

تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود؛ نقش تعدیل گری اندازه شرکت

سید محسن موسوی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

mousavi1124@yahoo.com

میثم عرب زاده

گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

arabzadeh62@yahoo.com

محمد علی پور

گروه حسابداری، واحد خلخال، دانشگاه آزاد اسلامی، خلخال، ایران. (نویسنده مسئول)

uniclass.alipoor@gmail.com

امید فرجی

گروه حسابداری، پردیس فارابی دانشگاه تهران، قم، ایران.

omid_faraji@ut.ac.ir

علی اکبر فرزین فر

گروه حسابداری، واحد کاشان، دانشگاه آزاد اسلامی، کاشان، ایران.

farzinfar_47@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۱۱/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۰۹

چکیده

این پژوهش به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود با توجه به اثر تعدیل گری اندازه شرکت می‌پردازد. جهت انجام پژوهش از داده‌های ترکیبی و نمونه‌ای متشکل از ۱۲۷۲ مشاهده بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۱ از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی و GMM سیستمی استفاده شد. یافته‌های پژوهش نشان داد که اعمال حاکمیت شرکتی موثر منجر به افزایش ضریب واکنش سود می‌گردد و اندازه شرکت تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود را تضعیف می‌کند. نتایج تحقیق با استفاده از روش GMM سیستمی نیز نشان داد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معنادار بر ضریب واکنش سود دارد و اندازه شرکت اثر منفی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود دارد. بر اساس نتایج پژوهش که با استفاده از روش‌های مختلف بدست می‌توان عنوان کرد که حاکمیت شرکتی در ایران نمادین نیست و بر رفتار سهامداران اثر گذار است. وضع حاکمیت شرکتی اثر بخش باعث بالاتر رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات اعلامی شرکت‌ها و واکنش بهتر سهامداران به اطلاعات اعلامی شرکت‌ها می‌گردد. همچنین اندازه شرکت نقش تعاملی مهمی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود دارد.

واژه‌های کلیدی: ضریب واکنش سود، حاکمیت شرکتی، اندازه شرکت، متغیر تعدیل گر

۱- مقدمه

دانش‌افزایی این مطالعه نسبت به ادبیات موجود تحقیق به چند قسمت تقسیم می‌شود: ابتدا، دانش‌افزایی تئوریک پژوهش با ارائه یک مفهوم جامع در مورد نحوه اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی و همچنین تأثیر آن بر ضریب واکنش سود سپس پاسخگویی به این سؤال منحصربه‌فرد که در شرکت‌های با اندازه بزرگ‌تر، حاکمیت شرکتی چقدر بر ضریب واکنش سود اثرگذار خواهد بود؟ دوم این که در این مطالعه نقش تعدیلگر اندازه شرکت‌ها بررسی شده است. سوم این که علی‌رغم تفاوت‌های زیادی که در خصوص اندازه‌گیری معیارهای حاکمیت شرکتی در مطالعات مختلف وجود دارد این مقاله به فهم رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود بر اساس نقش اندازه شرکت در یک کشور در حال توسعه کمک بسزایی خواهد کرد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

تئوری علامت‌دهی به‌عنوان یکی از نظریه‌های مرتبط با ضریب واکنش سود بیان می‌کند که تصمیمات مالی شرکت‌ها علامت‌هایی هستند که توسط مدیران شرکت به سرمایه‌گذاران ارسال می‌شود تا عدم تقارن‌های اطلاعاتی را متزلزل کنند. در مورد نحوه اندازه‌گیری ضریب واکنش سود اجماع نظر جامع وجود ندارد و تعاریف متعددی صورت پذیرفته است. در تعاریف اولیه ضریب واکنش سود ضریب به متغیر سود در رگرسیون بازده و سود اطلاق گردیده است (پنمن^۲، ۱۹۹۲). ایستون و زمیسکی^۳ (۱۹۸۹) ضریب واکنش سود را ضریب متغیر سود غیرمنتظره در رگرسیون بازده غیرعادی و سود غیرمنتظره می‌دانند. اسکات^۴ (۲۰۰۶) ضریب واکنش سود را بازده غیرعادی اوراق بهادار در واکنش به سود غیرمنتظره شرکت نشردهنده اوراق عنوان می‌کند. وجه مشترک تمامی تعاریف و پژوهش‌های صورت پذیرفته در این حوزه معین کردن معیاری برای اندازه‌گیری واکنش به سود است. در ابتدایی‌ترین تحقیقات در مورد ضریب واکنش سود فقط به سود توجه می‌شد؛ اما با تکامل این تحقیقات سایر عوامل مؤثر بر واکنش سهام‌داران نیز مورد توجه قرار گرفت.

استقرار نظام مطلوب حاکمیت شرکتی باعث جلب اعتماد سرمایه‌گذاران گردیده و هرچه این ساختار بهبود یابد و از درجه شفافیت بیشتری برخوردار باشد عملکرد شرکت متناسب با آن بهبود خواهد یافت و موجب سرمایه‌گذاری بیشتر و ارتقا ارزش شرکت در بازار می‌گردد (آخوندی و عبدالمجید، ۱۴۰۱). تئوری‌های نمایندگی، مباشرت، ذینفعان و وابستگی منابع که ناشی از

انتشار هر رویدادی که حاوی اطلاعات شرکت باشد بر قیمت سهام و حجم معاملات اثرگذار است. تعداد معاملات در دوره انتشار گزارش‌ها مالی نسبت به دوره‌های پیشین افزایش می‌یابد، این واکنش بازار به قیمت سهام نشان‌دهنده مفهوم ضریب واکنش سود است (پولونگان و همکاران^۱، ۲۰۱۸). اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات اعلامی شرکت‌ها و کاهش مخاطرات سرمایه‌گذاری جز با تدوین و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب به وقوع نخواهد پیوست. وضع حاکمیت شرکتی مناسب باعث به حداقل رساندن تضاد منافع میان اقلیت و سهام‌داران نهادی، مدیران و سایر ذی‌نفعان می‌گردد و باعث خواهد شد مخاطراتی نظیر مدیریت سود، عدم تقارن اطلاعاتی، گزارشگری مالی متقلبانه، شناسایی سودهای موهومی و سایر رفتارهای فرصت‌طلبانه که منجر به پدیده شکست بازاری می‌شود به حداقل برسد. هدف از اعمال حاکمیت شرکتی اطمینان‌یافتن از وجود چهارچوبی است که می‌تواند توازن میان آزادی عمل و پاسخگویی مدیریت و منافع سایر ذی‌نفعان را فراهم آورد (صراف و همکاران، ۱۴۰۱). در نتیجه شاهد افزایش اعتماد سهام‌داران به اطلاعات منتشره و واکنش پخته‌تری نسبت به اطلاعات اعلامی خواهیم بود. ساختار حاکمیت شرکتی در کشورهای مختلف باتوجه به نیاز، قوانین، فرهنگ و سایر عوامل دخیل بر تدوین حاکمیت شرکتی متفاوت است در نتیجه رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود در بازارهای مالی مختلف می‌تواند گوناگون باشد. این تفاوت را می‌توان به عناصری جدای از حاکمیت شرکتی متفاوت در بازارهای مالی مختلف و یا روش‌های گوناگون اندازه‌گیری آماری به متغیرهای گوناگون اثرگذار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود از جمله اندازه شرکت نسبت داد. دارایی بیشتر شرکت را به سمت ایجاد نوآوری‌های جدید برای توسعه شرکت سوق می‌دهد؛ بنابراین مشاهده می‌شود که شرکت‌های بزرگ از اعتماد بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک برخوردار و بیشتر مورد توجه بازار هستند، در نتیجه پاسخی که بازار نسبت به انتشار اطلاعات از سوی این شرکت‌ها می‌دهد مثبت‌تر خواهد بود بعلاوه شرکت‌های بزرگ‌تر به علت ارتباط گسترده‌تر و وجود ذی‌نفعان بیشتر مستلزم نظارت و وضع کنترل‌های داخلی و حاکمیت شرکتی قوی‌تر هستند؛ لذا این پژوهش سعی دارد تا با بررسی اثر تعاملی اندازه شرکت بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود این خلأ را در ادبیات تحقیق پر نماید.

³ Easton & Zmijewski⁴ Scott¹ Pulungan et al² Penman

متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود تأکید کردند. مطالعاتی که تاکنون تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود را مورد بررسی کرده‌اند هرکدام از چندین جنبه حاکمیت شرکتی را مورد توجه قرار داده‌اند؛ بنابراین شواهد قطعی از چنین ارتباطی وجود ندارد و نمی‌توان به طور قاطع بیان کرد حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود مؤثر است. در نتیجه فرضیه اول به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱: حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود تأثیر معنی داری دارد.

اندازه شرکت در مطالعات گوناگون بیانگر جنبه‌های مختلفی از شرکت است. از دیدگاه تئوری با بزرگ‌تر شدن شرکت، مالکین، سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان افزایش پیدا کرده و به‌ناچار شفافیت و پاسخگویی نیز افزایش پیدا خواهد کرد. تئوری ذی‌نفعان نیز موید این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و اثر آنها بر جامعه چنان است که علاوه بر سهام‌داران باید به بخش‌های بیشتری از جامعه پاسخگو باشند. این‌گونه به نظر می‌رسد که حاکمیت شرکتی مناسب باعث اطمینان‌بخشی به سرمایه‌گذاران شده و برآیند کاراتری در شرکت‌های بزرگ‌تر دارد. از نظر فعالان بازار سرمایه شرکت‌های بزرگ‌تر دارای اعتبار بالاتر و سرمایه‌گذاران بیشتری به خود جلب می‌کنند و بازار به اطلاعات اعلامی این شرکت‌ها توجه بیشتری می‌نماید در نتیجه فرصت‌های بیشتری برای رشد خواهند داشت.

در این راستا ساری و رخمایا^{۱۱} (۲۰۲۰)؛ فریان و همکاران^{۱۱} (۲۰۲۳)؛ کاترینا و آلمیلا^{۱۲} (۲۰۱۹) نشان دادند اندازه شرکت تأثیر مثبت و قابل توجهی بر ضریب واکنش سود دارد. در واقع کل دارایی‌های متعلق به شرکت می‌تواند اندازه شرکت را بزرگ‌تر، سود ایجاد شده را پایدارتر و توانایی شرکت برای کسب سود را بیشتر نشان دهد و بازار را به پاسخ مثبت‌تر و توجه بیشتری به اطلاعات اعلامی شرکت سوق داده در نتیجه سرمایه‌گذاران با اعتمادبه‌نفس بالاتری در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند. باین‌وجود، ایروان و تالپیا^{۱۳} (۲۰۲۱) استدلال می‌کنند که اندازه شرکت بر ضریب واکنش سود تأثیر نمی‌گذارد. نتایج تحقیقات مشایخی و عقیل^{۱۴} (۲۰۱۶) در خصوص رابطه اندازه شرکت و ضریب واکنش سود نیز نشان داد رابطه معناداری بین اعلامیه‌های سود و بازده غیرعادی در بازه زمانی اعلامیه‌های سود در شرکت‌های کوچک و متوسط وجود

دیدگاه‌های مالی، اقتصاد سیاسی، سازمانی و اجتماعی می‌باشند روابط میان مدیران حاکم بر شرکت، مالکان و منافع آنها با ذینفعان را از جنبه‌های مختلف مورد بررسی قرار داده‌اند. اگرچه تفاوت‌های چشمگیری بین چارچوب‌های نظری مختلف وجود دارد اما وجه مشترک تمامی تعاریف و تئوری‌های صورت پذیرفته در این خصوص وضع قوانین و مقررات شرکتی مناسب جهت رسیدن به اهداف عالی سازمان و رعایت حقوق کلیه ذی‌نفعان داخلی و خارجی، شفافیت و پاسخگویی می‌باشد (مالین^۱، ۲۰۱۶). تطبیق این تئوری‌ها با جریان واقعی شرکت‌ها می‌تواند باعث بالاتر رفتن کیفیت گزارشگری مالی و شفافیت اطلاعاتی بیشتر شرکت‌ها و منجر به اعتماد بیشتر و واکنش معقول‌تر سهامداران نسبت به اطلاعات اعلامی شرکت‌ها در بازار سرمایه گردد.

در این راستا ولانداری و هرکولانس^۲ (۲۰۱۵) نشان دادند که حاکمیت شرکتی خوب به دلیل آنکه راه‌حلی برای کاهش تعارضات نمایندگی است، می‌تواند به افزایش ضریب واکنش سود منتج شود. دونگ و ژو^۳ (۲۰۱۰)، متوجه شدند که سطح شفافیت حاکمیت به طور مثبت با ضریب واکنش سود تعامل دارد؛ بنابراین با حاکمیت شرکتی بهتر واکنش مثبت‌تری از بازار در یافت خواهیم کرد (لین و چانگ^۴، ۲۰۱۲). شین و کیم^۵ (۲۰۱۸) به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود و واکنش بازار پرداختند. آنها دریافتند حاکمیت شرکتی مؤثر توانایی شرکت برای ایجاد سود باکیفیت‌تر را بهبود می‌بخشد همچنین هرکدام از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تأثیرات متفاوتی بر رفتار سهام‌داران دارد. رازا و همکاران^۶ (۲۰۱۸) به بررسی اثر اندازه هیئت‌مدیره بر ضریب واکنش سود پرداختند نتایج تحقیقات آنها نشان داد که هیئت‌مدیره بزرگ به دلیل داشتن مهارت، دانش و قابلیت‌های بیشتر اثر قابل‌ملاحظه‌ای بر ضریب واکنش سود دارد. آرارات و همکاران^۷ (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت پرداختند. نتایج تحقیقات آنها نشان داد شاخصه‌های حاکمیت شرکتی از قبیل ساختار هیئت‌مدیره، رویه‌های هیئت‌مدیره، افشاء مالکیت و حقوق سهام‌داران منتج به سودآوری بالاتر و ارزش بالاتر شرکت در بازار می‌شود. باین‌حال ناتالیانتاری و همکاران^۸ (۲۰۲۰) بیان کردند که هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی اثر معناداری بر ضریب واکنش سود ندارد. آریستاواتی و راسمینی^۹ (۲۰۱۸) نیز بر عدم تأثیرگذاری

⁸ Nataliantari et al

⁹ Aristawati and Rasmini

¹⁰ Sari and Rokhmani

¹¹ Ferian et al

¹² Katarina and almila

¹³ Irwan and Talpia

¹⁴ Mashayekhi and Aghel

¹ Mallin

² Wulandari and Herkulanus

³ Dong and Xue

⁴ Lin & Chang

⁵ Shin and kim

⁶ Raza et al

⁷ Ararat et al

تحقیقات قبلی با ضریب واکنش سود رابطه داشته‌اند نیز به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته و به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

متغیر وابسته

ضریب واکنش سود

در این پژوهش نیز همانند پژوهش‌های معتبر صورت‌گرفته در حوزه ضریب واکنش سود از مدل کالینز و کوتاری^۲ (۱۹۸۹) برای محاسبه ضریب واکنش سود استفاده شده است:

$$AR_{it} = a + b (SUE_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

b: در رابطه فوق شیب منحنی که با b نشان داده شده است ضریب واکنش به سود نام دارد.

AR_{it} : بازدهی غیرعادی شرکت i در روز t. در این پژوهش بازده غیرعادی از تفاوت بازده تاریخی سهام (R_{it}) و بازده بازار (R_m) محاسبه شده است (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۳).

$$AR_{it} = R_{it} - R_m \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه فوق برای محاسبه بازده بازار (R_m) از بازده شاخص کل بورس اوراق بهادار به شرح زیر استفاده شده است:

$$R_m = \frac{I-I_0}{I_0} \quad \text{رابطه (۳)}$$

I: شاخص کل بورس در ابتدای سال.

I_0 : شاخص بورس در انتهای سال

برای محاسبه بازده تاریخی سهم (R_{it}) از رابطه زیر استفاده گردیده است:

$$R_{it} = \frac{P_1(1 + \alpha) + DPS - [P_0 + \alpha(1000)]}{P_0 + \alpha(1000)}$$

رابطه (۴)

R_{it} = بازده سهم i در سال t. P_1 = قیمت هر سهم در پایان سال t.

DPS = سود نقدی هر سهم

P_0 = قیمت سهم در ابتدای سال t. α = درصد افزایش سرمایه

SUE_{it} : سود غیرمنتظره استاندارد شده. مطابق پژوهش بسکورو

همکاران^۳ (۲۰۲۱) برای محاسبه سود غیرمنتظره از تفاوت سود هر سهم در سال جاری (EPS_t) و سال قبل (EPS_{t-1}) استفاده

دارد اگرچه این رابطه در شرکت‌های بزرگ وجود ندارد. صفری گرایلی و بالارستاقی (۱۳۹۴) به بررسی رابطه اندازه شرکت و حاکمیت شرکت پرداختند نتایج تحقیقات آنها نشان داد اندازه شرکت تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت حاکمیت شرکتی دارد؛ چراکه شرکت‌های بزرگ‌تر ذی‌نفعان بیشتری دارند که عملیات شرکت را با دقت بیشتری دنبال می‌کنند. اسکولتز و اسمیت^۱ (۲۰۱۵) نیز نشان دادند شرکت‌های بزرگ‌تر تمایل بیشتری به پیروی از دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی دارند و تطابق بیشتری دارند.

لذا می‌توان انتظار داشت که اندازه شرکت اثر تعاملی بر ضریب واکنش سود و حاکمیت شرکتی دارد؛ بنابراین فرضیه دوم به شرح زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۲: اندازه شرکت نقش تعدیلگر بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش سود دارد.

طراحی پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی مورد بررسی ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ می‌باشد که پس از انجام روش حذف سیستماتیک ۱۵۹ شرکت و ۱۲۷۲ سال شرکت برای انجام این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. انتخاب این دوره به این علت است که در سال ۱۳۸۸ سازمان بورس اوراق بهادار تهران آیین نامه نظام راهبری شرکتی را ارایه و شرکتها ملزم به اجرای مفاد این آیین نامه شده اند. برای انجام پژوهش چندین سال پس از آیین نامه نظام راهبری شرکتی برای شروع دوره مطالعه در نظر گرفته شد تا خطاها و کاستی‌های مربوط به اجرای حاکمیت شرکتی کمتر شود. همچنین بین سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ اقدامات خوبی برای توسعه بازار سرمایه انجام شد، توسعه و بکارگیری ابزارهای متنوع یا بسترسازی فعالیت نهادهای مالی مانند شرکت‌های تأمین سرمایه، صندوقهای سرمایه گذاری، مشاوران سرمایه گذاری و سبدگردانان از جمله این اقدامات می‌باشد که سبب تعمیق بازار سرمایه ایران شد. بعلاوه اصول چهارده‌گانه برای بهبود حاکمیت شرکتی در سال ۱۳۹۴ توسط بانک مرکزی منتشر گشت.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل متغیر وابسته ضریب واکنش سود، متغیر مستقل حاکمیت شرکتی، متغیر تعدیل گر اندازه شرکت، همچنین تعدادی از متغیرهایی که در

³ Baskoro et al

¹ Scholtz and Smith

² Collins & Kothari

می‌شود، سپس جهت مقیاس‌زدایی و استانداردسازی این عدد تقسیم بر قیمت بازار سهم (MPS) می‌شود:

$$UE_i = EPS_t - EPS_{t-1} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$SUE_i = UE_i / MPS_t \quad \text{رابطه (۶)}$$

متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی، عنصری پیچیده و گسترده است و هیچ عنصری به تنهایی بیانگر این مؤلفه نمی‌باشد از این رو با استفاده از شاخص ترکیبی به جای وارد کردن هر یک از عوامل حاکمیت شرکتی در مدل تحقیق به عنوان متغیر جداگانه تمامی این عوامل

در غالب یک متغیر وارد مدل می‌شوند (گومپرس و همکاران^۱، ۲۰۰۳). برای تعیین عوامل مؤثر بر حاکمیت شرکتی در ایران چک‌لیستی متشکل از ۳۷ عنصر مستخرج از دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق تهران و پیشینه پژوهش (دیلمی و صفری گرایلی، ۱۳۹۵؛ ذوالفقاری و همکاران، ۱۴۰۰) که قابل اندازه‌گیری است استخراج شد. پس از بررسی صورت‌های مالی، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره شرکت‌ها به مجامع و گزارش‌ها تفسیری مدیریت با استفاده از روش امتیازدهی به هر یک از عناصر در صورت انجام امتیاز ۱ در غیر این صورت امتیاز صفر اختصاص داده شد، سپس نمره شاخص حاکمیت شرکتی در هر سال از تقسیم مجموع امتیاز بر تعداد کل عناصر به دست آمد (قادری و همکاران^۲، ۲۰۲۲).

جدول ۱- عناصر موجود در چک لیست حاکمیت شرکتی

شاخص هیئت‌مدیره:
غیرموظف بودن اکثریت اعضاء هیئت‌مدیره
جدا بودن نقش مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره
عدم تغییر مدیرعامل در دو سال گذشته
وجود حداقل یک عضو با تحصیلات مالی در ترکیب هیئت‌مدیره
غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره
برگزاری حداقل یک جلسه هیئت‌مدیره در ماه
اشاره به تعداد جلسات هیئت‌مدیره برگزار شده در گزارش فعالیت هیئت‌مدیره
نداشتن هیچ‌گونه سمت به طور هم‌زمان توسط رئیس هیئت‌مدیره در همان شرکت
شاخص مجامع عمومی صاحبان سهام:
امکان برگزاری رأی‌گیری الکترونیک در مجامع عمومی صاحبان سهام
عدم تملک سهام شرکت توسط خود شرکت یا شرکت‌های زیر مجموعه
افشا صورت‌های مالی، گزارش فعالیت هیئت‌مدیره و گزارش تفسیری در پایگاه اینترنتی شرکت قبل از برگزاری مجمع عادی
وجود فرصت کافی در مجمع جهت پرسش و پاسخ سهام‌داران و زمان کافی جهت برگزاری مجامع
رعایت پروتکل‌های بهداشتی در خصوص نحوه برگزاری مجامع در دوران فراگیری کووید ۱۹
حضور مدیرعامل، اعضاء هیئت‌مدیره و رئیس کمیته حسابرسی در مجمع
حضور حسابرس مستقل و بازرس قانونی در مجمع
تنظیم برنامه زمان‌بندی پرداخت سود به گونه‌ای که سهام‌دار کنترلی زودتر از سایر سهام‌داران سود دریافت نکند
تعیین حق حضور اعضاء غیرموظف و پاداش هیئت‌مدیره و نحوه جبران خدمات هیئت‌مدیره عضو کمیته‌های تخصصی در مجمع
شاخص پاسخ‌گویی و افشای اطلاعات:
انتشار بموقع اطلاعات طبق برنامه زمان‌بندی مهلت انتشار اطلاعات از سوی سازمان بورس
افشای اطلاعاتی از قبیل نام، تجربیات و تحصیلات اعضاء هیئت‌مدیره، کمیته‌های تخصصی هیئت‌مدیره و اعضاء آن، موظف یا غیرموظف بودن، میزان سهام اعضاء هیئت‌مدیره در شرکت، عضویت در هیئت‌مدیره سایر شرکت‌ها به اصالت یا نمایندگی شخص حقوقی، حقوق مزایای مدیران اصلی و رویه‌های حاکمیت شرکتی، نحوه ارتباط بین سهام‌دار و هیئت‌مدیره در گزارش تفسیری مدیریت یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره.
افشای دعاوی قانونی له یا علیه شرکت در گزارش تفسیری مدیریت یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره.
اشاره به برنامه‌های آتی مدیریت، ریسک‌ها و تهدیدات و فرصت‌های شرکت در گزارش تفسیری و یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره
افشای نام و اعضاء کمیته‌های تخصصی در گزارش تفسیری و یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره

²Ghaderi et al

¹ Gompers et al

اشاره به گزارش استخدام و اشتغال در گزارش تفسیری مدیریت یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره
وجود وب‌سایت اینترنتی با محتوای مناسب
شاخص کیفیت حسابرسی:
اظهار نظر حسابرس مقبول باشد
حسابرس سازمان حسابرسی باشد
عدم تغییر امضاکنندگان گزارش حسابرسی در دو سال گذشته
شاخص حقوق سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان
تصویب بودجه سالانه شرکت و افشای آن
انتشار اساس‌نامه شرکت در پایگاه اینترنتی شرکت
وجود سهام‌داران دارای حق کنترل
کمتر بودن درصد سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها (تمرکز مالکیت)
شاخص کنترل داخلی و راهبری شرکتی:
بررسی سیستم کنترل داخلی و انتشار گزارش بررسی کنترل‌های داخلی توسط هیئت‌مدیره
تصویب و افشای معاملات مهم با اشخاص وابسته
وجود کمیته حسابرسی در شرکت
وجود کمیته ریسک در شرکت
وجود کمیته انتصابات در شرکت
رئیس کمیته انتصابات یکی از اعضا غیرموظف هیئت‌مدیره باشد

متغیر تعدیل گر

اندازه شرکت

اندازه شرکت توسط دارایی‌های تحت تملک، مقدار فروش خالص و ارزش بازار شرکت اندازه‌گیری می‌شود. اما معمولاً برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از دارایی‌های شرکت استفاده می‌شود؛ زیرا دارایی‌ها به طور قابل‌انکاتری اندازه شرکت را بیان می‌کنند (ویجایا و همکاران^۱، ۲۰۲۰). با این حال در این تحقیق به دلیل آنکه نقش تعدیلگر اندازه شرکت مورد توجه است و برای اطمینان بیشتر نتایج از لگاریتم طبیعی دارایی‌های تحت تملک، مقدار فروش خالص و ارزش بازار شرکت استفاده می‌گردد (حسن یودین و همکاران^۲، ۲۰۲۱).

متغیرهای کنترلی

در کنار متغیرهای ضریب واکنش سود، حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت، متغیرهای کنترلی را که در تحقیقات قبلی مورد استفاده قرار گرفته و با ضریب واکنش سود رابطه داشته نیز مدنظر قرار گرفته‌اند. آواده و همکاران^۳ (۲۰۲۰) عنوان کردند شرکت‌هایی که اهرم بیشتری دارند ضریب واکنش سود در آنها منفی‌تر است. نسبت اهرمی (LEV) از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. همچنین شرکت‌هایی که

سودآوری بیشتری دارند با ضریب واکنش سود بیشتری مواجه هستند. میزان سودآوری (ROA) برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها. حکیمی‌پور (۱۳۹۵) عنوان کرد شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بیشتری دارند ضریب واکنش سود بالاتری دارند. برای ارزیابی فرصت‌های رشد (GROWTH) از نسبت کیوتوبین استفاده شده که از تقسیم مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها به دست می‌آید. کیفیت سود (EQ) یکی دیگر عوامل مؤثر بر ضریب واکنش سود است که حاصل تقسیم جریان نقد عملیاتی به سود خالص می‌باشد. حسن یودین و همکاران^۴ (۲۰۲۱)؛ ویجایا و سیدانا^۵ (۲۰۲۰) عنوان کردند نسبت نقدینگی (CR) که از تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی جاری محاسبه شده است نیز بر بازده سهام مؤثر می‌باشد. بادآور نهندی و تیموری (۱۳۹۳) بیان کردند در صورت افزایش درصد سهام سهام‌داران نهادی، ثبات مالکیت بیشتر خواهد شد؛ لذا می‌توان انتظار داشت که ضریب واکنش سود به تغییرات سهام‌داران نهادی افزایش یابد. مالکیت نهادی (IO) برابر است با درصد سهام مربوط به سهام‌داران نهادی که بیش از ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند. سرمایه بری (CI) که بیان‌کننده نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها

⁴ Hasanuddin et al
⁵ Wijaya & Sedana

¹ Wijaya et al
² Hasanuddin et al
³ Awawdeh et al

نتایج

در جدول شماره (۲) آمار توصیفی و در جدول شماره (۳) همبستگی پیرسون برای متغیرهای رگرسیونی ارائه شده است. همه متغیرهای پژوهش در سطح ۵٪ و ۹۵٪ برای کنترل اثر داده‌های پرت مرتب‌سازی شده‌اند. مطابق جدول شماره (۲)، میانگین ضریب واکنش سود ۴/۶۹۶ است. بیشتر بودن این شاخص بیانگر ضریب واکنش بالاتر به سود است. میانگین شاخص حاکمیت شرکتی که بر اساس ۳۷ معیار ارائه شده در جدول ۲، محاسبه شده است برابر با ۳۸/۹ درصد است. این عدد بیانگر کیفیت پایین حاکمیت شرکتی در ایران است. بیشترین و کمترین حاکمیت شرکتی نیز ۵۵/۱ درصد و ۲۲/۴ درصد است. اندازه شرکت بر اساس دارایی‌ها، فروش و ارزش بازاری سهام نیز به ترتیب ۱۴/۶۲۶، ۱۴/۳۴۷ و ۱۴/۸۹۱ است. در این راستا اهرم مالی نشان می‌دهد که ۵۴/۴ درصد از دارایی شرکت‌ها ناشی از بدهی می‌باشد. فرصت رشد بر اساس شاخص کیوتوبین نشان می‌دهد که مجموع ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام و بدهی ۲/۴۴۶ برابر کل دارایی‌ها است. بازده دارایی ۱۴ درصد است که در ایران به دلیل وجود تورم و عدم تجدید ارزیابی دارایی‌ها این رقم بالا است. متوسط دارایی‌های سرمایه‌ای (سرمایه بری) ۲۴/۳ درصد است. نسبت جاری نشان می‌دهد که دارایی‌های جاری ۱/۶۳۱ برابر بدهی جاری است. میانگین کیفیت سود ۰/۱۵۸ و در نهایت ۶۹/۴ درصد از سهام شرکت‌های ایرانی در دست سهامداران نهادی است.

(راهایو و سوریارینی^۱، ۲۰۲۱) است نیز به‌عنوان یک متغیر کنترلی مؤثر بر ضریب واکنش سود در نظر گرفته می‌شود.

مدل پژوهش

در این مطالعه برای آزمون فرضیات از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است:

رابطه (۷)

$$ERC_{it} = \beta_1 + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 EQ_{it} + \beta_6 CR_{it} + \beta_7 IO_{it} + \beta_8 CI_{it} + \beta_9 Lev_{it} + Industry\ Fixed\ Effect_{it} + Year\ fixed\ effect_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۸)

$$ERC_{it} = \beta_1 + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG * SIZE_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 EQ_{it} + \beta_9 CR_{it} + \beta_{10} IO_{it} + \beta_{11} CI_{it} + \beta_{12} LEV_{it} + Industry\ Fixed\ Effect_{it} + Year\ fixed\ effect_{it} + \varepsilon_{it}$$

ERC ضریب واکنش سود، CG شاخص حاکمیت شرکتی بر اساس تمامی ابعاد اشاره شده در جدول ۱، Size اندازه شرکت، Growth فرصت رشد، ROA سودآوری، EQ کیفیت سود، CR نسبت نقدینگی، IO سهامداران نهادی، CI سرمایه بری و Lev نسبت اهرمی است.

جدول ۲- آمار توصیفی داده‌ها

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ضریب واکنش سود	۴/۶۹۶	۰/۲۳۳	۳۹/۴۳۴	-۱۰/۵۳۸	۱۲/۷۰۶
حاکمیت شرکتی	۰/۳۸۹	۰/۳۳۸	۰/۵۵۱	۰/۲۲۴	۰/۰۹۴
اندازه - دارایی	۱۴/۶۲۶	۱۴/۴۷۵	۱۷/۶۱۳	۱۲/۴۳۷	۱/۳۱۵
اندازه - فروش	۱۴/۳۴۷	۱۴/۲۵۰	۱۷/۲۳۵	۱۱/۹۲۰	۱/۳۴۶
اندازه - بازار	۱۴/۸۹۱	۱۴/۶۲۱	۱۸/۰۰۵	۱/۴۵۶	۱/۶۱۴
نسبت اهرمی	۰/۵۵۴	۰/۵۵۱	۰/۸۷۸	۰/۱۷۴	۰۰/۱۹۹
فرصت رشد	۲/۴۴۶	۱/۷۲۴	۷/۰۸۵	۰/۹۷۸	۱/۶۹۸
نسبت سودآوری	۰/۱۴۰	۰/۱۱۱	۰/۴۴۱	-۰/۰۵۲	۰/۱۳۵
سرمایه بری	۰/۲۴۳	۰/۲۰۶	۰/۶۰۰	۰/۰۳۵	۰/۱۶۴
نسبت نقدینگی	۱/۶۳۱	۱/۳۷۹	۴/۱۱۵	۰/۶۵۹	۰/۸۶۴
کیفیت سود	۰/۱۵۸	۰/۱۲۶	۰/۴۳۳	-۰/۳۰۴	۰/۱۳۰
سهامداران نهادی	۰/۶۹۴	۰/۷۴۰	۰/۹۳۳	۰/۲۷۲	۰/۱۸۴

¹ Rahayu & Suryarini

بر اساس نتایج مشاهده می شود که افزایش حاکمیت شرکتی خوب منجر به افزایش ضریب واکنش سود و در سطح احتمال ۹۵ درصد می شود. با بررسی اثرات تعاملی اندازه شرکت و حاکمیت شرکتی مشاهده می شود که اندازه شرکت، تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود را به طور معناداری تضعیف می کند. این نتیجه بر اساس هر سه شاخص اندازه شرکت تأیید می شود. با بررسی متغیرهای کنترلی نیز مشاهده می شود که اهرم مالی، بازده دارایی و سرمایه بری اثر منفی و معنادار بر ضریب واکنش سود دارد. با این حال کیفیت سود اثر مثبت و معنادار بر ضریب واکنش سود دارد. اثرات مالکیت نهادی نیز مثبت اما ناچیز است.

باتوجه به جدول شماره (۳) همانطور که مشاهده می شود بین ضریب واکنش سود و حاکمیت شرکتی و همچنین بین ضریب واکنش سود با سه شاخص اندازه شرکت همبستگی مثبت و معنادار وجود دارد و با توجه به ضرایب حاصله که بیشتر از ۰.۸ می باشند پس می توان گفت که مشکل هم خطی بین متغیرها در مدل های رگرسیونی وجود دارد. (گوجاراتی^۱، ۱۹۹۵). لذا در برآورد رگرسیون های پژوهش هم خطی نیز بر اساس روش VIF باید مورد بررسی قرار گیرد. نتایج آزمون VIF در جدول (۴) آورده شده است که با توجه به اینکه مقادیر VIF کمتر از ۱۰ می باشد (کونتر و همکاران^۲، ۲۰۰۴) نشان دهنده عدم وجود هم خطی بین متغیرهای پژوهش است.

در جدول ۵، نتایج مدل های پژوهش بر اساس سه شاخص مختلف اندازه شرکت و با کنترل سال و صنعت آورده شده است.

جدول ۳- همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغیر	ضریب واکنش سود	حاکمیت شرکتی	اندازه - دارایی	اندازه - فروش	اندازه - بازار	نسبت اهرمی	نسبت رشد	سودآوری	سرمایه بری	نسبت نقدینگی	کیفیت سود	سهام داران نهادی
ضریب واکنش سود	۱/۰۰											
حاکمیت شرکتی	۰/۱۸*	۱/۰۰*										
اندازه - دارایی	۰/۱۰*	۰/۴۴*	۱/۰۰									
اندازه - فروش	۰/۰۸*	۰/۴۳*	۰/۸۷*	۱/۰۰								
اندازه - بازار	۰/۱۵*	۰/۵۷*	۰/۷۹*	۰/۷۱*	۱/۰۰							
نسبت اهرمی	-۰/۰۸*	-۰/۱۵*	۰/۰۱	۰/۱۱*	-۰/۲۲*	۱/۰۰						
فرصت رشد	۰/۱۰*	۰/۴۱*	۰/۰۴	۰/۰۹*	۰/۵۱*	-۰/۲۳*	۱/۰۰					
سودآوری	۰/۱۴*	۰/۵۱*	۰/۱۸*	۰/۱۹*	۰/۴۳*	-۰/۵۷*	۰/۴۵*	۱/۰۰				
سرمایه بری	-۰/۰۴	-۰/۱۲*	-۰/۰۹*	-۰/۰۸*	-۰/۰۷*	-۰/۰۸*	-۰/۰۵*	-۰/۱۶*	۱/۰۰			
نسبت نقدینگی	۰/۰۶*	۰/۲۴*	-۰/۰۵	-۰/۰۹*	۰/۱۵*	-۰/۷۲*	۰/۳۱*	۰/۵۷*	-۰/۳۶*	۱/۰۰		
کیفیت سود	۰/۱۶*	۰/۵۳*	۰/۲۲*	۰/۲۸*	۰/۴۰*	-۰/۳۸*	۰/۴۰*	۰/۸۶*	-۰/۱۹*	۰/۴۵*	۱/۰۰	
سهام داران نهادی	۰/۰۹*	-۰/۰۲	۰/۰۷*	۰/۱۰*	۰/۰۱	۰/۱۴*	-۰/۰۲	۰/۰۶*	-۰/۰۰	-۰/۰۹*	۰/۱۱*	۱/۰۰

جدول ۴- نتایج آزمون VIF

VIF				متغیر
۵/۶	۵/۴۴	۵/۴۹	۲/۰۴	حاکمیت شرکتی
		۲/۴۷		اندازه - دارایی
		۸/۱۲		اندازه - دارایی * حاکمیت شرکتی
	۲/۵۵			اندازه - فروش
	۸/۱۶			اندازه - فروش * حاکمیت شرکتی
۳/۳۳				اندازه - بازار
۹/۹۳				اندازه - بازار * حاکمیت شرکتی
۳/۳۴	۳/۲۸	۳/۲۳	۳/۲۲	نسبت اهرمی

² Kutner

¹ Gujarati

VIF				متغیر
۳/۱۶	۳/۵۱	۳/۵۱	۳/۰۹	فرصت رشد
۶/۶۱	۶/۶۴	۶/۵۸	۶/۴۱	سودآوری
۱/۶۹	۱/۶۹	۱/۶۹	۱/۶۸	سرمایه بری
۳/۴۳	۳/۳۶	۳/۳۵	۳/۲۲	نسبت نقدینگی
۴/۸۸	۴/۹۲	۴/۸۹	۴/۸۵	کیفیت سود
۱/۲۹	۱/۲۹	۱/۲۸	۱/۲۷	سهام‌داران نهادی

جدول ۵- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
حاکمیت شرکتی	**۱۲/۳	۲/۹	**۲۲/۸	۳/۷۸	**۲۰/۸	۳/۴	**۲۲/۳	۳/۷۱
اندازه - دارایی			۰/۴۰	۱/۳				
حاکمیت شرکتی * اندازه - دارایی			**۰/۸	۲/۳				
اندازه - فروش			**۰/۶۳۹	۲/۲۳				
حاکمیت شرکتی * اندازه - فروش			**۰/۸	-۲/۲				
اندازه - بازار							۰/۴۷	۱/۵۵
حاکمیت شرکتی * اندازه - بازار							**۰/۸۵	-۲/۱۷
نسبت اهرمی	**۸/۴	-۳/۰	**۸/۲	-۲/۹	**۸/۵	-۳/۰	**۷/۷	-۲/۷۱
فرصت رشد	۰/۳	۰/۸	۰/۲	۰/۵	۰/۳	۰/۸	۰/۲	۰/۵
سودآوری	**۱۵/۷	-۲/۴	**۱۴/۶	-۲/۲	**۱۵/۷	-۲/۴	**۱۴/۷	-۲/۲
سرمایه بری	**۴/۸	-۲/۱۳	**۴/۵	-۲/۰	**۴/۶	-۲/۰	**۴/۴	-۱/۹
نسبت نقدینگی	-۰/۷	-۱/۱	-۰/۷	-۱/۱	-۰/۶	-۰/۹	-۰/۶	-۰/۹
کیفیت سود	*۱۰/۸	۱/۸	**۱۱/۵	۱/۹	*۱۱/۲	۱/۹	**۱۱/۵	۱/۹
سهام‌داران نهادی	۲/۷	۱/۶	*۲/۸	۱/۶	۲/۶	۱/۵	۲/۷	۱/۶
ضریب ثابت	** ۶/۸	۲/۱	۱/۶	۰/۳	-۱/۱	-۰/۲	۰/۳	۰/۰۷
سال و صنعت	کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد		کنترل شد	
ضریب تعیین	۰/۳۴		۰/۳۵		۰/۳۵		۰/۳۵	
تعداد مشاهدات	۱۲۷۲		۱۲۷۲		۱۲۷۲		۱۲۷۲	

** و * به ترتیب معناداری در سطح ۹۵ درصد و ۹۰ درصد

تجزیه و تحلیل اضافی درون‌زایی

هرگاه در مدل تحقیق متغیر وابسته به صورت با وقفه در سمت راست معادله ظاهر شود، با الگوی داده‌های پانل پویا مواجه هستیم و دیگر برآوردهای OLS سازگار نیست در نتیجه باید روش برآورد دومرحله‌ای و یا گشتاورهای تعمیم‌یافته GMM بررسی گردد (آرلانو و بوند^۱، ۱۹۹۱). حتی اگر ضریب وقفه متغیر وابسته چندان مهم نباشد حضور آن باعث خواهد شد که ضرایب سایر متغیرها به درستی برآورد شوند (بالتاگی^۲، ۲۰۰۵). مطابق پژوهش هارتونو و رایا^۳ (۲۰۲۲) سود نقدی هر سهم (DPS) رابطه (۴) عاملی درون‌زا می‌باشد، همچنین استفاده‌کنندگان

معمولاً صورت‌های مالی را به صورت مقایسه‌ای با سال قبل به کار می‌برند این امر مطابق تئوری علامت‌دهی می‌تواند باعث ارسال سیگنال به سرمایه‌گذاران و تأثیر بر واکنش بازار گردد. حاتمیان و همکاران (۱۳۹۷) نیز عنوان کردند قابلیت مقایسه صورت‌های عامل مهمی است که اثر مستقیم بر ضریب واکنش سود دارد بنابراین می‌توان گفت ضریب واکنش سود (ERC_{it}) عاملی درون‌زا است و تحت تأثیر مقادیر سال قبل خود (ERC_{it-1}) می‌باشد.

برآوردگر GMM یک تخمین‌زن قوی به حساب می‌آید و نتایج آن نسبت به نقض فرض کلاسیک چندان حساس نیست.

³ Hartono and Raya

¹ Arellano and Bond

² Baltagi

$$\begin{aligned}
 ERC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ERC_{it-1} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 GROWTH_{it} \\
 & + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 EQ_{it} + \beta_6 CR_{it} \\
 & + \beta_7 IO_{it} + \beta_8 CI_{it} + \beta_9 Lev_{it} \\
 & + Industry\ Fixed\ Effect_{it} \\
 & + Year\ fixed\ effect_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

رابطه (۱۰)

$$\begin{aligned}
 ERC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ERC_{it-1} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG * SIZE_{it} \\
 & + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 EQ_{it} \\
 & + \beta_9 CR_{it} + \beta_{10} IO_{it} + \beta_{11} CI_{it} \\
 & + \beta_{12} LEV_{it} + Industry\ Fixed\ Effect_{it} \\
 & + Year\ fixed\ effect_{it} + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

نتایج برآورد داده‌های تابلویی پویا (SYS-GMM) در جدول ۶ ارائه شده است. عدم رد فرض صفر آزمون Sargan بیانگر اعتبار ابزارها ی مورد استفاده بوده و صحت مدل تأیید می شود. همچنین با توجه به آزمون خودهمبستگی سریالی اول باید فرض صفر مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی مرتبه اول (AR1) باید رد شده ولی عدم وجود خود همبستگی مرتبه دوم (AR2) نباید رد شود. همانطور که در جدول شماره ۶ مدل (۱) مشاهده می شود بعد از کنترل درونزایی، حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود تأثیر معنی داری دارد و فرضیه اول پژوهش تأیید می شود. همچنین با توجه به نتایج مدل های دوم تا چهارم در جدول ۶، می توان گفت که همانند رگرسیون تابلویی، بعد از کنترل درونزایی و بر اساس نتایج SYS-GMM، اندازه شرکت تأثیر معکوس و معنادار بر ضریب واکنش سود دارد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می شود.

به بیان دیگر زمانی که جمله خطا مدل دارای ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی سریالی و یا ترکیبی از این موارد باشد استفاده از GMM پارامترهایی را نتیجه می دهد که نسبت به OLS و 2LS بسیار کارا تر و سازگارتر است (افلاطونی، ۱۳۹۷). چنانچه خطاهای مدل واریانس ناهمسان باشد و متغیرهای توضیحی مدل مستقل از زمان باشند استفاده از روش GMM نتایج سازگاری ارائه نخواهد کرد برای رفع این مشکل از مدل داده های تابلویی پویا (SYS-GMM) استفاده میگردد. در روش SYS-GMM بر خلاف روش حداقل مربعات معمولی (OLS)، فرض نرمال بودن داده ها وجود ندارد و ناهمسانی مجاز است. برای ایجاد اطمینان جهت استفاده از این روش دو آزمون Sargan و آزمون همبستگی پسماند های مرتبه اول (AR(1)) و (AR(2)) بکار میرود. مطابق (آرلانو و بوند، ۱۹۹۱) در تخمین GMM باید جملات اخلاص دارای همبستگی سریالی مرتبه اول (AR(1)) بوده و دارای همبستگی سریالی مرتبه دوم (AR(2)) نباشند. در همه مدل ها وقفه مرتبه اول متغیر وابسته (ERC_{t-1}) را وارد نمودیم و برآوردهای بخش های قبلی را دوباره انجام دادیم. در حقیقت با اضافه کردن وقفه یک ساله متغیر وابسته در مدل های رگرسیونی پویا اطمینان حاصل خواهد شد که مشکل علت و معلولی بر نتایج مطالعه ما تأثیر گذار نباشد. مدل های رگرسیونی مطابق با پژوهش لاهول و همکاران^۲ (۲۰۱۹) بشرح زیر تدوین میگردد:

رابطه (۹)

جدول ۶- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش پس از کنترل درونزایی بر اساس روش SYS-GMM

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
(ERC _{t-1}) وقفه مرتبه اول	**-.۰/۰۹	-۱۰/۲۲	**-.۰/۰۸	-۹/۳۵	**-.۰/۰۸	-۸/۷۸	**-.۰/۰۹	-۱۱/۲۸
حاکمیت شرکتی	**۳۲/۵۷	۶/۳۹	**۳۸/۵۱	۳/۶۱	**۳۵/۸۲	۳/۳۸	**۳۱/۹۰	۳/۰۳
اندازه - دارایی			**-.۱/۴۷	-۲/۱۸				
حاکمیت شرکتی * اندازه - دارایی			**-.۳/۲۱	-۴/۴۶				
اندازه - فروش			*-.۱/۴۴	-۱/۸۳				
حاکمیت شرکتی * اندازه - فروش			**-.۲/۰۰	-۲/۷۲				
اندازه - بازار								
حاکمیت شرکتی * اندازه - بازار								
نسبت اهرمی	**-.۳۵/۵۲	-۹/۲۶	**-.۳۵/۹۵	-۹/۶۲	**-.۳۵/۷۷	-۹/۵	**-.۳۷/۱۶	-۸/۸۷
فرصت رشد	**۲/۵۵	۱۰/۴۶	**۲/۷۷	۲/۲۳	**۲/۷۶	۹/۰۲	**۲/۷۹	۶/۶۹
سودآوری	**-.۴۵/۹۶	-۵/۹۳	**-.۴۳/۹۱	-۵/۶۵	**-.۴۴/۶۲	-۵/۸۲	**-.۴۴/۰۵	-۵/۸۲
سرمایه بری	**-.۲۶/۸۵	-۷/۵۲	**-.۲۶/۳۹	-۷/۳۶	**-.۲۵/۹۰	-۷/۳۴	**-.۲۷/۲۶	-۷/۷۶
نسبت نقدینگی	**-.۲/۵۶	-۲/۵۲	**-.۲/۷۴	-۲/۷۵	**-.۲/۶۳	-۲/۵۸	**-.۳/۰۴	-۲/۸۷

² Lahouel et al

¹ Arellano and Bond

متغیر	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t
کیفیت سود	**۱۹/۳۵	۲/۲	**۱۷/۸۲	۲/۰۱	**۱۸/۹۳	۲/۱۵	**۱۸/۰۸	۲/۰۷
سهام‌داران نهادی	**۲۰/۴۱	۵/۴۶	**۱۸/۶۸	۴/۸۷	**۱۸/۵۲	۴/۸۳	**۱۹/۴۲	۵/۲۷
ضریب ثابت	۴/۷۳	۰/۹۵	**۲۶/۳۵	۲/۵۱	**۲۴/۸۵	۲/۱۹	۱۱/۸۲	۱/۳۸
همبستگی سریالی مرتبه اول (AR1)	(۰/۰) - ۰/۵۵		(۰/۰) - ۰/۵۹		(۰/۰) - ۰/۵۸		(۰/۰) - ۰/۵۶	
همبستگی سریالی مرتبه دوم (AR2)	(۰/۶۵) ۰/۴۵		(۰/۶۷) ۰/۴۱		(۰/۵۵) ۰/۵۹		(۰/۶۵) ۰/۴۴	
آزمون سارگان (احتمال)	۶/۲۵ (۰/۶۹)		۷/۴۵ (۰/۶۸)		۹/۵۲ (۰/۴۸)		۹/۷۴ (۰/۴۶)	
تعداد مشاهدات	۱۲۷۲		۱۲۷۲		۱۲۷۲		۱۲۷۲	

** و * به ترتیب معناداری در سطح ۹۵ درصد و ۹۰ درصد

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود باتوجه‌به نقش تعدیل‌گری اندازه شرکت و با استفاده از داده‌های ۱۵۹ شرکت بین سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ می‌باشد. نتایج پژوهش با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی (OLS) نشان داد وضع حاکمیت شرکتی منجر به افزایش ضریب واکنش سود شده و اندازه شرکت، تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود را به طور معناداری تضعیف می‌نماید. ضریب واکنش سود عاملی درون‌زا است، جهت رفع این مشکل استفاده از روش GMM سیستمی نیز نشان داد که حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود تأثیر مثبت و اندازه شرکت داری اثر معکوس بر ضریب واکنش سود است. در مجموع نتایج این تحقیق که با چندین روش راستی‌آزمایی شدند نشان داد که وضع حاکمیت شرکتی مؤثر بر ضریب واکنش سود تأثیر مثبت و معناداری دارد. بعلاوه در شرکت‌های بزرگ‌تر، تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود تضعیف می‌شود. همچنین اندازه شرکت تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود را تضعیف می‌کند. در واقع بر اساس نتایج پژوهش باید گفت که حاکمیت شرکتی بر رفتار سهام‌داران اثرگذار است. شرکت‌های بزرگ‌تر بیشتر مورد توجه عموم هستند این امر آنها را به تهیه گزارش‌های مالی با دقت بیشتر سوق می‌دهد و ممکن است به حاکمیت شرکتی قدرتمندتری منتج شود. اما علت آنکه در ایران در شرکت‌های بزرگ‌تر، تأثیر حاکمیت شرکتی بر ضریب واکنش سود کمتر می‌شود را می‌توان به وجود ارتباط‌های پنهان و غیرشفاف و ماهیت دولتی عمده شرکت‌های بزرگ‌نسبت داد. بدین ترتیب در شرکت‌های بزرگ، حاکمیت شرکتی نمی‌تواند به‌درستی عمل کرده و اقدامات نظارتی لازم را انجام دهد. بعلاوه، برای دولت و سیاست‌گذاران نتایج پژوهش بینش جدیدی ارائه می‌کند و ممکن است به آنها در انتخاب سیاست‌ها و تدوین مقرراتی در

جهت اصلاح نظام راهبری شرکت‌ها، افزایش میزان نظارت بر شرکت‌ها کمک بسزایی نماید.

باتوجه‌به نتایج تحقیق به مدیران واحد تجاری پیشنهاد می‌شود که در شرکت‌های بزرگ اختیارات لازم برای حاکمیت شرکتی مؤثر را افزایش دهند و عوامل بازدارنده را خنثی کنند چرا که منجر به افزایش ضریب واکنش سود می‌شود. بدین ترتیب بازدهی بالاتر و عملکرد بهتری برای شرکت اتفاق خواهد افتاد. همچنین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد که به جزئیات بیشتری از اطلاعات اعلامی از سوی شرکت‌ها توجه نموده و اجرا نمودن معیارهای دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار توسط شرکت‌ها را نیز در تصمیمات خود لحاظ نمایند. توصیه می‌گردد سازمان بورس اوراق بهادار دستورالعمل حاکمیت شرکتی خود را به طور مکرر متناسب با نیازهای کشور ایران و منطبق با آخرین استانداردهای جهانی به‌روزرسانی نموده و کارایی دستورالعمل حاکمیت شرکتی را به طور مداوم مورد ارزیابی قرار دهد.

از محدودیت‌های پژوهش می‌توان به مقدور نبودن اندازه‌گیری برخی از ابعاد حاکمیت شرکتی که باتوجه‌به اطلاعات اعلامی از سوی شرکت‌ها (صورت‌های مالی، گزارش‌های تفسیری، گزارش‌های هیئت‌مدیره و غیره) قابل استخراج نبوده در نتیجه در مدل حاکمیت شرکتی وارد نشده‌اند اشاره نمود.

در راستای انجام مطالعات آتی پیشنهادها جهت انجام تحقیقات آتی بدین شرح بیان می‌گردد: ۱- انجام تحقیق حاضر به تفکیک صنعت به منظور پی بردن به اثر صنایع. ۲- شناسایی کلیه عوامل مؤثر بر ضریب واکنش سود و وضع مقررات شرکتی مناسب جهت حفظ حقوق کلیه ذینفعان بازار سرمایه. ۳- تکرار این تحقیق پس از به روز آوری دستورالعمل حاکمیت شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران. ۴- بررسی عواملی همچون ارتباطات سیاسی، مالکیت دولتی، بحران‌های اقتصادی ایران و عواملی از این دست بر رابطه حاکمیت شرکتی و ضریب واکنش

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۲(۴۷).

مهدوی، غلامحسین. قوهستانی، سمانه. حسینی نیا، سمیه. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین محافظه کاری حسابداری و ضریب واکنش سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری، ۴(۱)، ۸۰-۶۱

- Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B. B. (2017). "The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time-series evidence from Turkey". *Emerging Markets Review*, 30, 113-132.
- Arellano, M. Bond, S. (1991). "Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations". *the Review of Economic Studies*, 58(2), 1991, 277-297
- Aristawati, N. M., & Rasmini, N. K. (2018). "Pengaruh Konservatisme Akuntansi, Good Corporate Governance dan Pertumbuhan Perusahaan Pada Earnings Response Coefficient". *E-Jurnal Akuntansi*, 24(2), 1503-1529.
- Awawdeh, H. A., Al-Sakini, S. A., & Nour, M. (2020). "Factors affecting earnings response coefficient in Jordan: applied study on the Jordanian industrial companies". *Investment Management and Financial Innovations*, 17(2), 255-265.
- Baltagi, B. (2005). *Econometrics Analysis of Panel Data. Third Edition*. John. Wiley & Sons Ltd., USA.
- Baskoro, A., Umar, H., & Indriani, A. (2021). "The Influence of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure and Sustainability Accounting on Earnings Response Coefficient (ERC)". *International Journal of Current Science Research and Review*, 4(07), 684-691.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). "An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients". *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181.
- Dong, M., & Xue, Q. (2010). "The effect of governance transparency on earnings response coefficient: evidence from emerging markets". *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 6(2-3), 158-190.
- Easton, P., & Zmijewski, M. (1989). "Cross-Sectional Variation in the Stock Market Response to the Announcement of Accounting Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 171-141.
- Ferian, C.A., Rico Nur, I., & Subhan, M. (2023). "the Effect of Leverage, Systematic Risk, Firm Size, Growth Opportunity and Roa on Earning Response Coefficient in Pharmaceutical Companies on the Indonesia Stock Exchange". *Journal of Accounting Research, Utility Finance and Digital Assets*, 1(3), 233-243.
- Ghadery, Y., Didar, H., & Heydari, M. (2022). "The role of corporate governance on the efficiency of banks considering the mediating role of financial

سود نیز می تواند سرلوحه مطالعات آتی قرار گیرد. ۵- وزن دهی به متغیر های حاکمیت شرکتی. با توجه به اینکه برخی شرکت ها در برخی زمینه های حاکمیت شرکتی قوی تر هستند، وزن دهی این عوامل می تواند روی نتایج ارائه شده تأثیر متفاوتی داشته باشد. در این پژوهش به تمام عوامل وزن یکسانی اختصاص یافت.

فهرست منابع

- آخوندی، میثاق، & دهقان، عبدالمجید. (۱۴۰۱). بررسی برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر ارزش سهام و درآمد پیش بینی شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار. دانش سرمایه گذاری. ۱۱(۴۳). ۳۷۱-۳۵۷.
- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۷). اقتصاد سنجی در پروژه های مالی و حسابداری با نرم افزار ای وی یوز. تهران، ترمه.
- بادآورندهی، یونس، تیموری، حسین. (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات کمی در مدیریت، ۵(۳)، ۷۹-۵۷.
- حاتمیان، وحید. بابازاده، مریم. خاتم نژاد، نوید. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر قابلیت مقایسه صورت های مالی بر ضریب واکنش سود حسابداری با تأکید بر کیفیت حسابرسی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۱(۴)، ۸۷-۱۰۱.
- حکیمی پور، نادر. (۱۳۹۵). "بررسی عوامل مؤثر بر ضریب واکنش سود: مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران". اقتصاد مالی، ۱۰(۲۷)، ۱۱۱-۱۲۶.
- دیلمی، صفیه. صفری گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام". پژوهش های تجربی حسابداری، ۶(۳)، ۱۱۵-۱۳۶.
- ذوالفقاری، مهدی. واعظ، سید علی و خدامرادی، محمد. (۱۴۰۰). "ارائه الگوی تاثیر ارتباطات سیاسی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک ها در شرایط بروز بحران های مالی". اقتصاد مالی (اقتصاد مالی و توسعه)، ۱۵(۵۵)، ۲۱۵-۱۹۱.
- صراف، فاطمه. بشارت پور، فاطمه. علی اکبری، محمدمامین & پرتوی، رؤیا. (۱۴۰۱). تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت. مطالعات حسابداری و حسابرسی. ۱۱(۴۳). ۳۶-۲۱.
- صفری گرایلی، مهدی، & بالارستاقی، عالیه. (۱۳۹۴). بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت های

- Rahayu, S., & Suryarini, T. (2021). "The Effect of CSR Disclosure, Firm Size, Capital Intensity, and Inventory Intensity on Tax Aggressiveness". *Accounting Analysis Journal*, 10(3), 191-197.
- Raza, W., Ihsan, A., & Jan, S. (2018). "Effect of Board Independence on Earning Response Coefficient (ERC): Evidence from Pakistan". *Review of Economics and Development Studies*, 4(2), 153-164.
- Sari, R. T. I., & Rokhmania, N. (2020). "The effect of company size, company growth, earnings growth, and capital structure on earnings response coefficient". *The Indonesian Accounting Review*, 10(1), 83-94.
- Scholtz, H & Smit, A. (2015). Factors influencing corporate governance disclosure of companies listed on the Alternative Exchange (AltX) in South Africa. *South African Journal of Accounting Research*, 29:1, 29-50.
- Scott, W. (2006). *Financial Accounting Theory*. 4th ed. Canada: Prentice-Hall
- Shin, H., & Kim, S. I. (2018). "The effect of corporate governance on earnings quality and market reaction to low quality earnings: Korean evidence". *Sustainability*, 11(1), 102.
- Wijaya, D& Sedana, I. (2020). "Effects of Quick Ratio, Return on Assets and Exchange Rates on Stock Returns". *American Journal of Humanities and Social Sciences Research*, 4(1).323-239.
- Wijaya, H., Adhitya, S., Cahyadi, H., & Salim, S. (2020, June). "Factors Affecting Earning Response Coefficient with Profitability as Moderating Variable in Manufacturing Companies". In 8th International Conference of Entrepreneurship and Business Management Untar (ICEBM 2019) (pp. 246-254). Atlantis Press
- Wulandari, I. A., & Herkulanus, B. S. (2015). "Konservatisme Akuntansi, Good Corporate Governance dan Pengungkapan Corporate Social Responsibility pada Earnings Response Coefficient". *E-Jurnal Akuntansi*, 13(1), 173-190.
- health". *Iranian Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 6(1), 35-51.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). "Corporate governance and equity prices". *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156.
- Gujarati, D.N. (1995) *Basic Econometrics*. 4th Edition, United State Military Academy, New York.
- Hasanuddin, R., Darman, D., Taufan, M. Y., Salim, A., Muslim, M., & Putra, A. H. P. K. (2021). "The Effect of Firm Size, Debt, Current Ratio, and Investment Opportunity Set on Earnings Quality: An Empirical Study in Indonesia". *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 8(6), 179-188.
- Hartono, P. G., & Raya, M. Y. (2022). COVID-19 Pandemic, Dividend Policy, and Stock Market Reaction: Evidence from the Manufacturing Companies in Indonesia. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 26(4), 758-778.
- Irawan, F., Talpia, L., (2021). "The Effect of Leverage, Firm Size, Earning Growth, and Earning Persistence on Earning Response Coefficient". *Bina Ekonomi*, 25(1), 41-54.
- Katarina, D., & Almilia, L., (2019). "Factors Affecting Earnings Response Coefficient (ERC) in Manufacturing Companies Listed on BE". *The Indonesian Journal of Accounting Research*, 22(2),153-178.
- Kutner, M. H., Nachtsheim, C., & Neter, J. (2004). "Applied Linear Regression Models. 4th Edition, McGraw-Hill/Irwin, New York
- Lahouel, B., Gaies, B., Zaied, B.J., & Abderrahmane, B. (2019). "Accounting for endogeneity and the dynamics of corporate social – corporate financial performance relationship". *Journal of Cleaner*, 230(1), 352-364.
- Lin, W. C., & Chang, S. C. (2012). "Corporate governance and the stock market reaction to new product announcements". *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 39(2), 273-291.
- Mallin, C. (2016). *Corporate governance*. Oxford university press.
- Mashayekhi, B., & Aghel, Z., (2016). "A Study on the Determinants of Earnings Response Coefficient in an Emergin Market". *World Academy of Science, Engineering and Technology International Journal of Economics and Management Engineering*, 10(7), 2479-2482
- Nataliantari, N. W., Suaryana, I. G. N. A., Ratnadi, N. M. D., & Astika, I. P. (2020). "The Effect of the Component of Good Corporate Governance, Leverage, and Firm Size in the Earnings Response Coefficient". *American Journal of Humanities and Social Sciences Research (AJHSSR)*, 4(3), 128-136.
- Penman, S. (1992). "Return to fundamentals". *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 6, 145-181
- Pulungan, D. P., Wahyudi, S., Suharnomo, S., & Muharam, H. (2018). "Technical analysis testing in forecasting socially responsible investment index in Indonesia stock exchange". *Investment Management and Financial Innovations*, 15(4), 135-143.



Accounting Knowledge & Management Auditing

Vol. 15/ No. 60/ Winter 2026

The effect of corporate governance on earning response coefficient; the moderating role of firm size

Seyed Mohsen Mousavi

Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran.
mousavi1124@yahoo.com

Maysam Arabzadeh

Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran.
arabzadeh62@yahoo.com

Mohammad Alipour

Department of Accounting, Khalkhal Branch, Islamic Azad University, Khalkhal, Iran.
(Corresponding Author)
uniclass.alipour@gmail.com

Omid Faraji

Faculty of management and accounting, University of Tehran, College of Farabi, Qom, Iran. omid_faraji@ut.ac.ir

Ali Akbar Farzin Far

Farzinfar_47@yahoo.com
Department of Accounting, Kashan Branch, Islamic Azad University, Kashan, Iran.

Abstract

The purpose of this research is to investigate the effect of corporate governance on the earning response coefficient with regard to the moderating effect of company size. In order to conduct the research, combined data and a sample consisting of 1272 observations between 2016 and 2023 from Tehran Stock Exchange companies were used, and OLS regression and systematic GMM were used to test the hypotheses. The findings of the research showed that applying effective corporate governance leads to an increase in earning response coefficient and company size weakens the effect of corporate governance on in earning response coefficient. The results of the research using the systematic GMM method also showed that corporate governance has a positive and significant effect on the earning response coefficient and company size has a negative effect on the relationship between corporate governance and earning response coefficient. Based on the results of the research obtained using different methods, it can be said that corporate governance in Iran is not symbolic and affects the behavior of shareholders. Establishing an effective corporate governance increases investors' confidence in the information announced by the companies, and the shareholders react better to the information announced by the companies. Also, company size has an important interactive role in the relationship between corporate governance and earning response coefficient.

Keywords: Earning response coefficient, Corporate governance, Firm size, Moderating variable