



بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر امتیاز افشا شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی خوزین^۱، نوید جوادی^۲، جمال محمدی^۳

^۱ استادیار دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران

^۲ دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران

^۳ دکتری حسابداری، حسابرس دیوان محاسبات کشور

ارتباط با نویسنده مسئول مکاتبات: mohamady_jamal@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۷/۰۴، تاریخ انجام اصلاحات: ۱۳۹۷/۱۱/۱۵، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۷/۱۲/۲۲

The Effect Of Corporate Governance Mechanisms on Disclosure Score of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Ali khozin¹, Navid Javadi^{2*}, Jamal Mohammadi³

¹ -Asistant professor, IAU, Aliabad Katool Branch, Iran

² - Phd candicate, IAU, Science and Research Branch, Tehran, Iran

³ -Phd of Accounting, Supreme Audit Court of Iran.

Received 04/07/2017, Revised 12/10/2018, Accepted 13/03/2019

چکیده

هدف از انجام این پژوهش، بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر بهبود رتبه افشا شرکت که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش از داده های مربوط به ۵۷ شرکت بزرگ پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ و روش رگرسیون خطی چندگانه برای اجرای مدل تحقیق استفاده شده است. براساس تحلیل صورت گرفته، یافته های پژوهش نشان داده است که کیفیت حسابرسی منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت شده در صورتی که تمرکز مالکیت به صورت معناداری باعث تضعیف امتیاز افشا شرکت می گردد. سایر متغیرهای مستقل پژوهش از قبیل سهامداران نهادی، تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره و سهام شناور آزاد، تأثیری بر امتیاز افشا شرکت ندارند.

کلمات کلیدی: افشا، رتبه، حاکمیت شرکتی، عدم تقارن اطلاعاتی، تصمیم گیری



مقدمه

امروزه بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور به حساب می‌آید. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. زیرا اغلب تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود. بنابراین در چنین وضعیتی اطلاعات نقش مهمی در کاهش عدم اطمینان سرمایه‌گذاران دارد. اطلاعات مورد نیاز برای کاهش عدم اطمینان از منابع مختلفی قابل دستیابی است. گزارشگری مالی یکی از مهمترین منابع کسب اطلاعات است، به طوری که گفته می‌شود، سایر اطلاعات در بازارهای سرمایه نیز از سیستم حسابداری و اطلاعات حاصل از آن نشأت می‌گیرند (آسکو، ۲۰۰۶).

علاوه بر منابع درون شرکتی در کشورهای اقتصادی پیشرفته، شرکت‌ها و سازمان‌های متعددی وجود دارند که اطلاعات و تحلیل مالی و سایر گزارش‌های متنوع در مورد سایر شرکت‌ها را منتشر می‌کنند که به این اطلاعات اصطلاحاً «اطلاعات محیطی» گفته می‌شود. به دلیل کاهش اعتماد عمومی به شرکت‌ها، نیاز به اطلاعات محیطی بیشتر و بهتر، افزایش یافته و منجر به تقاضای موکد بیشتری در خصوص شفافیت بیشتر این نوع اطلاعات محیطی نیز شده است. (هلگ هاب و همکاران، ۲۰۱۴) ولی در ایران این مراکز بسیار محدود و اندک بوده و مهمترین سازمانی که در رابطه با شرکت‌ها اطلاعات منتشر می‌کند، سازمان بورس اوراق بهادار است. یکی از مهمترین گزارش‌هایی که این سازمان در مورد شرکت‌ها ارائه می‌دهد، گزارش مربوط به کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی مناسب است که می‌تواند در بسیاری از تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بازار اوراق بهادار تهران موثر باشد. حال این موضوع حائز اهمیت است که برخی از عواملی که بر امتیاز و رتبه مندرج در این گزارش محیطی تاثیرگذار است مورد شناسایی قرار گرفته تا شرکت‌ها بتوانند با تقویت آنها رتبه و امتیاز خود را بهبود ببخشند. در واقع سوال اصلی پژوهش عبارت است از: تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رتبه افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چیست؟ در راستای پاسخ به این سوال، در پژوهش حاضر تاثیر پنج مورد از سازوکارهای حاکمیت شرکتی از جمله سهامداران نهادی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره، تمرکز مالکیت، کیفیت حسابداری و سهام شناور آزاد، بر بهبود امتیاز و رتبه شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

بیان مسأله

اطلاعات محیطی از سه حوزه تشکیل شود: ۱. افشای اختیاری اطلاعات ۲. افشای اجباری اطلاعات ۳. منابع خارجی افشای اطلاعات. در شکل‌گیری این طبقه بندی، عدم تقارن اطلاعاتی و تئوری نمایندگی نقش کلیدی ایفا می‌کند.



بخشی از اطلاعات محیطی، اطلاعاتی است که به صورت داوطلبانه توسط مدیریت منتشر می شود. لیکن مدیریت حاضر نیست تمام اطلاعات محرمانه خود را افشا نماید. در این حالت است که بستر برای وضع قوانین و مقررات افشا در بازار سرمایه فراهم می شود. یکی از اصول اولیه حسابداری، اصل افشای کلیه واقعیت‌های با اهمیت و مربوط درباره رویدادها و فعالیت‌های مالی واحدهای انتفاعی است. تدوین‌کنندگان اصول و استانداردهای حسابداری و وضع‌کنندگان مقررات بازار سرمایه، معمولاً به منظور حمایت از منافع سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها را موظف به افشای اطلاعات می‌کنند. یکی از مهمترین دلایل اقامه شده برای وضع مقررات افشای اطلاعات در حوزه حسابداری، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیریت و سایرین می‌باشد (واتز و زیمرمن، ۱۹۹۰).

علاوه بر افشای اختیاری و اجباری، سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در خرید سهام به اطلاعات داخلی و خارجی اتکا می‌کنند و از هر نوع اطلاعاتی که بتوانند استفاده می‌کنند برای این که یک سهم خوب را خریداری نمایند (آقایی و همکاران، ۱۳۸۸). این اطلاعات هم شامل گزارشی می‌شود که خود شرکت‌ها در قالب صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست آن، منتشر می‌کنند و هم گزارش‌هایی که سایر مراکز در مورد شرکت‌ها ارائه می‌کنند را در بر می‌گیرد. تمرکز پژوهش حاضر بر حوزه سوم اطلاعات محیطی است. در سایر کشورها نیز در این حوزه پژوهش‌های متعددی انجام شده و از شاخص‌های مختلفی استفاده شده است. در این با توجه به شرایط موجود، یکی از بهترین اطلاعاتی که از مرجعی خارج از شرکت‌ها و توسط یک سازمان محیطی یعنی سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر می‌گردد گزارش امتیازدهی و رتبه‌بندی شرکت‌ها بر اساس کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی می‌باشد. سرمایه‌گذاران همواره برای کاهش ریسک، از اطلاعات رتبه‌بندی به‌موقع بودن و قابلیت اتکا و کیفیت افشاء استفاده می‌کنند. رتبه قابلیت اتکا نشان می‌دهد گزارشات پیش‌بینی سودهایی که شرکت‌ها در گذشته منتشر کردند چقدر با سودهای واقعی آن‌ها همخوانی داشته است. هرچقدر این رتبه بهتر باشد در زمانی که شرکت‌ها پیش‌بینی‌های مالی جدید خود را منتشر می‌کنند سهامداران با خیال راحت‌تری روی گزارش‌های منتشر شده اتکا می‌کنند و هرچقدر شرکت‌ها اطلاعاتشان را زودتر و به‌موقع‌تر به بازار بورس ارائه کنند سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌توانند زودتر و به‌موقع‌تر تصمیم‌گیری کنند. چنانچه اطلاعات افشاء شده از ویژگی‌های فوق، برخوردار نباشد، بدون تردید سازوکار کشف قیمت در بازار به درستی عمل نخواهد کرد و قیمت‌گذاری اوراق به شیوه‌ای مطلوب انجام نخواهد شد. از این رو روش‌های افشاء‌سازی یک شرکت را می‌توان به عنوان مکانیسمی در حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران در نظر گرفت و این امر سبب می‌شود، تا عدم تقارن اطلاعاتی کمتر به‌وجود آید و هزینه نمایندگی کاهش یابد (آسکو، ۲۰۰۶).

از طرف دیگر برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت افشاء و شفافیت مناسب اطلاعات بنگاه‌های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع، باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود سازوکارهای مناسب است. از جمله این



سازوکارها، طراحی و اجرای راهبری شرکتی مناسب در بنگاه‌های اقتصادی است. (صمدی لرگانی، ۱۳۸۹). راهبری شرکتی شالوده روابط شرکت با گروه‌های ذینفع است. در این دیدگاه ذینفعان مختلف درونی و بیرون از محیط سازمان می‌توانند در فضای شفاف تصمیم‌گیری و اقدام نمایند. (دهدشتی شاهرخ و عبدالعلی، ۱۳۹۰). امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهمترین آرمان‌هایی است که بیش از یک دهه گذشته توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و ساز و کارهای اجرایی مناسب است که مهم‌ترین آنها نظام حاکمیت شرکتی است (احمدپور و منتظری، ۱۳۹۰). از میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی، پنج مورد شامل: سهامداران نهادی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره، تمرکز مالکیت، کیفیت حسابرسی و سهام شناور آزاد، به عنوان متغیرهای مستقل انتخاب گردیدند.

از دیدگاه تئوری نمایندگی حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره شرکت‌ها که تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم را برای نظارت بر عملکرد شرکت دارند، می‌تواند یک سازوکار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب آید. هرچه تعداد مدیران خارجی و مستقل هیات مدیره بیشتر باشد، تعداد فعالیت‌های مقابله علیه ریسک شرکت بیشتر خواهد بود (حساس یگانه، ۱۳۸۴). اعمال راهبری شرکتی صحیح درخصوص گزارشگری مالی از طریق اعضای مستقل هیات مدیره و کمیته‌های تحت نظر آنها عینیت یافته و در نهایت با ارتقاء شفافیت و پاسخ‌دهی به اهداف خود نایل می‌شود. (شکری و همکاران، ۱۳۹۳).

از طرفی وجود سهامداران نهادی یکی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازسازی می‌کنند، که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. سهامداران نهادی، مدیریت شرکت را به تمرکز بر عملکرد اقتصادی و اجتناب از رفتارهای فرصت طلبانه وا می‌دارد. این مسئله به این دلیل است که مالکان نهادی فرصت، منابع و توانایی نظارت بر مدیریت شرکت را دارند. وجود سهامداران نهادی می‌تواند موجب همسو شدن منافع سهامداران شود و این همسویی باعث نفوذ سهامداران بر مدیریت گردد و در نهایت شفافیت، درستکاری و پاسخگویی را در پی داشته باشد (مانکز و مینو، ۱۹۹۵).

همچنین داشتن تمرکز در مالکیت شرکت بعنوان یکی دیگر از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی که از کنترل مطلق سهامداران عمده در اداره امور شرکت ناشی می‌شود نیز می‌تواند کاهنده مسایل نمایندگی شود. زیرا سهامداران عمده بواسطه داشتن اطلاعات کافی می‌توانند بر عملکرد مدیریت کنترل بهتری داشته باشند. هرچه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود که این امر نیز می‌تواند در خصوص شفافیت و افشای مناسب اطلاعات مفید واقع شود. از طرف دیگر، تمرکز مالکیت موجب دسترسی سهامداران پر قدرت به اطلاعات محرمانه و ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران پر قدرت و سایر سهامداران می‌شود. به



عبارتی تمرکز مالکیت بالا، باعث افزایش تضاد نمایندگی بین مالکان دارای قدرت و سرمایه‌گذاران خارج از شرکت می‌شود (چین و همکاران، ۲۰۰۶).

کیفیت حسابرسی، یکی دیگر از متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش می‌باشد. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان، برای ارزیابی عملکرد مالی واحدهای تجاری مختلف و تصمیم‌گیری در مورد موقعیت‌های گوناگون سرمایه‌گذاری، به نتایج حسابرسی انجام شده به وسیله موسسات حسابرسی مستقل اتکا می‌کنند. از این رو هر چه کیفیت حسابرسی بیشتر باشد، ارزش، اعتبار و قابلیت پذیرش آن به وسیله استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی افزایش می‌یابد (اشباق و ورفیلد، ۲۰۰۳). از دیدگاه تئوری نمایندگی کیفیت حسابرسی، بعنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی، نقش مهمی را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و کاستن مسائل نمایندگی بین مدیریت و مالکین و همچنین سهامداران اکثریت و اقلیت بازی می‌کنند (جنسن و مک‌کلینگ، ۱۹۷۶). از اینرو کاهش مسائل نمایندگی، افزایش شفافیت و پاسخگویی را در پی خواهد داشت.

آخرین مکانیزم مورد بررسی در این پژوهش سهام شناور آزاد است. اگر شرکتی نسبت سهام شناور آزاد بیشتری داشته باشد، امکان دستکاری قیمت آن کمتر می‌شود زیرا حجم منابعی که برای دستکاری آن لازم است خیلی زیاد بوده و باید مبلغ هنگفتی به بازار تزریق شود تا قیمت این سهام دستکاری شود، همچنین برای این سهام نمی‌توان شایعه درست کرد، مردم را گیج کرد و توهم ایجاد نمود، که قیمت این سهام افزایش می‌یابد و بعد این سهام را فروخت و از بازار بیرون آمد. اما شرکتی که سهام شناور آزاد آن کم می‌باشد، به سادگی دچار دستکاری قیمت می‌شود، لذا توصیه می‌شود که اگر کسی از بازار چیزی نمی‌داند به سمت شرکت‌های بزرگ با سهام شناور آزاد بالا برود (عسگری و ایرانپاک، ۱۳۸۹). دارابی و ریاضی (۱۳۹۴) نشان دادند که بین گزارشگری مالی غیرشفاف و ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌هایی با سهام شناور آزاد پایین، رابطه معنی داری وجود دارد.

پیشینه پژوهش

جدایی مالکیت از کنترل در شرکت‌های جدید مشکلات جدی نمایندگی و چالش‌های حاکمیتی برای سهامداران ایجاد کرده است (لیائو، ۲۰۱۱). به عقیده گیلان و استرکس (۲۰۰۳) این جدایی در نبود دیگر سازوکارهای حاکمیت شرکتی، شرایطی را برای مدیران فراهم می‌کند تا به جای تامین منافع سهامداران در راستای منافع خودشان عمل کنند. در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی به یکی از جنبه‌های اصلی و پویا در دنیای تجارت تبدیل شده و توجه به آن به طور تصاعدی رو به افزایش است (حساس یگانه، ۱۳۸۴). یکی از شواهد افزایش توجه به حاکمیت شرکتی، میزان رشد پژوهش‌های علمی در این زمینه است. همچنین اطلاعات محیطی به دلیل اینکه از طرف سایر مراکزی غیر از خود شرکت‌ها تهیه می‌گردد از قابلیت اتکای بیشتری برخوردار است. تاکنون پژوهش‌های بسیار اندکی در خصوص عوامل تاثیرگذار بر ارتقاء شرکت‌ها بر اساس گزارشات محیطی، صورت گرفته است. همان عواملی که



باعث ارتقاء سطح کیفیت افشاء درون سازمانی می‌گردد، می‌تواند بر بهبود وضعیت شرکت‌ها از دیدگاه و بر اساس معیارهای برون سازمانی و محیطی نیز تاثیرگذار باشد. بنابراین بررسی پیشینه پژوهشی در این زمینه شکاف پژوهشی موجود را نمایان می‌سازد.

پژوهش‌های داخلی

پژوهش‌های مختلفی در زمینه افشای اختیاری و اجباری در داخل کشور انجام شده است. نتایج پژوهش شگری و همکاران (۱۳۹۳) بیانگر این بودند که بین افشای اطلاعات حسابداری با درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین افشای اطلاعات حسابداری و مالکیت مدیریتی و تصدی همزمان پست‌های مدیر عامل و رئیس هیات مدیره رابطه مثبتی وجود دارد ولی این رابطه معنی‌دار نمی‌باشد. کامیابی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی دو نظریه رقیب را مورد بحث قرار دادند؛ از یک طرف حساب‌برسان بزرگ این قابلیت را دارا هستند تا شرکت‌ها را به انجام افشای داوطلبانه ترغیب و تشویق نمایند و از طرف دیگر می‌توانند با اعتبار بخشی به گزارشات شرکت و افزایش ارزش شرکت، شرکت را از انجام افشای داوطلبانه بی‌نیاز نمایند. نتایج بدست آمده از آزمون مدل پژوهش عدم وجود ارتباط میان افشای داوطلبانه و کیفیت حسابرسی می‌باشد. نتایج پژوهش باغومیان و نقدی (۱۳۹۳) حاکی از آن است که بین مالکیت نهادی و افشای اختیاری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد و اندازه هیات مدیره، اعضای غیرموظف، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل، مالکیت مدیران و تمرکز مالکیت رابطه معناداری با افشای اختیاری ندارند. مدرس و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی برخی از مکانیزم‌های مالکیت شرکتی و افشای اختیاری اطلاعات در بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ پرداختند، نتایج حاکی از آن بود که افشای اختیاری با تمرکز مالکیت و نوع حساب‌برس رابطه معنی‌داری دارد.

در تعداد دیگری از پژوهش‌های داخلی تلاش شد تا ابتدا شاخص‌های عوامل محیطی تبیین شوند و سپس متغیرهای مستقل مورد نظر با آنها مقایسه گردد.

ناظمی و نصیری (۱۳۹۳) با ترکیب شاخص سطح افشای داوطلبانه بوتوسان (۱۹۹۷) و شاخص افشای بورس و ایجاد شاخص مرکب، به بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. بر اساس نتایج این پژوهش، شرکت‌هایی که اطلاعات بیش‌تری را افشا می‌کنند از سیستم حاکمیت شرکتی برتری برخوردارند و سرمایه‌گذاران نهادی بیش‌تری را به خود جذب می‌کنند. در پژوهش دیدار و همکاران (۱۳۹۶)، تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده رقابت بازار بررسی شده است. برای کیفیت افشا از شاخص افشای تعدیل شده چیونگ و همکاران (۲۰۱۰) استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا تأثیر مثبت و معناداری دارد و سطح



بالاتر کیفیت افشا در نتیجه افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی به دست می آید؛ اما رقابت بازار محصول در حالت کلی بر این رابطه تأثیر معناداری ندارد.

فخاری و پسته نوئی (۱۳۹۷) ضمن ارایه مدلی برای سنجش محیط اطلاعاتی شرکت، به بررسی تأثیر کمیته حسابرسی بر محیط اطلاعاتی شرکت پرداختند. محیط اطلاعاتی شرکت توسط متغیرهای مشاهده پذیر اندازه شرکت، مالکیت نهادی، فرصت های رشد شرکت، عمر شرکت، دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام، تعداد سهامداران شرکت، خطای پیش بینی سود، دفعات گردش سهام، معیار عدم نقد شوندگی آمیهود و نوسان پذیری بازده سهام، بصورت یک شاخص جامع، اندازه گیری شده و تأثیر وجود کمیته حسابرسی بر محیط اطلاعاتی شرکت ها مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بیانگر آن است که رابطه مثبت و معناداری بین وجود کمیته حسابرسی و محیط اطلاعاتی شرکت وجود دارد. بعبارتی دیگر با استقرار کمیته حسابرسی در شرکت ها محیط اطلاعاتی آن ها شفاف تر شده و مقدار شاخص افزایش یافته است.

در سایر پژوهش ها در زمینه اطلاعات محیطی و محیط اطلاعاتی در ایران، عمدتاً بر روی اطلاعیه "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" که از سوی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران منتشر می شود به عنوان شاخص متمرکز شده اند و به بررسی عوامل مختلف بر روی اطلاعات این گزارش پرداخته اند که در ادامه به برخی از این پژوهش ها اشاره خواهد شد. بنی مهد و شریفی (۱۳۸۹) به بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران به عنوان یک گزارش محیطی، از لحاظ کیفیت افشاء و به موقع بودن پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که رتبه افشاء به عنوان یگ گزارش محیطی با اندازه شرکت و نوع صنعت ارتباط معنی داری مثبت دارد. اما با نوع گزارش حسابرس و درصد مالکیت سهام رابطه معنی دار منفی دارد. همچنین رابطه ای میان بازده دارایی، اهرم مالی، نوع حسابرس و نوع واحد تجاری با رتبه افشا مشاهده نشد. بولو و ابراهیمی میمند (۱۳۹۰) در پژوهشی مشاهده کردند که میان کیفیت افشاء و تمرکز مالکیت ارتباط منفی معناداری وجود دارد، همچنین میان کیفیت افشاء و مالکیت نهادی ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. یعقوب نژاد و ذبیحی (۱۳۹۰) رابطه بین کیفیت افشای شرکت و نقد شوندگی سهام بررسی نمودند. نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین کیفیت افشا و نقدشوندگی سهام، رابطه معناداری وجود ندارد. نتایج حاصل از پژوهش معین الدین و دهقان (۱۳۹۱) حاکی از آن بود که بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و تمرکز قدرت با امتیاز نهایی افشای شرکتی و اجزای آن رابطه معنی داری وجود دارد. در حالی که بین نسبت مدیران غیرموظف در هیات مدیره و امتیاز نهایی افشای شرکتی و اجزای آن رابطه معنی داری مشاهده نشد. خدادادی و دزفولی (۱۳۹۲) در پژوهش بیان کردند که بین اندازه هیات مدیره و مالکیت نهادی با کیفیت افشا ارتباط معنی داری وجود ندارد و رابطه منفی و معنی داری بین نوع حسابرسی با کیفیت افشا وجود دارد. خواجهی و ممتازیان (۱۳۹۳) با کنترل اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری بر قیمت بازار سهام، تأثیر کیفیت افشا بر بازده



سهام را مطالعه نمودند. یافته ها بیانگر آن است که کیفیت افشا بر بازده جاری و آتی سهام شرکتها تاثیر مثبتی دارد. ملا ایمنی و مرفوع (۱۳۹۴) رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأخیر در زمان صدور گزارش حسابرسی پرداختند. است. نتایج پژوهش نشان میدهد که بین متغیرهای مستقل خطای پیش بینی سود و میزان تعدیلات سنواتی با متغیر تأخیر در زمان صدور گزارش حسابرسی رابطه معنادار و منفی برقرار بوده و بین متغیر مستقل رتبه کیفیت افشای اطلاعات شرکتها و تأخیر در زمان صدور گزارش حسابرسی، رابطه-ای برقرار نمی باشد.

پژوهش های خارجی

بوشه و نئو (۲۰۰۰) به بررسی امکان تحت تاثیر قرار گرفتن مالکیت سرمایه گذاری نهادی و نوسانات بازده سهام شرکت، توسط نحوه افشای شرکتها پرداختند. بررسی ۴۳۱۳ مشاهده در بازده زمانی ۱۹۸۲ - ۱۹۹۶ حاکی از این بود که شرکتها با رتبه افشای بالاتر در گزارشت محیطی، مالکیت نهادی بیشتری دارند. در این پژوهش برای ارزیابی افشا از شاخص AMIR¹ استفاده شده است.

ریکانویک (۲۰۰۵) با استفاده از پرسشنامه و نظر سنجی از تحلیل گران و سرمایه گذاران و با در نظر گرفتن ۸۴ شرکت آلمانی به عنوان نمونه در بورس اوراق بهادار فرانکفورت در سال ۲۰۰۲ مشاهده کرد که میان افشای اطلاعات و مالکان نهادی ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. میان افشای اطلاعات و حاکمیت شرکتی ارتباط معناداری وجود ندارد.

کارمنون و وافیز (۲۰۰۵) رابطه بین ویژگی های هیات مدیره و کیفیت افشا را مورد بررسی قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که هیات مدیره هایی که دارای اکثریت اعضای غیرموظف هستند، پیش بینی سود دقیق تری را ارائه داده و افشای اطلاعات مالی آنها از کیفیت بالاتری برخوردار است.

بیکز و براون (۲۰۰۶) در استرالیا، رابطه بین شاخص حاکمیت شرکتی و معیارهای مختلف کیفیت افشا، شامل دقت، یک سو نگری و سطح ناسازگاری در تحلیل های پیش بینی سود را مورد بررسی قرار دادند. نتیجه پژوهش آنان نشان داد که افشا به وسیله شرکت هایی که حاکمیت شرکتی خوب دارند آگاهی بخش تر است.

حبیب و عظیم (۲۰۰۸) رابطه حاکمیت شرکتی و مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری را آزمون نمودند. آنها دریافتند که اطلاعات حسابداری شرکت هایی با حاکمیت شرکتی قوی تر از ارزش مربوط تری برخوردار است.

نتایج پژوهش امرزت و المصری (۲۰۰۸) نشان می دهد که شرکت های بزرگ خدماتی، که از درصد بالای نقد شوندگی، از رهبری مستقل، تعداد اعضای هیئت مدیره بالا و سهام شناور آزاد بالایی برخوردارند، افشای اطلاعات در گزارش های اینترنتی و اطلاعات محیطی در آنها به هنگام تر می باشد.

¹ Association for Investment and Management Research (AIMR)



لتردیس (۲۰۱۳) به بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات محیطی به کمک شاخص افشای محیطی بر مبنای شاخص های GRI¹ و عملکرد محیطی می پردازد و ویژگی های مالی شرکت ها با شاخص های افشای محیطی مختلف را مورد بررسی قرار می دهد. همچنین این پژوهش ارتباط میان کیفیت افشای محیطی، حاکمیت شرکتی، و همچنین میزان مربوط بودن افشای اثربخش افشای محیطی و نحوه اثرگذاری آنها بر روی دیدگاه سرمایه گذاران را ارزیابی می نماید. نتایج این پژوهش که در مالزی انجام شده است نشان داد که افشای محیطی ارتباط مثبتی با عملکرد محیطی دارد. همچنین افشاهای محیطی با کیفیت نشان دهنده اثربخشی حاکمیت شرکتی می باشد و ارزیابی بازار سرمایه را تسهیل می کند.

نینگ و همکاران (۲۰۱۳)، به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر افشای اطلاعات محیطی در چین پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که حاکمیت شرکتی به میزان قابل ملاحظه ای بر حوزه افشای محیطی اثر می گذارد. در این پژوهش نیز از شاخص افشای محیطی بر مبنای شاخص های GRI استفاده شده است.

هلمگ هاب و همکاران (۲۰۱۴) در پژوهشی تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و محیط اطلاعاتی در بازارهای سهام چین» در بازه زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و محیط اطلاعاتی پرداختند. آنها از چهار معیار برای ارزیابی محیط اطلاعاتی استفاده نمودند: دنباله روی از تحلیل گران، دقت پیش بینی تحلیل گران، گستره پیش بینی تحلیل گرانو به موقع بودن کشف قیمت. نتایج بیانگر آن بود که شرکت های با حاکمیت شرکتی بهتر تمایل دارند اطلاعات دقیق تر، به موقع تر و قابل اتکاتری را ارائه دهند. همچنین این شرکت ها تمایل به ارتقای به موقع بودن اخبارهای بد نسبت به اخبارهای خوب را دارند.

وانگ (۲۰۱۵) به بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات محیطی و ارزیابی شرکت با تاکید بر نقش حاکمیت شرکتی در تایوان پرداختند. آنها با جمع بندی نتایج پژوهش های مختلف، افشاهای اطلاعات محیطی شرکت ها در گزارش های سالانه را در سه سطح اختیاری، اجباری و تجمیعی، طبقه بندی و امتیازبندی نمودند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که ارتباط میان جمع کل افشای اطلاعات محیطی، افشای اجباری اطلاعات محیطی و افشای اختیاری اطلاعات محیطی و ارزش شرکت ارتباط وجود دارد. حاکمیت شرکتی نیز از تباط مثبتی با ارزیابی جمع کل افشا اطلاعات محیطی و افشای اجباری اطلاعات محیطی دارد.

در جمع بندی پیشینه پژوهش، شاخص "کیفیت افشا و اطلاع رسانی مناسب" بورس اوراق بهادار تهران تاکنون از جنبه حاکمیت شرکتی بررسی نشده است. بنابراین این پژوهش تلاش دارد تا به کمک معیارهای حاکمیت شرکتی که در پژوهش های اخیر که به برخی از آنها اشاره شد، به بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر رتبه کیفیت افشا به عنوان یکی از

¹ Global Reporting Initiative (GRI)



شاخص های اطلاعات محیطی پردازد. در دسترس بودن و قابلیت اتکای این شاخص از دلایل اصلی انتخاب این شاخص است.

فرضیه های پژوهش

باتوجه به میانی نظری و پیشینه پژوهش و لزوم کنکاش در مورد موضوع پژوهش فرضیه های زیر تدوین گردیده است:

۱- وجود سهامداران نهادی منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

۲- حضور مدیران غیرموظف منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

۳- تمرکز مالکیت منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

۴- کیفیت حسابرسی منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

۵- سهام شناور آزاد منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می گردد.

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، توصیفی- علی است. به منظور تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش، از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. برای انتخاب نمونه آماری، در ابتدا شرکت های موجود در جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفتند و سپس با توجه به یک سری محدودیت ها و قیدهای معین که لازمه انجام پژوهش بود، تعدادی از شرکت ها حذف و مطالعه روی شرکت های باقیمانده صورت گرفت. بنابراین می توان گفت روش نمونه گیری مورد استفاده در پژوهش حاضر، روش حذفی می باشد، که در این پژوهش ۵۷ شرکت پذیرفته شده و بزرگ در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند که بیش از ۸۰ درصد ارزش بورس اوراق بهادار را تشکیل می دهند. متغیرها در این پژوهش، شامل متغیر وابسته (رتبه افشا) و متغیرهای مستقل شامل سهامداران نهادی، مدیران مستقل هیات مدیره، تمرکز مالکیت، کیفیت حسابرسی و سهام شناور آزاد، که جزء مکانیزم های حاکمیت شرکتی هستند، می باشد.

در این پژوهش از منابع کتابخانه ای، بانک های اطلاعاتی و آرشیو بورس اوراق بهادار تهران، برای جمع آوری داده ها استفاده شده است. همچنین به منظور گردآوری داده های مربوط به امتیاز کیفیت افشاء و اطلاع رسانی مناسب از گزارش های منتشر شده در سایت سیستم اطلاع رسانی سازمان ناشران (کدال) بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی پژوهش

استفاده شده است. داده‌ها پس از جمع‌آوری، مرتب و طبقه‌بندی شده و در نهایت با استفاده از نرم افزار آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. مدل پژوهش بصورت زیر تدوین گردیده است:

$$II_{it} = \beta_0 + \beta_1 IO_{it} + \beta_2 NEM_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 FFM_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 size_{it} + \beta_8 ROA_{it} + e_{it}$$

رتبه افشا شرکت در محیط بازار سرمایه (II): این رتبه شامل کیفیت افشا و اطلاع‌رسانی مناسب شرکت است که توسط بورس اوراق بهادار تهران منتشر شده و وضعیت شرکت‌های بورسی از جهت کیفیت افشاء و اطلاع‌رسانی را مورد بررسی قرار می‌دهد.

سهام‌داران نهادی (IO): منظور از سهامداران نهادی، سهامداران حقوقی می‌باشند که واسطه بین افراد و شرکت‌ها بوده و از طرف افراد، اقدام به تهیه پرتفوی سهام می‌نمایند. وجود سهامداران نهادی بعنوان یکی از مهمترین سازوکارهای حاکمیت شرکتی مطرح است و شامل سرمایه‌گذاران بزرگ، نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌ها و... می‌باشد. این متغیر از طریق درصد کل سهام تملک شده بوسیله سهامداران نهادی به کل سهام سرمایه اندازه‌گیری می‌شود (لتردیس ۲۰۱۳، ناظمی و نصیری ۱۳۹۳، باغومیان و نقدی ۱۳۹۳). حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره (NEM): عضو غیرموظف به عضو پاره‌وقت هیات مدیره اطلاق می‌شود که در شرکت مسئولیت اجرایی رسمی نداشته و از شرکت حقوق ثابت دریافت نکند. این متغیر بوسیله نسبت تعداد اعضای غیرموظف به تعداد کل اعضا محاسبه می‌شود (لتردیس ۲۰۱۳، وانگ ۲۰۱۵، معین الدین و دهقان ۱۳۹۱)

تمرکز مالکیت (CO): تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهام‌داران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد، چند درصد از سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد. تمرکز مالکیت به اینصورت تعریف می‌شود: مجموع درصد تملک سهام‌دارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (آقایی و همکاران ۱۳۸۸، باغومیان و نقدی ۱۳۹۳، مدرس و همکاران ۱۳۹۲، بولو و ابراهیمی میمند ۱۳۹۰)

کیفیت حسابرسی (AQ): کیفیت حسابرسی به معنای ارزیابی بازار از احتمال کشف نقص در سیستم حسابداری صاحبکار به‌وسیله یک حسابرس خاص و گزارش آن نقص به‌وسیله اوست. این متغیر بعنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، نقش عمده‌ای را در حمایت از کیفیت گزارشگری مالی در سراسر دنیا ایفا می‌کند. در این تحقیق از شاخص اندازه حسابرسی شامل سازمان حسابرسی و مفید راهبر به عنوان موسسات باکیفیت استفاده شده است.

سهام شناور آزاد (FF): بخشی از سهام یک شرکت است که دارندگان آن، آماده عرضه و فروش آن سهام می‌باشند و قصد ندارند با حفظ آن قسمت از سهام، در مدیریت شرکت مشارکت نمایند و انتظار می‌رود در آینده نزدیک وارد معامله گردند. یعنی شامل آن بخش از سهام سهامداران اداره کننده آن نمی‌شود که حاضر به فروش آن نیستند. درصد سهام شناور آزاد



عددی است که از نتیجه کسر سهام غیرمعامله از کل سهام، تقسیم بر تعداد کل سهام بدست می‌آید (دارابی و ریاضی ۱۳۹۴، امرعزت و المصری ۲۰۰۸، ناظمی و نصیری ۱۳۹۳).
متغیرهای کنترلی:

اهرم مالی LEV : عبارت است از نسبت بدهی‌های بلندمدت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام. (لتردیس (۲۰۱۳)، وانگ (۲۰۱۵)، خدادادی و دزفولی (۱۳۹۲))
اندازه شرکت $size$: اندازه شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت.
نسبت سود به دارایی‌ها: این متغیر از تقسیم مبلغ سود خالص به کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید (لتردیس (۲۰۱۳)، وانگ (۲۰۱۵)، خدادادی و دزفولی (۱۳۹۲)).

آماره‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. آمار توصیفی به محاسبه پارامترهای جامعه می‌پردازد و شامل شاخص‌های مرکزی و پراکندگی جامعه و ... می‌باشد. در جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه، انحراف معیار و ... آورده شده است. به عنوان مثال برای متغیر نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) بطور میانگین، ترتیب ۰.۱۶۵ دارایی است، میانگین امتیاز افشا شرکت ۶۷ از ۱۰۰ است. تعداد مدیران غیر موظف در حدود ۳.۵۲ نفر بطور میانگین در هیات مدیره بوده اند. ۳۸ درصد شرکت‌ها توسط موسسات با اندازه بزرگ رسیدگی شده اند. و بطور میانگین مالکیت ۵۱ درصد شرکتها توسط سهام‌داران عمده بوده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

دارایی‌ها	اهرم مالی	نرخ بازده دارایی- سهام شناور آزاد	کیفیت حسابرسی	تمرکز مالکیت	مدیران غیر موظف	سهامداران نهادی	نمره سطح افشا
۱۲۲۷۶۶۹۸	۰.۵۵	۲۳.۲۳	۰.۳۸۴	۰.۵۱۷۶	۳.۵۲۱۹	۰.۵۴۹۵	۶۷.۰۹
۴۳۰۴۹۹۶	۰.۵۷	۲۰	.	۰.۵۰۱۵	۴	۰.۶۶۲	۶۹
۱.۴۳۷۰۸	۱.۱۱۵	۸۹.۱	۱	۰.۹۹۹	۷	۰.۹۹۷	۱۰۰
۱۰۶۰۰۴	۰.۰۱۳	.	.	۰.۱	۱	.	۱۰
۲۲۳۸۳۴۶۵	۰.۲۰۹	۱۶.۲۳	۰.۴۸۶۹	۰.۱۸۱۸	۰.۹۶۰۵	۰.۳۰۰	۲۰.۹۴
۳۰۰۵۷	۰.۲۶۱	۱۰.۵۷	۰.۴۷۸	۰.۶۰۲۴	۰.۰۹۴۰	۰.۴۶۸	۰.۶۱۳
۱۲.۳۴۸	۲.۷۱۸	۴.۲۹۷	۱.۲۲۹	۲.۹۱۷۴۳	۳.۴۰۷۹	۱.۸۶۱۸	۲.۷۳۶



نتایج یافته ها

نتایج آزمون متغیرهای پژوهش

ابتدا به وسیله ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش، میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. در جدول زیر میزان همبستگی بین متغیرهای پژوهش در سطح $(\text{sig} \leq 0.05)$ نشان داده شده است. به عنوان مثال میزان ضریب همبستگی بین متغیر نمره سطح کیفیت افشا (II) و سهامداران نهادی (OI) به میزان -0.035 می‌باشد که در سطح خطای 0.05 معنی‌دار می‌باشد.

جدول ۲- ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

	اندازه شرکت	هرم مالی LEV	نرخ بازده سهام شناور آزاد	کیفیت حسابرسی AQ	تمرکز مالکیت CO	مدیران غیر سهامداران نهادی OI	نمره سطح کیفیت افشا II	SIZE
II)							
OI	-۰.۰۳۵)						
NEM	۰.۰۴۷	-۰.۱۱)					
CO	۰.۱۸۷	۸	-۰.۲۹۹)				
AQ	-۰.۲۰۶	-۰.۱۲۱	-۰.۱۹۹	-۰.۱۱۵)			
FFM	۰.۰۹۹	-۰.۲۲۱	۰.۰۶۲۹	-۰.۰۷۲	-۰.۰۸۱)		
ROA	۰.۲۱۸	۰.۲۲۲	۰.۱۲۸	-۰.۰۲۶	-۰.۰۸۴	-۰.۰۷۹)	
LEV	-۰.۱۹۴	-۰.۱۸۵	-۰.۱۴۳	۰.۰۳۵	۰.۰۸۶۷	-۰.۱۰۱	-۰.۶۱۲)
SIZE	-۰.۳۶۸	۰.۱۰۵	۰.۰۶۷	-۰.۳۶۲	۰.۲۵۳۲	-۰.۱۷۷	-۰.۰۱۷	-۰.۰۱۶

در مرحله بعد، پیش از تخمین مدل با استفاده از داده‌های ترکیبی، باید در مورد روش مناسب بکارگیری این گونه داده‌ها در تخمین، تصمیم‌گیری نمود. ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت) وجود دارد یا اینکه می‌توان داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف را ادغام (Pooling) کرد و از آن در تخمین مدل استفاده نمود. در تخمین‌های تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم اخیر از آماره آزمون F (لیمر) استفاده می‌شود. جدول ۳ نتایج آزمون چاو (آماره F) مربوط به فرضیه یاد شده را در مورد مدل پژوهش نشان می‌دهد:

جدول ۳- نتایج آزمون F (لیمر) برای انتخاب روش ترکیبی یا تلفیقی

نتیجه آزمون	P-value	آماره F	فرضیه صفر (H_0)
روش داده‌های پانل انتخاب می‌شود	۰.۰۰۰۰	۱۷.۴۷۵	اثرات خاص شرکت معنی‌دار نیستند

همان‌گونه که در جدول ۳ دیده می‌شود در سطح اطمینان ۹۵ درصد، باید از روش داده‌های پانل استفاده نمود. در نتیجه بحث انتخاب از بین مدل‌های اثرات ثابت و تصادفی پیش می‌آید که برای این منظور از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش به شرح جدول ۴ است:

جدول ۴- نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

نتیجه آزمون	p-value	آماره χ^2	فرضیه H_0
روش اثرات ثابت مناسب است	۰.۰۰۰۰	۹۰.۲۷۸۰	روش اثرات تصادفی مناسب است

نتایج جدول بالا، بیانگر آن است که در تمام مدل‌های پژوهش باید از روش اثرات ثابت استفاده نمود. همچنین در این پژوهش برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس از آزمون بروش پاگان - کوک و ویسبرگ استفاده شده است.

جدول ۵- نتایج آزمون آزمون بروش پاگان- کوک و ویسبرگ

نتیجه آزمون	p-value	آماره χ^2	فرضیه H_0
ناهمسانی واریانس وجود دارد	۰.۰۱	۶.۵۸	واریانس‌ها همسانند

بنابر نتایج حاصل از این آزمون که در جدول ۵ آورده شده است، در مدل پژوهش مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد (زیرا احتمال یا p-value محاسبه شده کوچکتر از ۰.۰۵ است)، بنابراین تخمین نهایی این مدل با استفاده از آزمون GLS صورت می‌گیرد تا فرض همسانی واریانس‌ها در تحلیل رگرسیون برقرار بماند و مشکل ناهمسانی واریانس‌ها به این ترتیب حل شود.

نتایج آزمون حاصل از برآورد مدل پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش به شرح جدول ۶ می‌باشد.

$$II_{it} = \beta_0 + \beta_1 OI_{it} + \beta_2 NEM_{it} + \beta_3 CO_{it} + \beta_4 AQ_{it} + \beta_5 FFM_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 size_{it} + \beta_8 ROA_{it}$$

جدول ۶- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (sig)	VIF
C (عرض از مبدأ)	-۰.۲۵۳	۰.۱۴	-۱.۸۰۲	۰.۰۷۲۳	-
سهامداران نهادی (OI)	-۰.۰۳۷	۰.۰۳۲	-۱.۱۶۳	۰.۲۴۵۵	۱
مدیران غیر موظف (NEM)	-۰.۰۰۳	۰.۰۰۶۷	-۰.۴۶۱	۰.۶۴۴۷	۱
تمرکز مالکیت (CO)	-۰.۱۳۷	۰.۰۵۷	-۲.۳۹۹	۰.۰۱۶۹	۱
کیفیت حسابداری (AQ)	۰.۰۶۳	۰.۰۱۷	۳.۶۹۴۹	۰.۰۰۰۳	۱
سهام شناور آزاد (FFM)	۰.۰۰۰۲	۰.۰۰۰۸	۰.۲۹۸۸	۰.۷۶۵	۱
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	-۰.۰۹۳	۰.۰۷۳	-۱.۲۷۹	۰.۲۰۱۹	۱
اهرم مالی (LEV)	-۰.۰۰۰۳	۰.۰۵۶	-۰.۰۰۶	۰.۹۹۵۲	۱
اندازه شرکت (SIZE)	۰.۰۶۶۸	۰.۰۰۹	۷.۵۰۱	۰.۰۰۰۰	۱
آماره F فیشر (سطح معنی داری) ۲۱.۹۴ (۰.۰۰۰)					
ضریب تعیین ۷۸					
ضریب تعیین تعدیل شده ۷۴					

در این مرحله هم‌خطی میان متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد. اگر هم‌خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل دارای اعتبار بالایی برخوردار نباشد. با توجه به ستون آخر جدول شماره ۶ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می‌باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم‌خطی وجود نداشته و مدل برازش شده دارای اعتبار می‌باشد. همچنین قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰)، می‌توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می‌توان ادعا نمود، حدود ۷۸ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (اطلاعات محیطی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود.

تجزیه و تحلیل و نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول پژوهش، مبنی بر این است که وجود سهامداران نهادی منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. ضریب برآوردی متغیر سهامداران نهادی (OI) در جدول شماره ۶ نشان‌دهنده این است که وجود سهامداران نهادی منجر به این بهبود نگردیده است؛ زیرا میزان *p-value* محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، بیشتر از ۰.۰۵ بدست آمده است.

فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر این است که حضور مدیران غیرموظف (NEM) منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. ضریب برآوردی متغیر حضور مدیران غیرموظف در جدول شماره ۶ نشان‌دهنده این است که



حضور مدیران غیرموظف منجر به بهبود آن نگردیده است؛ زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، بیشتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. فرضیه سوم پژوهش، مبنی بر این است که تمرکز مالکیت (CO) منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. ضریب برآوردی متغیر تمرکز مالکیت در جدول شماره ۶ نشان‌دهنده این است که تمرکز مالکیت نه تنها منجر به بهبود آن نشده است؛ بلکه حتی باعث کاهش آن در شرکت می‌گردد. به عبارت دیگر این کاهش تمرکز مالکیت است منجر به بهبود انتشار شرکت می‌شود.

فرضیه چهارم پژوهش، مبنی بر این است که کیفیت حسابرسی (AQ) منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. ضریب برآوردی متغیر کیفیت حسابرسی در جدول شماره ۶ نشان‌دهنده این است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، وجود کیفیت حسابرسی منجر به بهبود امتیاز شرکت گردیده است.

فرضیه پنجم پژوهش، مبنی بر این است که سهام شناور آزاد (FF) منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌گردد. ضریب برآوردی متغیر سهام شناور آزاد در جدول شماره ۶ نشان‌دهنده این است که سهام شناور آزاد منجر به بهبود آن نگردیده است؛ زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل پژوهش، بیشتر از ۰.۰۵ بدست آمده است.

در خصوص نتایج آزمون متغیرهای کنترل باید ادعان نمود که ضریب برآوردی بازده دارایی‌ها (ROA) و کنترلی اهرم مالی (LEV) در جدول بالا نشان‌دهنده عدم وجود تاثیر معنادار این دو متغیر بر بهبود امتیاز افشا در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای آنها، بیشتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. ضریب برآوردی متغیر مستقل اندازه شرکت (SIZE) در جدول بالا نشان‌دهنده این است که اندازه شرکت منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد شده است.

بحث و نتیجه گیری

در دیدگاه تئوری نمایندگی، فرض بر آن است که مدیران بر اساس منافع شخصی خود عمل می‌نمایند و منافع سهامداران در اولویت امور قرار نمی‌گیرد. بر اساس این تئوری، نظام حاکمیت شرکتی از سازوکارهای عقد قرارداد استفاده می‌نماید تا رفتارهای منفعت‌طلبانه مدیران را تحت کنترل قرار دهد. آنچه که بیشتر در این تئوری مورد توجه قرار می‌گیرد، موضوع استقلال نظارت‌کنندگان از مدیریت و داشتن تخصص و تجربه لازم در زمینه نظارت و کنترل است (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

نتایج کلی از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که وجود سهامداران نهادی، حضور مدیران غیرموظف و سهام شناور آزاد منجر به بهبود امتیاز شرکت نگردیده است؛ در حالی که بر اساس نتایج بدست آمده از پژوهش‌ها در اکثر کشورها، این متغیرها منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت



شده است همانند پژوهش‌های بوشه و نئو (۲۰۰۰)، عبدور و همکاران (۲۰۱۱)، ریکانویک (۲۰۰۵) و بولو و ابراهیمی میمند (۱۳۹۰) است. با توجه به این که سهامداران عمده نهادی در ایران (از قبیل سازمان تامین اجتماعی، بنیاد مستضعفان و جانبازان و شرکت‌های سرمایه‌گذاری وابسته به بانک‌های دولتی) اکثراً وابسته به دولت هستند، علت احتمالی رد شدن فرضیه مربوطه این است که این دولتی بودن سهامداران نهادی در ایران، ممکن است باعث کاهش انگیزه‌های آنها در نظارت موثر بر فعالیت‌های شرکت‌های سرمایه‌پذیر باشد. از طرفی سهامداران نهادی در ایران، یا دیدگاه استراتژیک واقعی در سرمایه‌گذاری و یا تخصص لازم را ندارند.

از دیدگاه تئوری نمایندگی حضور مدیران غیرموظف در هیات مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که نقش مدیران غیرموظف در ایران مطابق با دیدگاه تئوری نمایندگی نیست و توانایی این ابزار نظارتی، در بهبود وضعیت امتیاز افشا شرکت بسیار ضعیف است. بر طبق قانون تجارت، تعداد اعضای هیات مدیره شرکت‌ها نباید کم‌تر از ۵ نفر باشد. در شرکت‌های ایرانی به مدیران غیرموظف به عنوان ابزاری برای تکمیل و به حدنصاب رساندن اعضای هیات مدیره نگریسته می‌شود و توجهی به نقش نظارتی آن‌ها نمی‌شود. برخی از دلایل احتمال متفاوت بودن نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های خارجی عبارت است از:

۱- فرض بر این است که مدیران غیرموظف، مستقل از شرکت هستند در حالی که ممکن است واقعا مستقل نباشند و به شرکت وابستگی‌هایی داشته باشند. مثلا بسیاری از آن‌ها عملا توسط شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری و تجاری به عنوان مدیر عامل و رئیس هیات مدیره منصوب می‌شوند یا ممکن است به دلیل مدت زمان طولانی عضویت در هیات مدیره به آن شرکت وابستگی پیدا کرده باشند. از این رو تفاوت‌های سنتی در تعریف مدیران اجرایی و غیر موظف ممکن است در شناسایی تضاد منافع بالقوه بین مدیران غیرموظف و شرکتی که در هیات مدیره آن وجود دارد، ناتوان باشد.

۲- مدیران غیرموظف ممکن است که دانش مالی چندانی نداشته باشند و از طرف دیگر به اطلاعات مربوط و به موقع دسترسی کامل نداشته باشند. عدم حضور متخصصین مالی در ترکیب هیات مدیره، مدیران غیرموظف را در جلوگیری از بی‌نظمی‌ها، اشتباهات، تقلبات، افشای ناقص و... ناکارآمد می‌سازد.

۳- مدیران غیرموظف ممکن است به دلیل آن که منافع چندانی در شرکت‌ها ندارند، علاقه چندانی به نظارت دقیق و موثر بر فعالیت‌های شرکت نشان ندهند.

۴- به دلیل این که در ایران بازار نیروی کار مدیریتی وجود ندارد می‌توان گفت که از این بابت مدیران غیرموظف شرکت‌های ایرانی انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیریت شرکت ندارند.

۵- عضویت هم‌زمان اعضای غیرموظف هیات مدیره در هیات مدیره چند شرکت ممکن است باعث کاهش اثربخشی آن‌ها شود.

یافته‌های پژوهش حاضر در رابطه با متغیر مستقل تمرکز مالکیت، نشان داد که این معیار از حاکمیت شرکتی بر خلاف انتظار، موجب تضعیف امتیاز افشا شده است. این پدیده از این دیدگاه قابل تفسیر است که سهامداران عمده توجهی کاملی به اطلاعات ارایه شده در بازار سرمایه نداشته و از آن منتفع نشده و خود اقدام به پایش مستقیم می‌کنند و مزیت رقابتی در زمینه اطلاعات را برای خود حفظ می‌کنند.

همچنین در ارتباط با کیفیت حسابرسی، نتایج پژوهش نشان داده است که افزایش کیفیت حسابرسی منجر به بهبود امتیاز افشا شرکت شده است. از آنجایی که در این پژوهش برای متغیر کیفیت حسابرسی، شاخصه اندازه حسابرس را در نظر گرفتیم، این مشاهده را این‌گونه می‌توان تفسیر کرد که موسسات حسابرسی بزرگ در مقایسه با موسسات حسابرسی کوچک، برای حفظ شهرت و کیفیت فعالیت خود، سرمایه‌گذاری بیشتری می‌کنند، از سوی دیگر، اندازه موسسه حسابرسی باعث ایجاد استقلال بیشتر و در نهایت کیفیت مناسب‌تر فرایند حسابرسی خواهد شد که این موضوع منجر به افشای اطلاعات حسابداری با کیفیت و قابلیت اتکای بیشتر می‌شود.

منابع

۱. آقایی، محمدعلی؛ اعتمادی، حسین، آذر عادل. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود، فصلنامه علوم مدیریت ایران. شماره (۱۶)، ۵۳-۲۷.
۲. احمدپور، احمد؛ منتظری، هادی (۱۳۹۰). نوع مدیریت سود و تاثیر ساختار مالکیت، اندازه شرکت و حاکمیت شرکتی بر آن. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۲)، ۳۵-۱.
۳. باغومیان، رافیک؛ نقدی، سجاد (۱۳۹۳). تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری، ۵(۱۶)، ۱۱۹-۱۳۶.
۴. بنی مهد، بهمن؛ محسنی شریفی، محسن (۱۳۸۹). بررسی عوامل موثر بر رتبه بندی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ کیفیت افشاء و به موقع بودن، مجله حسابداری مدیریت، ۳(۷)، ۵۱-۶۳.
۵. بولو، قاسم؛ ابراهیمی میمند، مهدی (۱۳۹۰). رابطه ساختار مدیریت با کیفیت افشا در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، ۱۲، ۵۰-۶۹.
۶. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴). حاکمیت شرکتی در ایران. ماهنامه حسابرس، ۳۲، ۱۰-۱۳ و ۳۲-۳۹.
۷. حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴). نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی"، ماهنامه حسابداری، ۱۶۴، ۳-۵ و ۴۰-۴۵ و ۶۰.
۸. خدادادی، ولی؛ نقاش دزفولی، زینب (۱۳۹۲). تاثیر رابطه بین اجزای حاکمیت شرکتی و نوع حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. منتشر شده در دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری.



۹. خواجهی، شکر اله؛ ممتازیان، علیرضا (۱۳۹۳). بررسی تاثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام، فصلنامه دانش حسابداری مالی، ۱(۱): ۹-۲۷.
۱۰. دارابی، رویا؛ ریاضی، مریم (۱۳۹۴). ارتباط بین ریسک سقوط آتی سهام با گزارشگری مالی غیر شفاف در شرکتهای با درصد سهام شناور آزاد پایین، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، ۳(۱۲): ۲۳-۳۳.
۱۱. دهدشتی، شاهرخ؛ عبدالعلی، حامد (۱۳۹۰). حاکمیت شرکتی از دیدگاه اسلامی، مجله مدیریت اسلام، ۱۵.
۱۲. دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا؛ زارع، الهام (۱۳۹۶). بررسی تاثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با تاکید بر نقش تعدیل کننده رقابت بازار محصول در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشهای حسابداری مالی، سال نهم، صص: ۹۶-۱۱۷.
۱۳. شکری، محمد؛ طالاری، شهلا؛ وکیلی فرد، محمدرضا (۱۳۹۳). بررسی بین حاکمیت شرکتی و افشا اطلاعات حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، ۴ و ۵ آبان ماه هتل المپیک تهران.
۱۴. صمدی لرگانی، محمود (۱۳۸۹). تبیین ارتباط بین شفافیت گزارشگری مالی با گزارشگری مالیاتی، پایان نامه دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.
۱۵. عسگری، محمدرضا؛ ایرانپاک، محسن (۱۳۸۹). تاثیر میزان سهام شناور آزاد بر دامنه نوسان قیمت سهام شرکتهای پذیرفته در بورس تهران و آرایه راه حل های مناسب در این زمینه، فصلنامه بصیرت، ۱۷(۴۵): ۶۱-۸۰.
۱۶. فخاری، حسین؛ رضایی پسته نوئی، یاسر (۱۳۹۶). تاثیر تخصص مالی کمیته حسابرسی بر محیط اطلاعات شرکت، فصلنامه دانش حسابرسی، ۸(۳): ۸۱-۱۱۲.
۱۷. کامیابی، یحیی؛ عزیزجلالی، سینا؛ سلمانی، رسول (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین افشای داوطلبانه و کیفیت حسابرسی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت، اصفهان، موسسه آموزش عالی جامی.
۱۸. معین الدین، محمود؛ دهقان، فتانه (۱۳۹۱). اثر ساختار حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشای اطلاعات در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دهمین همایش ملی حسابداری ایران، تهران، دانشگاه الزهراء.
۱۹. مدرس، احمد؛ علیمحمدپور، علی؛ رحیمی، صادق (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و افشای اختیاری اطلاعات در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی علوم مدیریت نوین، گرگان، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی حکیم چرجانی.
۲۰. ملامینی، وحید؛ مرفوع، محمد (۱۳۹۴). رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تاخیر در زمان صدور گزارش حسابرسی، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی ۱۱(۴۵): ۵۱-۷۱.
۲۱. ناظمی، امین؛ نصیری، طاهره (۱۳۹۳). بررسی ارتباط میان افشای اطلاعات شرکتها با کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی، فصلنامه حسابداری مالی، ۶(۲۴): ۹۹-۱۲۰.
۲۲. یعقوب نژاد، احمد؛ رهنمای رود پستی، فریدون؛ ذبیحی، علی (۱۳۹۰). بررسی تاثیر نظام راهبری شرکتی بر نقد شوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱۳، ۱۵۷-۱۷۳.

23. Aksu, M. (2006). Transparency & Disclosure in the Istanbul stock Exchange: did IFRS Adoption and corporate Governance Principles Make a Difference, Social Responsibility Journal, 4(3), 407-421.



24. Ashbaugh, H., & Worfield, T. D. (2003). Audits as a Corporate Governance Mechanism: Evidence from the German Market, *Journal of International Accounting Research*, 20 (1), 61-91.
25. Beekes, W., & Brown, P. (2006). Do better – Governed Australian firms make more informative disclosures? *Journal of Finance & Accounting*, 3(4). 422 – 50.
26. Bushee, Brian. J., & Noe, Christopher. F. (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors and Stock Return Volatility, *Journal of Accounting Research*, 38, 171-202.
27. Chin C.L., Kleinman, G., & Lee, P., & Lin, M. F. (2006). Corporate Ownership Structure & Accuracy And Bias Of Mandatory Earnings Forecast: Evidence From Taiwan, *Journal of International Accounting Research*, 5(2), 41 – 62.
28. Chiu, T. K., & Wang, Y. H. (2015). Determinants of Social Disclosure Quality In Taiwan: An Application Of Stakeholder Theory. *Journal of Business Ethics*, 129(2), 379-398.
29. Ezat, Amr. & Ahmed El, Masry. (2008). The impact of corporate governance on the timeliness of corporate internet reporting by Egyptian listed companies, *Managerial Finance*, 34(12):848-867.
30. Gillan, Stuart. L., & Starks, Laura. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance*, 13(2), 4-22.
31. Habib, A., & Azim, I., (2008). Corporate Governance and the value relevance of accounting information, *Accounting Research Journal*, 21(2), 167 – 194.
32. Helge Hab, Lars. Vergauwe, Skralan. & Zhang, Qiyu. (2014). "Corporate governance and the information environment: Evidence from Chinese stock markets", *International Review of Financial Analysis*, Lancaster University, LA1 4YX Lancaster, United Kingdom FINANA-00704.
33. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of financial Economics*, 3(4), 305-360.
34. Karamanou, Iren. & Vafeas, Niko. (2005). The Association between Corporate Boards, Audit Committees, & Management Earnings Forecasts: An Empirical Analysis, *Journal of Accounting Research*, 43(3), 453-486.
35. Iatridis, G. (2013). Evidence of voluntary accounting disclosures in the Athens Stock Market. *Review of Accounting and Finance*, 11 (1), 73 - 92.
36. Liao, Chih-Hsien. (2011). The Effect of Stock-Based Incentives And Governance Mechanisms on Voluntary Disclosure of Intangibles, *Advances in Accounting*, 27(14), 294-307.
37. Monks, R., & Minnow, N. (1995). *Corporate Governance*, Blackwell, Cambridge. ISBN-10: 0470972599



38. Rikanovic, Mladen. (2005). Corporate Disclosure Strategy & the Cost of Capital- An Empirical Study Of Large Listed German Corporations. Dissertation of the University of St, Gallen, Graduate School of Business Administration, Economics, Law and Social Sciences (HSG).
39. Rouf, Abdur & Abdullah-Al, Harun. (2011). Ownership Structure and Voluntary Disclosure in Annual Reports of Bangladesh. The Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, 5(1), 129-139.
40. Watts, R. L., & Zimmerman, J.L., (1990). Positive Accounting Theory Englewood cliffs. NJ: Prentice – Hall.
41. Yan-Leung Cheung; Ping Jiang and Weiqiang Tan, (2010). A Transparency Disclosure Index Measuring Disclosures: Chinese Listed Companies, Journal of Accounting and Public Policy, 29, (3), 259-280.

