

بررسی ارتباط ویژگی مدیران با بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۵/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۶/۰۱

کد مقاله: ۴۸۲۹۶

به‌نوش محمدی^{۱*}

چکیده

این مقاله با هدف بررسی رابطه بین ویژگی مدیران با بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام گرفت. پژوهش پیش رو از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ بوده است که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک ۹۵ شرکت به عنوان نمونه آماری این پژوهش انتخاب و تعداد مشاهدات این شرکت‌ها ۴۷۵ در نظر گرفته شد. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد از آزمون‌های «لیون، لین و چوی» و «ایم، پسران، شین» استفاده کرده‌ایم. همچنین از آزمون هم‌جمعی کائو، آزمون اسپیرمن، رگرسیون و روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) برای تخمین مدل توسط نرم‌افزار Eviews انجام گردید. یافته‌ها نشان داد که ویژگی‌های مدیران شامل اندازه مدیران، دانش مدیران، ترکیب مدیران، دوگانگی نقش مدیرعامل، تنوع جنسیت، تعداد جلسات مدیران، اندازه شرکت، اهرم مالی و فرصت رشد بر بازده غیرعادی سهام، تأثیر معنی‌داری دارد؛ بنابراین می‌توان گفت که ویژگی‌های مدیران بر بازده غیرعادی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

واژگان کلیدی: ویژگی مدیران، بازده غیرعادی سهام، مدیرعامل، بورس اوراق بهادار تهران.

بازار سرمایه از ارکان اساسی نظام اقتصادی هر کشور به شمار می رود. نماد بازار سرمایه، بورس اوراق بهادار و نهادهای وابسته می باشد که در آن، همه روزه میلیون ها اوراق بهادار مورد معامله قرار می گیرد. مدیران سرمایه گذاری، مدیران پرتفوی و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که در این بازار به معامله می پردازند، برای حفظ و افزایش ارزش سبد سرمایه گذاری خود، نیاز به بررسی عوامل مختلف موثر بر بازده پرتفوی خود، دارند. بدیهی است، هرچه سرمایه گذاران با ابهام کمتری درباره بازده سرمایه گذاری خود روبرو باشند و بهتر بتوانند میزان این بازدهی را پیش بینی کنند، بیشتر به این گونه سرمایه گذاری ها متمایل می شوند. در نتیجه نیاز به ابزارهایی برای انتخاب بهترین سرمایه گذاری و مناسب ترین پرتفوی وجود دارد. بازده سهامی یکی از عوامل مهم در انتخاب بهترین سرمایه گذاری است. پس یکی از معیارهای اساسی تصمیم گیری در بازار سهام بازده سهام است، بازده سهام به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران واقعی و بالقوه از آن در تحلیل و پیش بینی مالی استفاده می کنند (بشیری و حقیقت، ۱۳۹۳). طبق نظریه بازار کارآمد، در یک بازار قدرتمند، قیمت اوراق بهادار منعکس کننده کلیه اطلاعات مربوط و موجود در بازار است و اطلاعات محرمانه به صورت رایگان و بدون محدودیت در اختیار تمام سرمایه گذاران در بازار سرمایه است. در صورت وجود چنین اطلاعاتی، افرادی که به این اطلاعات دسترسی دارند می توانند از آن برای پیش بینی قیمت سهام استفاده کنند و بنابراین بازدهی غیرعادی حاصل نمی شود؛ بنابراین، می توان ادعا کرد که اگر بازده غیرعادی کاهش یابد، می توان بازار سرمایه را به یک مدل بازار کارآمد منتقل کرد و از مزایای چنین مدلی بهره مند شد؛ بنابراین، کاهش بازده غیرعادی با شناسایی عوامل موثر بر آن امکان پذیر است. یکی از عوامل تأثیرگذار در عملکرد غیرطبیعی عدم تقارن اطلاعات است. اگر بخشی از اطلاعات قبل از اینکه در دسترس عموم قرار گیرد، در دسترس شخص خاصی قرار گیرد، وی می تواند از طریق آن اطلاعات که بر ارزش اطلاعات تأکید می کند، به بازده غیرمعمول دست یابد (واندا والس، ۲۰۰۶ به نقل از ودیعی و حسینی، ۱۳۹۱).

اغلب پژوهشگران معتقدند در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورت نامتقارن بین افراد توزیع شود، می تواند نتایج متفاوتی را نسبت به یک موضوع واحد سبب گردد و بدین ترتیب بازدهی اضافی را برای افرادی که به اطلاعات محرمانه دسترسی دارند فراهم می آورد. بر این اساس افرادی می توانند بازدهی اضافی پایدار بدست آورند که به طور مداوم اطلاعات محرمانه را در اختیار داشته باشند و یا توانایی خاصی برای کسب بازده غیرعادی پایدار بر مبنای اطلاعات عمومی نسبت به دیگر سرمایه گذاران داشته باشند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۷). از جمله افرادی که به چنین اطلاعاتی دسترسی دارند می توان به مدیران و افراد درون سازمانی اشاره نمود. بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران به عنوان نمایندگان سرمایه گذاران ممکن است به گونه ای عمل نمایند و یا تصمیماتی در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران اتخاذ نمایند که لزوماً در راستای به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نباشد. بدین ترتیب و با توجه به تئوری نمایندگی به نظر می رسد وجود سازوکار کنترلی و یا نظارتی کافی برای محافظت از سهامداران در مقابل تضاد منافع لازم باشد (جوهری و همکاران، ۲۰۰۸).

خوش بینی مدیریت یک ویژگی شخصیتی است که مدیران با استفاده از سازوکار تخمین بیش از واقعیت توانایی و مهارت خود در مقایسه با دیگران، به ارزیابی بیش از واقع بازدهی و جریان های نقدی آتی اقدام می کنند. کانگ، کانگ (۲۰۱۸) به بررسی این موضوع پرداختند که آیا زمانی که نا اطمینانی اقتصادی بالا است، خوش بینی مدیران به کسب منفعت و سودآوری برای سهامداران منجر می شود یا خیر؟ آن ها پی بردند، خوش بینی مدیریت، باعث رفع مشکلات کم سرمایه گذاری ناشی از نا اطمینانی اقتصادی شدید شده و سرمایه گذاری را افزایش می دهد. همچنین در دوره های کاهش تعرفه واردات و بحران مالی جهانی؛ سرمایه گذاری، بازده غیرعادی و ارزش شرکت برای شرکت هایی که از مدیران خوش بین بیشتری بهره مندند، بالاتر است.

محافظه کاری مدیریت یکی دیگر از ویژگی های مدیریت است که در آن به شناخت کندتر درآمدها، شناخت سریع تر هزینه ها، ارزیابی کمتر دارایی ها و ارزیابی بیشتر بدهی ها اقدام می کنند. چوآبی و پیخ (۲۰۱۷) نشان دادند که خوش بینی مدیریت بر محافظه کاری مدیریت منفی و معناداری دارد و بهتر است شرکت ها، مدیران با اعتماد به نفس بیشتری استخدام کنند، زیرا به ارائه گزارش های مالی محافظه کارانه تری تمایل دارند و سودآوری و رشد اقتصادی شرکت را افزایش می دهند. علاوه بر این، یافته ها از تأثیر منفی و معناداری سن مدیریت شرکت بر محافظه کاری اعمال شده حکایت داشت و مدیران جوان در مقایسه با مدیران مسن در تصمیم ها و رفتارهای سازمانی، از اعتماد به نفس بالاتر و ریسک پذیری بیشتری برخوردار بودند.

کوته بینی مدیریت پدیده ای است که کارایی بازار را تهدید می کند، به تصمیم های مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت بازار منجر می شود و با متوسط پایین رشد درآمد و سوددهی همراه است. یافته های پژوهش چانگ، هیلاری، کانگ و ژانگ (۲۰۱۵) بیانگر آن است که گزارشگری مالی محافظه کارانه تر مدیریت به کاهش نوآوری، چرخه توسعه محصول طولانی تر و کاهش فعالیت های پژوهش و توسعه منجر می شود و تشدید کوتاه بینی مدیریت را موجب شده و منافع مالی و اقتصادی کمتری به همراه خواهد داشت. دقت پیش بینی مدیریت نیز منعکس کننده میزان نزدیکی سود پیش بینی شده توسط مدیریت با سود واقعی هر سهم است که باعث اتکای بیشتر بازار سرمایه به اطلاعات منتشر شده توسط شرکت ها می شود.

افزایش کیفیت گزارشگری مالی و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی موجب کاهش نوسان بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها می‌شود (مقدم و همکاران، ۱۳۹۰). پس در این میان، جایگاه مدیرانی شرکت به‌عنوان نهاد هدایت‌کننده‌ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به‌منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده‌دارد بیش‌ازپیش اهمیت می‌یابد (مکرمی، ۱۳۸۲)؛ بنابراین رمز موفقیت یک شرکت، در گرو هدایت مطلوب آن است. به‌گونه‌ای که می‌توان ادعا کرد راز جاودانگی شرکت‌های معروف و خوش‌نام برخورداری آن‌ها از یک مدیران مؤثر و کارا نهفته است. در ادبیات حاکمیت شرکتی، نقشه‌ای متفاوتی برای مدیران ذکر شده است. از جمله نقش مدیران به‌عنوان نهاد ناظر بر عملکرد مدیران اجرایی شرکت در جهت حفظ حقوق و منافع سهامداران که بر این نقش، فاما و جنسن (۱۹۸۳) در تئوری نمایندگی، تحت عنوان نقش نمایندگی مدیران تأکید کرده‌اند. نتایج مطالعات و بررسی‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که مدیران در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش بااهمیتی ایفا می‌کند. برای جلوگیری از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، سهامداران نیز می‌توانند راهکارهایی را در پیش گیرند تا از منافع شخصی مدیران تا اندازه‌ای جلوگیری نمایند لازم این امر داشتن مدیرانی با انگیزه و قوی است. یک قرارداد پاداش مؤثر و کارآمد باعث انگیزه مدیر می‌شود تا ارزش شرکت را به حداکثر برساند. پرداخت پاداش به مدیران بر اساس عملکرد و بازده آن‌ها ضمن تقویت نظام حاکمیت شرکتی، نقش هدایت و نظارت مدیران را افزایش می‌دهد. از آنجایی که مدیران سعی در کسب بیشترین پاداش هستند به منافع بلندمدت سهامداران توجهی ندارند؛ بنابراین ممکن است مدیر در راستای منافع سهامدار عمل نکند. به‌طور کلی، تصور می‌شود که جوایز مدیریت راه‌حل اصلی مشکل نمایندگی است. طبق این باور، اگر مدل مناسبی برای پرداخت پاداش ایجاد شود؛ مدیران به نفع سهامداران و وام‌دهندگان کار می‌کنند. با توجه به مطالب ذکر شده؛ در این پژوهش به بررسی رابطه بین ویژگی مدیران با بازده غیرعادی سهام پرداخته شده است.

۲- روش پژوهش

این تحقیق از لحاظ هدف آن، تحقیق کاربردی و توصیفی است که در پی توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری است؛ و به این دلیل که می‌تواند مورد استفاده طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی قرار گیرد از نوع کاربردی است و با توجه به ماهیت پژوهش از روش همبستگی برای بررسی فرضیه‌ها استفاده شده است. داده‌های این تحقیق بر اساس ارقام واقعی بورس سهام و اطلاعات و صورت‌های مالی شرکت‌ها است. داده‌های مورد نیاز، از پایگاه‌های اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار و گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت کدال تأمین شده است. سپس بر اساس اطلاعات بدست آمده از هرکدام از شرکت‌ها در طول دوره پژوهش داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش پس از مرتب‌سازی با استفاده از برنامه‌های موردنظر و روش‌های آماری مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. غالباً در دنیای تمرین بهتر است نمونه‌گیری به روش سیستماتیک انجام شود. در این روش ابتدا شرایط انتخاب نمونه تعریف شده و سپس نمونه‌های بدون شرایط ذکر شده از نمونه حذف می‌شوند؛ اما با توجه به روش تحقیق و فرضیه‌ها می‌توان معیارهایی را برای کاربرد در نمونه‌گیری تعریف کرد. از این جهت روش نمونه‌گیری این تحقیق، روش حذفی سیستماتیک است. از آنجاکه جامعه آماری تحقیق، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد؛ لذا تنها شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر هستند جزء نمونه محسوب می‌شوند:

✓ شرکت‌ها باید اطلاعات کامل را برای همه‌ی صورت‌های مالی مانند ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت گردش وجوه نقد دارا باشند.

✓ سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.

✓ سال‌های موردبررسی مربوط به سال ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می‌باشد

✓ شرکت‌ها باید طی دوره‌ی زمانی تحقیق در بورس اوراق بهادار فعالیت داشته باشند.

✓ طی دوره‌ی زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.

✓ شرکت‌های موجود در یک صنعت بیشتر از هفت شرکت باشند.

✓ شرکت‌ها از نوع سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای نباشند.

لذا با توجه به روش حذف سیستماتیک تعداد ۹۵ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردیدند. بنابراین با در نظر گرفتن بازه زمانی ۵ ساله، تعداد مشاهدات شرکت‌ها به ۴۷۵ شرکت رسید.

آزمون‌های نرمال بودن اجزای خطا، آزمون ریشه واحد ۲ (مانایی)، آزمون هم‌انباشتگی کائو، روش‌های تخمین با استفاده از داده‌های ترکیبی، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن، ناهمسانی واریانس‌ها، خود همبستگی و آزمون سوبل توسط نرم‌افزار Eviews، Stata و آزمون سوبل قرار گرفته است.

۳- یافته‌ها

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه‌ای متغیرها جهت برآورد و تخمین مدل‌ها و بررسی آن‌ها، ابتدا از شاخصه‌ای توصیفی مربوط به متغیرها استفاده می‌شود. نتایج مربوط به مقدار شاخصه‌ای توصیفی متغیرها در جدول (۱) گزارش شده است. یکی از مهمترین استفاده‌ای که می‌توان از جدول آمار توصیفی داشت، قضاوت در مورد نرمال یا غیرنرمال بودن داده‌ها است. تست چاکرا آزمونی است که برای این بررسی بیشتر عمومیت دارد. این آماره نشان می‌دهد که متغیرهای پژوهش دارای توزیع نرمال نمی‌باشند؛ زیرا با توجه به احتمال مربوطه ($P\text{-value} < 0/05$) فرض صفر آزمون مبنی بر نرمال بودن داده‌ها رد می‌شود.

انحراف معیار نشان دهنده نحوه پراکندگی داده‌ها، حول مقدار میانگین همان داده‌ها است. در بین متغیرهای پژوهش نسبت اعضای غیر موظف در مدیران با انحراف معیار $۰,۱۵۲۱۶۷$ ، کمترین پراکندگی را داشته لذا متمرکزتر بوده و از دقت بیشتری برخوردار است؛ و تعداد جلسات مدیران با انحراف معیار $۴,۹۵۶۴۲۸$ نسبت به متغیرهای دیگر پراکنده‌تر بوده و از دقت کمتری برخوردار است. میانگین، به‌عنوان یکی از پارامترهای اصلی، مرکز ثقل جامعه را نشان می‌دهد و به‌عبارت‌دیگر نشان می‌دهد که؛ اگر تمام مشاهدات انجمن به‌طور متوسط باشد، تغییری در کل داده‌های جامعه ایجاد نمی‌شود. به‌عنوان نمونه با توجه به میانگین متغیرهای پژوهش در جدول ۱ مشاهده می‌شود که؛ در متغیر اندازه مدیران، تعداد اعضای مدیران بین ۳ تا ۷ می‌باشد؛ که میانگین آن ۵ می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	ماکسیمم	مینیمم	انحراف م	مقدار چاک برا	احتمال	تعداد مشاهدات
اندازه مدیران	۴.۹۵۳۶۸۴	۵.۰۰۰۰۰	۷.۰۰۰۰	۴.۰۰۰۰	۰.۳۷۵۹۱۳	۲۳۴۶.۵۱۵	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
نسبت اعضای غیرموظف در مدیران	۰.۶۴۰۸۶۷	۰.۶۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۰.۲۰۰۰۰	۰.۱۵۲۵۶۳	۵۰.۹۵۲۷۴	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	۰.۸۳۳۶۸۴	۱.۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۳۷۲۷۵۶	۲۸۳.۳۷۵۷	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
دانش مدیران	۰.۵۵۲۲۷۴	۰.۵۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۲۵۶۸۳۱	۹.۲۲۲۳۶۷	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
تنوع جنسیت	۰.۰۴۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۱۹۶۱۶۶	۹۶۹۴.۶۵۲	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
تعداد جلسات مدیران	۱۴.۲۰۸۴۲	۱۲.۰۰۰۰	۴۵.۰۰۰۰	۴.۰۰۰۰	۴.۹۵۶۴۲۸	۳۱۸۰.۵۶۹	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
بازده غیرعادی سهام	۰.۲۶۰۱۸۹	۰.۰۰۰۰۰	۴.۱۷۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۴۸۷۰۵۶	۱۹۸۷.۴۱۹	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
قابلیت مقایسه صورت‌های مالی	-۱۲.۷۰۵۲۵	-۱۲.۲۸۱۵۶	-۱۰.۸۶۸۲۰	-۱۵.۷۳۷۲۹	۱.۰۹۳۹۹۲	۴۳۲.۷۲۲۸۸	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
اندازه شرکت	۶.۱۰۰۱۳۶	۵.۹۸۹۸۵۵	۸.۰۱۴۷۱۲	۵.۰۵۵۲۴۵	۰.۵۴۹۰۳۰	۱۴۲.۰۴۷۹	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
اهرم مالی	۰.۶۲۶۹۸۴	۰.۶۳۷۰۳۶	۱.۵۶۷۲۹۱	۰.۰۰۷۱۱۵	۰.۲۱۵۶۶۹	۳۶.۵۳۷۵۷	۰.۰۰۰۱	۴۷۵
فرصت رشد	۱.۴۸۰۶۲۹	۱.۳۰۵۹۳۵	۵.۰۷۱۸۱۶	۰.۰۰۷۱۱۵	۰.۶۳۴۵۷۵	۱۱۸۱.۶۰۰	۰.۰۰۰۱	۴۷۵

جدول ۲- آزمون متغیرهای پژوهش

متغیرها	لیون، لین و چوی		نتیجه	ایم پسران شین		نتیجه
	مقدار آماره	احتمال آماره		مقدار آماره	احتمال آماره	
اندازه مدیران	-۱۳.۲۵۶۱	۰.۰۰۰۱	مانا	-۱.۲۱۳	۰.۰۰۰۱	مانا

جدول ۳- بررسی مانایی متغیرهای پژوهش

متغیرها	نتیجه	تاریخ	نتیجه	تاریخ	نتیجه	تاریخ
نسبت اعضای غیرموظف در مدیران	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۱.۵۱۳	۰.۰۰۰۱	مانا
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۲.۲۱۴	۰.۰۰۰۱	مانا
دانش مدیران	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۱.۶۱۳	۰.۰۰۰۱	مانا
تنوع جنسیت	نامانا	۰.۶۲۸۳	مانا	۰.۳۲۷۲۵	۰.۰۰۰۱	نامانا
تعداد جلسات مدیران	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۲.۷۱۴	۰.۰۰۰۱	مانا
بازده غیرعادی سهام	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۱.۰۱۴	۰.۰۰۰۱	مانا
قابلیت مقایسه صورت‌های مالی	مانا	۰.۰۰۰۱	مانا	-۱.۰۶۹۴۲	۰.۰۰۰۱	مانا
اندازه شرکت	نامانا	۰.۸۸۳۲	مانا	۱.۱۹۱۲۱	۰.۰۰۰۱	نامانا
اهرم مالی	نامانا	۰.۴۹۵۳	مانا	-۰.۰۱۱۸۸	۰.۰۰۰۱	نامانا
فرصت رشد	مانا	۰.۰۰۳۰	مانا	-۲.۷۵۰۱۱	۰.۰۰۰۱	مانا

قبل از تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، پایایی متغیرها را مورد بررسی قرار می‌دهیم. پایایی متغیرها به این معنی است که میانگین، واریانس و کوواریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به عبارتی؛ قبل از این که مدل را تخمین بزنیم بایستی بررسی کنیم که آیا تک‌تک متغیرها مانا می‌باشند و یا اگر مانا نیستند، آیا بین آن‌ها رابطه بلندمدت وجود دارد یا خیر (وجود رابطه بلندمدت به معنی مانا بودن جمله خطا است). به‌کارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو پایا هستند. اگر متغیرهای الگو ناپایا یا دارای ریشه واحد باشند، در این صورت آزمون‌های F و t معمول از اعتبار لازم برخوردار نخواهند بود. به‌کارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو مانا هستند، برای بررسی مانایی هر یک از متغیرها آزمون‌های «لیون، لین و چوی» و «ایم، پسران، شین» استفاده کرده‌ایم. در این آزمون‌ها اگر احتمال آزمون کمتر از 0.05 باشد مانا بودن داده‌ها در سطح اطمینان 95% تأیید می‌شود. نتایج مانایی متغیرهای پژوهش به‌طور مختصر در جدول ۲ ارائه شده است.

برای اینکه متغیرها مانا باشند یا باید تک‌تک متغیرها مانا باشند که برای آزمون مانایی تک‌تک متغیرها آزمون ریشه واحد استفاده می‌کنیم و یا اینکه اگر تک‌تک متغیرها مانا نبودند باید وجود ارتباط بلندمدت بین متغیرها مورد بررسی قرار بگیرد که برای این کار آزمون هم‌انباشتگی کائو استفاده می‌کنیم. با توجه به اینکه نتایج دو آزمون لیون، لین و چون و ایم، پسران شین در رابطه با متغیرهای تنوع جنسیت، اندازه شرکت و اهرم مالی دارای نتایج متفاوتی می‌باشد؛ بنابراین باید به بررسی ارتباط بلندمدت بین متغیرها پرداخت.

۳-۱- بررسی رابطه بلندمدت بین متغیرهای پژوهش

جدول ۴- بررسی رابطه بلندمدت بین متغیرها

آزمون	مقدار آماره	احتمال آماره
کائو	-۱۰.۶۵۳۲۴	۰.۰۰۰۱

طبق جدول ۳ تمامی متغیرهای پژوهش بجز تنوع جنسیت، اندازه شرکت و اهرم مالی مانا می‌باشند. در رابطه با مانایی متغیرهای تنوع جنسیت، اندازه شرکت و اهرم مالی باید سراغ بررسی وجود هم‌جمعی بین متغیرها رفت. برای این کار آزمون هم‌جمعی کائو اجرا شده است که نتایج آن در جدول شماره ۴ آورده شده است. طبق جدول ۴ چون مقدار احتمال آماره کمتر از 0.05 می‌باشد بنابراین فرضیه H_0 رد می‌شود بنابراین بین متغیرها رابطه بلندمدت وجود دارد.

فرضیات آزمون کائو:

H_0 : بین متغیرها رابطه بلندمدت وجود ندارد.

H_1 : بین متغیرها رابطه بلندمدت وجود دارد.

۳-۲- بررسی هم‌خطی (همبستگی) متغیرهای توضیحی پژوهش

مدل پانل می‌تواند سبب کاهش مشکلات مربوط به هم‌خطی چندگانه ناشی از مدل‌سازی سری‌های زمانی تکی گردد. هم‌خطی که در رگرسیون‌های چند متغیره کاربرد دارد، نشان دهنده این است که بین متغیرهای مستقل رابطه خطی وجود دارد. به‌طور کلی ضرایب همبستگی بین ۱- تا ۱ سیر می‌کنند و رابطه بین دو متغیر می‌تواند مثبت یا منفی باشد. هر چه ضریب همبستگی به یک نزدیک‌تر باشد، میزان وابستگی دو متغیر بیشتر می‌باشد و بالعکس. بیشتر بودن ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل در یک مدل می‌تواند باعث مخدوش شدن نتایج رگرسیون شود. جهت بررسی همبستگی بین متغیرهای پارامتریک و دارای توزیع نرمال، از نتایج جدول همبستگی اسپیرمن استفاده شده است. رابطه بین دو متغیر می‌تواند مثبت یا منفی باشد. ضریب همبستگی یک رابطه متقارن می‌باشد، هرچه ضریب همبستگی به یک نزدیک باشد میزان وابستگی دو متغیر بیشتر می‌باشد و بالعکس. بیشتر بودن ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل در یک مدل باعث مخدوش شدن نتایج رگرسیون می‌شود. اگر ضریب همبستگی بالای 0.85 باشد احتمال بروز هم‌خطی بین متغیرهای مستقل را خواهیم داد؛ بنابراین با توجه به جدول ۵ هیچ همبستگی جدی بین متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

جدول ۵- نتایج همبستگی متغیرها با استفاده از آزمون اسپیرمن

متغیرها	قابلیت مقایسه	اندازه هیأت مدیره	دانش هیأت مدیره	ترکیب هیأت مدیره	دوگانگی نقش مدیرعامل	تنوع جنسیت	تعداد جلسات	اندازه شرکت	اهرم مالی	فرصت رشد
قابلیت مقایسه	۱									
اندازه هیأت مدیره	۰.۰۰۶۳	۱								
دانش مدیران	۰.۰۳۷۶	۰.۷۴۶۹	۱							
ترکیب هیأت مدیره	۰.۰۰۰۱	۰.۴۶۶۸	۰.۶۱۱۶	۱						
دوگانگی نقش مدیرعامل	۰.۰۳۸۱	۰.۰۳۵۰	۰.۱۲۳۳	۰.۶۰۴۵	۱					
تنوع جنسیت	۰.۰۱۷۱	۰.۵۱۵۴	۰.۳۶۹۹	۰.۶۶۳۵	۰.۲۴۸۲	۱				
تعداد جلسات	۰.۲۶۹۱	۰.۰۳۰۶	۰.۰۱۴۳	۰.۰۰۷۷	۰.۷۷۷۵	۰.۰۸۸۶	۱			
اندازه شرکت	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۰۱	۰.۰۰۰۷	۰.۲۹۷۱	۰.۱۳۳۵	۰.۱۰۵۲	۰.۰۰۱۳	۱		
اهرم مالی	۰.۰۶۶۱	۰.۰۱۸۱	۰.۰۰۰۴	۰.۰۰۰۱	۰.۰۱۱۴	۰.۷۷۰۹	۰.۱۴۳۱	۰.۷۲۵۵	۱	
فرصت رشد	۰.۰۰۱۱	۰.۰۸۲۷	۰.۰۱۵۸	۰.۱۴۴۵	۰.۵۴۳۳	۰.۰۳۲۱	۰.۰۳۰۵	۰.۳۵۳۱	۰.۰۰۰۱	۱

۳-۳- آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی: ویژگی‌های مدیران بر بازده غیرعادی سهام تأثیر معناداری دارد.

مدل مربوط به فرضیه:

$$AR_{it} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE + \beta_2 OUT + \beta_3 DUAL + \beta_4 BN + \beta_5 WMEMBER + \beta_6 NOBS + \beta_7 SIZE + \beta_8 LEVERAGE + \beta_9 GO + \epsilon_{it}$$

با توجه به جدول (۵) مدل فرضیه اول پژوهش دارای مشکل ناهمسانی بوده بنابراین از روش حداقل مربعات تعمیم یافته تخمینی (EGLS) برای تخمین مدل استفاده می‌شود؛ همچنین با توجه به جدول (۶) مدل فرضیه اصلی پژوهش دارای مشکل خودهمبستگی نمی‌باشد، بنابراین فرضیه اصلی مورد آزمون قرار می‌گیرد.

جدول ۶- آزمون فرضیه اصلی

متغیرها	ضرایب	آماره t	احتمال آماره
اندازه مدیران	۰.۰۵۰۳۷۳	۰.۹۵۸۶۷۴	۰.۳۳۸۲
دانش مدیران	-۰.۰۸۸۱۲۸	-۱.۲۵۵۳۲۲	۰.۲۱۰۰
ترکیب مدیران	-۰.۱۷۲۹۷۳	-۱.۴۳۰۶۳۸	۰.۱۵۳۲
دوگانگی نقش مدیرعامل	۰.۰۰۹۰۹۰	۰.۱۸۵۵۸۴	۰.۸۵۲۹
تنوع جنسیت	-۰.۲۲۹۶۰۷	-۲.۴۶۴۱۶۵	۰.۰۱۴۱
تعداد جلسات مدیران	۰.۰۰۰۶۶۰	-۰.۰۴۲۸۷	۰.۸۷۷۸
اندازه شرکت	۰.۰۷۶۹۴۶	۲.۰۰۳۷۰۶	۰.۰۴۵۷
اهرم مالی	۰.۰۵۲۵۷۵	۰.۵۸۱۵۰۹	۰.۵۶۱۲
فرصت رشد	۰.۳۵۷۰۳۱	۱۱.۲۹۸۲۸	۰.۰۰۰۱
متغیر ثابت	-۰.۸۷۳۶۷۳	-۲.۵۲۹۹۸۲	۰.۰۱۱۷
ضریب تعیین		۰.۲۲۳۴۶۱	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۲۰۹۴۵۱	
آماره دوربین واتسون		۲.۲۵۸۶۲۷	
آماره F		۱۴.۹۵۳۶۷	
احتمال آماره F		۰.۰۰۰۱	

با توجه به نتایج آزمون مدل اول که در جدول (۶) ارائه شده است؛ سطح معنی‌داری آماره $F (0,0001)$ کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار می‌باشد. آماره دوربین واتسون (۲,۲۵۸) در فاصله بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. علاوه بر آن نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می‌دهد که در دوره پژوهش ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترلی این آزمون بوده است.

بررسی ضرایب و سطح معنی‌داری ((P-Value متغیرهای برآورد شده نشان می‌دهد که از بین متغیرهای مستقل پژوهش تنها متغیر تنوع جنسیت بر اساس ضریب رگرسیونی $-0,22$ و احتمال $0,141$ تأثیر منفی و معناداری بر بازده غیرعادی سهام دارد. همچنین متغیر کنترلی فرصت رشد بر اساس ضریب رگرسیونی $0,35$ احتمال $0,0001$ و متغیر کنترلی اندازه شرکت با ضریب رگرسیونی $0,07$ و احتمال $0,045$ نیز تأثیر مثبت معنادار بر بازده غیرعادی سهام دارد.

۴- بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اصلی به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیران بر بازده غیرعادی سهام می‌پردازد. طبق تئوری بازار کارا؛ در بازار کارا در شکل قوی، قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات مربوط و موجود در بازار بوده و اطلاعات محرمانه به‌طور رایگان و بدون محدودیت در دسترس همه سرمایه‌گذاران در بازار قرار می‌گیرد. در صورت وجود چنین اطلاعاتی افرادی که به این اطلاعات دسترسی دارند می‌توانند از آن در جهت پیش‌بینی قیمت سهام استفاده نمایند و بدین ترتیب هیچ‌گونه بازده غیرعادی بدست نخواهد آمد؛ بنابراین می‌توان این‌گونه استدلال نمود که در صورت کاهش بازدهی غیرعادی می‌توان بازار سرمایه را به سمت مدل بازار کارا سوق داد و از مزایای چنین مدلی بهره‌مند شد. از این‌رو کاهش در بازده غیرعادی صرفاً از طریق شناسایی عوامل مؤثر بر آن امکان‌پذیر می‌باشد. یکی از عوامل تأثیرگذار در بازدهی غیرعادی، عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد. اگر مجموعه اطلاعاتی، پیش از ارائه به عموم در اختیار فرد خاصی قرار گیرد او خواهد توانست به‌وسیله آن اطلاعات به بازده غیرعادی دست یابد که این امر تأکیدی بر ارزش اطلاعات است (ودیدی و حسینی، ۱۳۹۱).

حاکمیت شرکتی درست، در حمایت از سرمایه‌گذاران نقش دارد و به ناظران امکان می‌دهد تا به فرآیندها داخلی شرکت بیشتر اتکا کنند؛ تدوین نظام حاکمیت شرکتی در راستای افزایش کارایی و اثربخشی هیات مدیره و مدیریت ارشد در ایجاد و استقرار نظام نظارت کارآمد می‌باشد؛ علاوه بر این، پیش‌نویس آیین‌نامه حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز مورد توجه قرار گرفته است؛ انتظار می‌رود استقرار نظام حاکمیت شرکتی به اجرای اثربخش وظایف هیات مدیره و رعایت الزامات قانونی کمک مؤثری نماید؛ و موجب کارایی بیشتر شرکت‌ها در تمام زمینه‌ها حتی در زمینه کسب سود و بازده می‌شود.

طبق نتایج بدست آمده آزمون فرضیه اصلی مشخص گردید که از بین ویژگی‌های مدیران، تنوع جنسیت در مدیران یعنی وجود اعضای زن در مدیران تأثیر منفی و معنی‌داری بر بازده غیرعادی سهام دارد. همزمان با بهبود وضعیت زنان در جامعه و آشکار کردن استعدادها و شایستگی‌های فراوان آن‌ها در این زمینه و همچنین تأیید اینکه زنان می‌توانند به بهترین وجه در خارج از خانه حضور داشته باشند، توانایی آن‌ها در انجام امور اجرایی و مدیریتی از قبل روشن است. از نظر دین اسلام زنان می‌توانند در عرصه‌های مختلف شغلی و مدیریتی با حفظ موازین اسلامی ظاهر گردیده و حضور فعال داشته باشند. در کشورهای اروپایی نظیر نروژ، حضور مدیران زن در شرکت‌های نروژی را با اهمیت دانسته و از ژانویه ۲۰۰۸ قانونی به تصویب رسیده که شرکت‌ها می‌بایست ۴۰٪ از کرسی‌های مدیریت را به مدیران زن اختصاص دهند. همچنین در انگلستان همانند نروژ قانونی به تصویب رسیده است که ۳۰٪ مدیران شرکت‌ها، از زنان تشکیل شده باشد (آدامز و همکاران، ۲۰۰۹). وضع چنین قوانینی در کشورهای پیشرفته اروپایی و آمریکایی دلالت بر اهمیت موضوع و نیز وجود حساسیت بر امور زنان و بکارگیری نیمی از قشر جامعه در مناصب مدیریتی در سازمان‌ها و شرکت‌های عظیم تولیدی و خدماتی است. تعهد کاری به هنگام انجام مسئولیت، انگیزه فراوان جهت پیشبرد امور به نحو احسن، حس رقابت در محیط کار نسبت به هم‌تایان خود (مدیران مرد)، حضور بیشتر در کمیته‌های نظارت و دیگر ویژگی‌های شخصیتی و کاری مدیر زن، اثرات بسزایی در تصمیم‌گیری‌های مالی در مدیران شرکت‌ها و سازمان‌ها دارد و همچنین موجب ارتقاء عملکرد شرکت، افزایش رضایت‌مندی سهامداران و بالا رفتن بازدهی شرکت خواهد شد. پژوهش‌های بسیاری در خصوص نقش زنان در جامعه و مشارکت آنان در عرصه‌های گوناگون در کشورهای مختلف انجام شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که زنان همانند هم‌تایان مرد خود می‌توانند در بسیاری از امور مشارکت نموده و از بازدهی بالایی برخوردار باشند. همچنین پژوهش‌های به عمل آمده در تئوری‌های سازمانی حاکی از آن است که تفاوت‌های جنسیتی و وجود مدیران زن و مرد در کنار هم در کرسی‌ها و مدیران شرکت‌ها منجر به بالا رفتن حساسیت و بررسی‌های آگاهانه‌تر نسبت به گزارشات می‌شود. همچنین بحث گفتمان در مورد مسائل سخت و مهم اغلب توسط مدیران مرد ناخوشایند به نظر می‌رسد.

هووس و همکاران (۲۰۰۶) بیان نموده اند که حضور زنان در مدیران می‌تواند، رفتار مدیران و اثربخشی آن را بهبود ببخشد. همچنین مدیران زن دارای تفکرات مستقل‌تری نسبت به مدیران مرد می‌باشند و روند نظارت را بهبود می‌بخشند. تنها به این دلیل

که زنان در مدیران شرکت‌های بزرگ تمایل بیشتری برای حضور در جلسات هیأت نسبت به جنس مخالف خود دارند. والف (۲۰۰۶) رویه‌های کارآمدی راهبردی شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. به‌عبارتی‌دیگر، طبق مبانی نظری حاکمیت شرکتی باکیفیت، از تأثیر نوسانات اقتصادی و اجتماعی موجود در جامعه بر شرکت‌ها می‌کاهد و وضعیت شرکت را در حالتی متعادل قرار خواهد داد؛ و امکان کسب نتایجی را ممکن می‌سازد که با نتایج مورد انتظار تفاوت چندانی نداشته باشد. در واقع طبق مبانی نظری انتظار می‌رفت حاکمیت شرکتی و بخصوص داشتن مدیران کارآمد، تأثیر منفی و معناداری بر مازاد بازده داشته باشد ولی بر اساس نتایج مشاهده نمودیم این دو متغیر تأثیر معناداری بر یکدیگر ندارند و فقط تنوع جنسیت بر بازده غیرعادی تأثیرگذار بوده است. یکی از علل آن می‌تواند رتبه پایین اکثر شرکت‌های بورسی در کیفیت حاکمیت شرکتی باشد. همچنین به جرأت می‌توان گفت برخی المان‌های این آیین‌نامه نظیر کمیته‌های مدیران در بیشتر شرکت‌های بورسی ایجاد نگردیده و یا افشا نشده است که یکی علل عدم رعایت این موارد می‌تواند عدم وجود سازوکار نظارتی مناسب و کارآمد در مورد اعمال صحیح حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها باشد. بکارگیری زنان نه تنها در مسائل اجتماعی و سیاسی بلکه در امور اقتصادی نیز می‌تواند اثرات بسزایی داشته باشد. حضور زنان در مدیران شرکت‌های تولیدی و خدماتی و همچنین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس طی تحقیقات به عمل آمده مؤثر بوده است. حضور مدیر زن در راس سازمان به‌عنوان مدیرعامل و یا به‌عنوان عضو زن مدیران شرکت اثرات مثبتی می‌تواند بر بهبود عملکرد با نظارت بیشتر از طرف مدیر زن با توجه به ویژگی شخصیتی آن‌ها و نیز ارتقا کیفیت ارائه گزارشات مالی، افزایش کارایی شرکت، افزایش بازدهی داشته باشد (گرکز و بیابانی، ۱۳۹۳).

با توجه به اینکه معیارهای ویژگی‌های مدیران که در این پژوهش از آیین‌نامه نظام حاکمیت شرکتی مصوب بورس اوراق بهادار استخراج شده است، لذا به نهادهای مربوطه پیشنهاد می‌شود در تدوین مقررات از موارد ذکر شده در این پژوهش هم بهره ببرند همچنین توصیه می‌شود در تدوین آیین‌نامه‌های مربوط بیشتر به محتوا و اثربخش بودن مؤلفه‌های آن توجه شود تا به شکل آن‌ها. همچنین در تدوین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به تفکیک دقیق وظایف مدیران اجرایی از رئیس و نائب رئیس مدیران توجه اساسی نمایند.

منابع

۱. بیابانی، سروش؛ گرکز، منصور. (۱۳۹۳). فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال سوم، شماره ۱۲.
۲. حقیقت، حمید؛ علوی، سید مصطفی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین شفافیت سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال پنجم، شماره اول، شماره پیاپی ۱۵، صفحه ۱ تا ۱۲.
۳. مقدم، عبدالکریم؛ احمدی نژاد، مصطفی؛ جوانمردی، سلطان. ۱۳۹۰. رابطه بین کیفیت گزارشگری مالی و پراکندگی بازده غیرعادی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال اول، شماره ۳، صفحه ۱۹ تا ۳۴.
۴. ودیعی، محمدحسین؛ حسینی، سیدمحمد. ۱۳۹۱؛ رابطه معیارهای ارزیابی عملکرد و بازده غیرعادی سهام، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۱، شماره ۴، صفحه ۷۳ تا ۸۴.
۵. حقیقت، حمید و بشیری، وهاب. (۱۳۹۱). بررسی رابطه انعطاف پذیری مالی و ساختار سرمایه. مجله دانش حسابداری، ۳(۸)، ۴۹-۷۱.
۶. راعی، رضا؛ تلنگی، احمد. (۱۳۹۱). مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران: نشر سمت.
7. Adams, R., and D. Ferreira. 2009. Women in the boardroom and their impact on governance and performance. *Journal of Financial Economics* 94 (2): pp. 291-309. 23.
- Adams, R., S. Gray, and J. Nowland. 2010. Is there a business case for female directors? Evidence from the market reaction to all new director appointments. Working paper, City University of Hong.
8. Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control *Journal of Law and Economics*, Vol. 26. 327-349 "
9. Huse, M. & Solberg, A. G. (2006). Gender related boardroom dynamics: How Scandinavian women make and can make contributions on corporate boards. *Women in Management Review*, 21(2), 113-130
10. Johari, N., Mohd Saleh, N., Jaffar, R. & Sabri Hassan, M. (2008). The influence of board independence, competency and ownership on earnings management in Malaysia. *Journal of Economics and Management*, 2(2), 281-306. 28.