ی ده روز قبل و ده روز بعد از اعلام سود تفاوت معنادار ندارند و این موضوع با پژوهش لی و همکاران (۱۹۹۳) مطابقت ندارد. میانگین رتبه‌ی متغیر اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار در شرکت‌های دارای حسابرسی داخلی تفاوت معناداری با شرکت‌های فاقد حسابرسی داخلی ندارد. بین اختلاف قیمت پیشنهادی و عمق بازار نیز رابطه‌ی معناداری مشاهده نشده است که این موضوع با یافته‌های کاناکارتنام و همکاران (۲۰۰۷) مطابقت ندارد. نتایج پیش گفته، بیانگر این است که سازو کارهای حاکمیتی مورد مطالعه در این پژوهش به دلیل به کارگیری نامناسب در ایران کارایی لازم برای کاهش اطلاعات نامتقارن را ندارند یا برای کاهش اطلاعات نامتقارن باید به بررسی سازو کارهای دیگر حاکمیت شرکتی با توجه به محیط بازار و خصوصیات شرکت‌ها در ایران پرداخت. کای و همکاران (۲۰۰۸) در بررسی تأثیر اطلاعات نامتقارن بر انتخاب سازو کارهای حاکمیتی دریافتند اطلاعات نامتقارن هزینه‌های بالای نظارت مستقیم هیئت مدیره را در پی دارد. بنابراین باعث می‌شود شرکت‌ها بر سازو کارهای حاکمیتی غیرمستقیم مانند هم‌سوئی انگیزه‌ی مدیران و انضباط بازار اتکا کنند [۹]، این مورد می‌تواند تأثیر کم سازو کارهای حاکمیتی پژوهش حاضر بر اطلاعات نامتقارن را تاحدودی توجیه کند.

محدودیت‌های پژوهش

۱. در فرآیند پژوهش، ممکن است عوامل دیگری مانند تغییر مقررات دولتی، جابه‌جایی مدیران یا ضعف سیستم‌های کنترل داخلی بر سودهای اعلام شده تأثیر داشته باشد که این عوامل کنترل نشده است. همچنین عواملی مانند مدت زمان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌ها کنترل نشده است که می‌تواند بیانگر انگیزه‌های سفته‌بازانه‌ی آن‌ها باشد.

۲. در این پژوهش، مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند به عنوان مدیر غیرموظف تعریف شدند و فرض شده است که مستقل از شرکت هستند، درحالی که ممکن است آنان درواقع مستقل نباشند به عنوان نمونه، بسیاری از آن‌ها درعمل توسط شرکت‌های

بزرگ سرمایه‌گذاری، تجاری، مدیرعامل و رییس هیئت مدیره منصوب می‌شوند یا ممکن است به دلیل مدت زمان طولانی عضویت در هیئت مدیره به آن شرکت وابستگی پیدا کرده باشند. بنابراین تفاوت‌های سنتی در تعریف مدیران اجرایی و غیرموظف ممکن است در شناسایی تضاد منافع بالقوه‌ی بین مدیران غیرموظف و شرکتی ناتوان باشد که در هیئت مدیره‌ی آن حضور دارند.

۳. در بورس اوراق بهادار، قیمت پایانی سهم با توجه به عواملی مانند قیمت پایانی روز قبل، میانگین موزون قیمت در روز جاری، تعداد سهام داد و ستد شده در روز جاری و میزان سهام حجم مبنای شرکت تعیین می‌شود. عملکرد حجم مبنا به این گونه است که هشت ده هزارم تعداد سهام شرکت در روز باید معامله شود تا قیمت آن سهم به طور کامل مشمول تغییر (مثبت یا منفی) در دامنه‌ی نوسان تعریف شده (دربورس تهران ۳٪، در زمان انجام پژوهش) قرار گیرد. با توجه به وجود این محدودیت در معامله‌ی سهام در بورس اوراق بهادار تهران قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش و حجم سفارشات نیز تحت تأثیر قرار خواهند گرفت.

پیشنهاد برای پژوهش‌های آینده

۱. با توجه به این که در حاکمیت شرکتی عوامل گوناگونی مانند دوگانگی نقش مدیریت ارشد اجرایی، وجود کمیته‌ی حسابرسی، تعداد اعضای هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره، وجود مدیران غیر موظف در کمیته‌ی حسابرسی، حسابرس مستقل و ... مطرح است. بنابراین برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود که با استفاده از مدلیابی معادلات ساختاری اندازه، روابط بین متغیرهای مورد مطالعه بررسی شود تا نقش نشانگرهای مختلف حاکمیت شرکتی در مدل مورد بررسی تأثیر داده شود.

۲. با توجه به وظیفه‌ی بازارگردانان مبنی بر کنترل نوسانات قیمت سهم در بازار برای پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌شود در صورت امکان قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و میزان سهام تقاضا و عرضه شده بازارگردانان را از قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و میزان سهام تقاضا و عرضه شده توسط بازار (بررسی شده در این پژوهش) تفکیک و تأثیر متغیرهای مستقل یا سایر سازو کارهای حاکمیت شرکتی را بر متغیرهای وابسته‌ی جدید دوباره آزمون کنند.

۳. بررسی تغییرات در عدم تقارن اطلاعاتی در دوره‌های بدون اعلام
۴. تجزیه و تحلیل تغییرات اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در دوره‌ی قبل و بعد از اعلام سود و بررسی کیفیت سود
۵. بررسی تأثیر محیط نامتقارن اطلاعات بر انتخاب سازو کار مناسب حاکمیت شرکتی در برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی

منابع

۱. "آیین‌نامه‌ی اصول راهبری شرکت"، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (پیش‌نویس)، به پیشنهاد معاونت نظارت بر بورس‌ها و ناشران (۱۳۸۵)، پایگاه اطلاع رسانی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
۲. رضازاده جواد، آزاد عبدل... رابطه‌ی بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۴: ۶۳-۸۰.
۳. احمدپور احمد، رسائیان امیر. رابطه‌ی بین معیارهای ریسک و اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۵؛ ۳۷: ۴۶-۶۰.
۴. مرادزاده فرد مهدی، ناظمی مهدی، غلامی رضا، فرزانی حجت... بررسی رابطه‌ی بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۸؛ ۵۵: ۸۵-۹۸.
۵. مشایخ شهناز، اسماعیلی مریم. بررسی رابطه‌ی بین کیفیت سود و برخی جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۴۵: ۲۵-۴۵.
۶. نظامنامه‌ی حسابرسی داخلی. (خرداد ۱۳۸۷)، شرکت بورس اوراق بهادار تهران.
۷. نوروش ایرج، حسینی سیدعلی. بررسی رابطه‌ی بین کیفیت افشا(قابلیت اتکا و به موقع بودن) و مدیریت سود. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۸؛ ۵: ۱۱۷-۱۳۴.

۸. قائمی محمدحسین، وطن پرست محمدرضا. بررسی نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۱: ۸۵-۱۰۴.

9. Ben Ali Chiraz. Disclosure Quality and Corporate Governance in a Context of Minority Expropriation; 2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1406149>.
10. Cai Jie, Liu Yixin, Qian Yiming. Information Asymmetry and Corporate Governance; 2008. available at: <http://ssrn.com>.
11. Denis Diane K., McConnell John J. International Corporate Governance. ECGI-Finance Working Paper; and Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference 2003; 05.
12. Dey A. Corporate Governance and Financial Reporting Credibility. Working Paper, Northwestern University; 2005.
13. Graham John R, Koski Jennifer, Loewenstein. Information Flow and Liquidity Around Anticipated and Unanticipated Dividend Announcements 2003; available at: <http://ssrn.com>.
14. Kanagaretnam Kiridaran, Lobo Gerald J., Whalen Dennis J. Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?. Journal of Accounting and Public Policy 2007; 26(4): 497-522.
15. Karamanou Irene, Vafeas Nikos. The Association between Corporate Boards, Audit Committees, and Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis. Journal of Accounting Research 2005; 43: 453-486.
16. Lee C.M., Mucklow B., Ready M. Spreads, Depths, and the Impact of Earnings Information: An Intraday Analysis. Review of Financial Studies 1993; 6 (2): 345-74.
17. Krinsky I., Lee J. Earnings Announcements and Components of the Bid-ask Spread. Journal of Finance 1996; 51(4): 1523-35.
18. Welker M. Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets". Contemporary Accounting Research 1995; 11: 801-828.