

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی در گرایش سهامداران بانک‌های پذیرفته شده در بورس ارواق بهادار تهران علی نجفی مقدم^۱، مهرزاد علیجانی^{۲*}، فاطمه صحرايي^۳

چکیده

نوسانات متعدد بازار پول و قیمت سهام آن به شدت تحت تأثیر رفتارهای سرمایه گذاران، دیدگاهها، بینش و تجربیات آنها از متغیرهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی است. یکی مهمترین رفتارها سرمایه گذاران اثرگرایشی سهامداران تحت تاثیر حاکمیت شرکتی است که بررسی متغیرهای حاکمیت شرکتی که برای اندازه گیری آن از متغیرهای اندازه هیات مدیره، تمرکز هیات مدیره، استقلال هیات مدیره و مالکیت نهادی استفاده شده است، بر روی اثر گرایشی سهامداران، در این مقاله مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. نتایج حاصل از این مقاله نشان می‌دهد، استقلال و مالکیت نهادی هیات مدیره تاثیر مثبت و معنادار در اثر گرایشی سهام داران داشته، ولی اندازه و تمرکز مالکیت هیات مدیره تاثیر معناداری نداشته اند. همچنین سایر نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای اندازه، اهرم مالی و بازده سهام تاثیر منفی بر روی اثر گرایشی دارند.

واژه های کلیدی: اثرگرایشی، حاکمیت شرکتی، استقلال هیات مدیره، مالکان نهادی.

۱- مقدمه

در سالهای اخیر دو دسته تحقیقات در خصوص تصمیمات سرمایه گذاری، محیط تحقیقات اقتصادی مالی را تغییر داده است. این دو دسته بیشتر بر روی ساختارهای خرد بازار و مالی رفتاری تمرکز دارند. تحقیقات ساختارهای خرد بازار به بررسی اهمیت هزینه معاملات، نقد شوندگی سهام، بازده سهام و ... بر روی تصمیمات سرمایه گذاری می پردازد. همچنین مطالعات زیادی در زمینه مالی رفتاری وجود دارد که بعضی از تورش های رفتاری مانند اثر گرایشی بر روی رفتار سرمایه گذاری سرمایه گذاران را مورد توجه قرار می دهد. حرکت اصلی در زمینه اثر گرایشی را آدین در سال ۱۹۹۸ شروع کرد. آدین در سال ۱۹۹۹ ثابت نمود که سهامداران فردی بیشتر علاقمند به خرید سهامی با ارزش بازار کم هستند. همچنین نشان داد که سهامداران مایلند تا سهامی که اخیراً افزایش قیمت داشته اند را خریداری کنند. براساس یافته های وی سهامی که فروخته می شوند عملکردی بهتر نسبت، به سهامی که خریداری شده اند، دارند.

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه آزاد واحد تهران جنوب

^۲ دانشجوی دکتری مالی بین الملل، دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات تهران *نویسنده مسئول:

^۳ دانشجوی دکتری حقوق مالی، دانشگاه آزاد واحد علوم تحقیقات تهران

با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده ی مالکان (سهامداران)، شرکت را اداره می کنند. با شکل گیری رابطه ی نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد میگردد. بدان معنا که ممکن است مدیران دست به رفتارهای فرصت طلبانه بزنند و تصمیماتی بگیرند که در جهت منافع آنها و عکس منافع سهامداران باشد. نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی میشود. برلی و مینز (۱۹۳۲) بیان کردند عدم مکانیسم های حاکمیت شرکتی، این امکان را به مدیران می دهد که برای منافع سهامداران، در جهت منافع شخصی خود حرکت نمایند. حاکمیت شرکتی و تغییراتی که در آن اتفاق می افتد می تواند سرمایه گذاران را جدا از وضعیت سود آوری فعلی و سایر متغیرهای عملکردی، به شرکت خوش بین یا بدبین کند و انگیزه بیشتر برای نگهداری یا فروش سهام شرکت باشد. با توجه به مطالب گفته شده مساله اصلی این تحقیق این است که آیا متغیرهای حاکمیت شرکتی بر روی اثر گرایشی سهامداران بانکهای پذیرفته شده در بورس اثر می گذارد یا خیر؟

جامعه آماری تحقیق حاضر بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ می باشد که در این تحقیق حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شده تا تاثیر آن بر اثر گرایشی سهامداران مورد بررسی قرار گیرد. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های شرکت ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۰٪ نشان می دهد که استقلال هیات مدیره و مالکان نهادی مدیره تاثیر مثبت روی اثر گرایشی داشته اند. همچنین نتایج تحقیق نشان می دهد که رابطه معناداری بین اندازه و تمرکز هیئت مدیره و اثر گرایشی سهام داران وجود ندارد.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

اثر گرایشی یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می باشد که بیان کننده موقعیت فرد در هنگام تصمیم گیری است. اثر گرایشی که ریشه در تئوری انتظارات کانمن و تیورسکی دارد به تشکیل نقطه مرجع اشاره کرده و بیان می کند که سرمایه گذاران بر اساس نقطه مرجع انتخابی خود، تصمیم گیری خواهند نمود. تئوری انتظارات اولین بار توسط کانمن و تیورسکی در سال ۱۹۷۹ ارائه شد. آنان به دنبال ارائه نظریه ای بودند که توصیف کننده رفتار تصمیم گیران به هنگام مواجهه با گزینه های عدم اطمینان باشد. بر اساس آن تصمیم گیران ترجیح می دهند که گزینه های انتخابی را ساده تر نموده و رضایتمندی بیشتر جایگزین حداکثر مطلوبیت خواهد بود. کانمن و تیورسکی شکلی S مانند را ارائه نمودند که مبین این مساله است که تئوری مطلوبیت مورد انتظار در برابر بعضی از شواهد تجربی، مزیتی نخواهد داشت. تئوری انتظارات یک تئوری تصمیم گیری توصیفی تحت شرایط عدم اطمینان است که در مقابل تئوری مطلوبیت مورد انتظار قرار دارد. بخش اصلی تئوری انتظارات، تابع ارزش (V) است. در مدل توصیفی تئوری انتظارات که توسط کانمن و تیورسکی مطرح شد، سرمایه گذاران تابع ارزش شان را حداکثر می نمایند، شفرین و استتان با رویکرد سرمایه گذاری، تئوری انتظارات را به یک چارچوب تئوریک وسیعتری تبدیل کردند که اثر گرایشی نامیده شد. اثر گرایشی برای اینکه بتواند رفتار

سرمایه گذاران را بررسی کند بر نقطه مرجع تاکید می کند. اما اینکه چه چیزی به عنوان نقطه مرجع در نظر گرفته شود بستگی به ترجیحات سرمایه گذار دارد همچنین یکی از تئوری مالی رفتاری است بمنظور روشن نمودن این مطلب است که افراد سرمایه گذاری های سودده را زود می فروشند ولی سرمایه گذاری های زیان ده را به مدت طولانی نگهداری می کنند.

با توجه به کارایی ضعیف بازار سرمایه ایران اثر رفتاری در تصمیم گیری های مالی و اثر گرایشی آن، تحت تاثیر شدید اخبار و شایعات بازار سرمایه است و یکی از مباحث مالکیت شرکتی و تغییرات مالکیت منجر به جو روانی شدید در بازار سرمایه خواهد شد که نشاندهنده وضعیت غیر عقلانی شرایط موجود به خصوص در سال های اخیر خواهد بود و بخش بانکی بازار سرمایه به شدت نیازمند افزایش کارایی اطلاعاتی و افزایش عقلانیت در مطالعات بنیادین حوزه مالی رفتاری برای بهبود بین وضعیت مطلوب و فعلی می باشد.

2-1- پیشینه خارجی

هولگر⁴ (۲۰۱۵) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی تاثیر اثر گرایشی بر تصمیم گیری تیمهای سرمایه گذاری" به بررسی و مقایسه اثر گرایشی بر تصمیم گیری های سرمایه گذاری انفرادی می پردازد. او به این نتیجه می رسد که سرمایه گذارهایی که بیشتر تحت تاثیر اثر گرایشی خواهند بود، دیرتر به تشخیص فروش سهام های زیان ده اقدام می کنند. کی لی و همکاران⁵ (۲۰۱۵) به بررسی اثر استقلال هیئت مدیره بر عملکرد شرکتها با کاهش تمرکز مالکیت پرداختند. آنها در جریان این تحقیق دریافتند که استقلال هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ها اثر مستقیم دارد. الکس و همکاران⁶ (۲۰۱۵) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی ارتباط اثر گرایشی و خصوصیات سرمایه گذار و در استرالیا" به بررسی تاثیر گذاری اثر گرایشی بر تصمیم گیری های سرمایه گذاران حقیقی با پس زمینه های قومیتی در استرالیا پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که در قومیت چینی علی الخصوص در زنان مسن تر بیشتر اثر گرایشی دیده می شود. آندرئو و همکاران (۲۰۱۴) در تحقیقی به بررسی حاکمیت شرکتی، تصمیمات مدیریت مالی و عملکرد شرکت در شرکت های دریایی در ۴۶ شرکت طی سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۰ پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می دهد که بین مالکیت نهادی، مدیریتی و نسبت اعضای غیرموظف با مدیریت سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. هولگر (۲۰۱۴) در تحقیقی تحت عنوان "اثر گرایشی و ریسک گریزی: آیا تفاوت های جنسیتی مهم است؟" به بررسی رابطه ریسک گریزی و اثر گرایشی در بورس سهام آلمان و همچنین بررسی تاثیر جنسیتی بر ریسک گریزی و اثر گرایشی آن پرداخت. آنها به این نتیجه رسیدند که زنان نسبت به مردان ریسک گریزتر و دارای

⁴ Holger

⁵ Ke li et al

⁶ Alex et al

اثر گرایشی بالاتری هستند. نیوتن و همکاران^۷ (۲۰۱۳) در تحقیقی تحت عنوان "اثر گرایشی و تجربه سرمایه گذار" به بررسی تاثیر تجربه سرمایه گذار بر روی اثر گرایشی پرداختند. در این تحقیق به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران با تجربه بالای ۵ سال دارای اثر گرایشی کمتری هستند. در تحقیقی دیگر نیوتن و همکاران (۲۰۰۸) در تحقیقی تحت عنوان "اثر گرایشی و جنسیت" به بررسی تأثیر جنسی بر روی اثر گرایشی پرداختند. آنها اینگونه نتیجه گرفتند که زن ها سهام زیانده را نزد خود نگه نمی دارند و همچنین هنگامی که قیمت سهام از نقطه مرجع عبور می کند (سهام سودده) سریعاً اقدام به فروش آنها می کنند. به بیانی دیگر سرمایه گذاران زن رفتاری ریسک گریز از خود نشان می دهند. محققین در تفسیر نتایج خود بیان می کنند که مردها و زن ها دارای درجات متفاوتی از ریسک پذیری هستند و همچنین آنها تغییرات نقطه مرجع را به صورت متفاوتی نزد خود تفسیر می کنند. ویزالتاناجی و دیگران^۸ (۲۰۰۷) در تحقیقی تحت عنوان "دوره نگهداری، عدم نقد شوندگی و اثر گرایشی در بازار سهام چین" به بررسی رابطه بین عدم نقدشوندگی، اثر گرایشی و دوره نگهداری در بازارهای سهام شانگهای و شنزین چین پرداختند و اینگونه نتیجه گرفتند که بین میانگین دوره نگهداری و عدم نقدشوندگی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. ریچارد و همکاران^۹ (۲۰۰۴) در یک تحقیق علمی، اعتماد بیش از حد در راستای تخمین نادرست دقت اطلاعات را مدلسازی کردند. آزمون به صورت آزمایشی از بین دانشجویان مالی و اقتصاد در سطح تحصیلات تکمیلی در دو کشور آلمان و کانادا بطور جداگانه انجام شد.

2-2- پیشینه داخلی

گودرزی (۱۳۹۴) در پایان نامه خود به بررسی مطالعه تجربی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سرمایه گذاری و شیوه های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. تحقیق مورد نظر از ۸۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ انجام شده است. سیف الهی و همکاران (۱۳۹۴) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی" به تاثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی و در نهایت بررسی مقایسه ای این عوامل پرداختند و نتایج حاصل نشان داد که تمام عوامل به غیر از عوامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هر یک از آنها متفاوت می باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری عبارتند از: ۱- سود و زیان نسبی، ۲- اثر تمایلی، ۳- محافظه کاری، ۴- رفتار توده وار، ۵- شهود نمایندگی، ۶- اثر مالکیت، ۷- پشیمان گریزی.

⁷ Newton et al

⁸ Visaltanachoti et al

⁹ Richard et al

قنواتی و همکاران (۱۳۹۳) رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیأت مدیره با کارایی مدیریت سرمایه در گردش را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج حاصل بیانگر این بود که برخلاف عدم رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت با دوره وصول مطالبات و دوره پرداخت بدهی، تمرکز مالکیت تأثیر منفی و معناداری بر طول دوره تبدیل موجودی و چرخه تبدیل وجه نقد دارد. علاوه بر این، اندازه و استقلال هیئت مدیره تنها با دوره وصول مطالبات ارتباط معنادار داشته، در حالی که با سایر متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش ارتباط معناداری ندارد. براساس یافته های تحقیق میتوان ادعا نمود که در شرکتهای ایرانی نقش سهامداران بزرگ در مدیریت کارای سرمایه در گردش بسیار تأثیرگذار است. جهانگیری راد و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" این تحقیق به بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۰ پرداخته است. نتایج به دست آمده، نشان می دهد سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند، و این نوع رفتار در بازار افزایشی بیشتر از بازار کاهشی است. حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی تحت عنوان "تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام" به تحقیق در خصوص تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران، بر بازده سهام پرتفوی های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ پرداخت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه و نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می باشد. فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی ارتباط عدم نقدشوندگی و اثر گرایشی با دوره نگهداری سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران" به دنبال بررسی رابطه بین میانگین دوره نگهداری سهام عادی، عدم نقدشوندگی سهام و اثر گرایشی سرمایه گذار در بازار سهام ایران از ابتدای سال ۱۳۸۴ تا انتهای ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بین عدم نقدشوندگی و دوره نگهداری سهام عادی رابطه مثبت، وجود دارد. همچنین رابطه منفی معنادار بین بازده سالانه سهم و دوره نگهداری آن به دست آمد که بیانگر وجود اثر گرایشی در بازار سرمایه ایران می باشد. شمس و دیگران (۱۳۸۹) در تحقیقی تحت عنوان "رابطه اثر گرایشی با جریانهای نقدی و عملکرد شرکت های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی وجود اثر تمایلی، در شرکت های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران و تأثیر آن بر عملکرد و جریانهای نقدی این شرکت ها با استفاده از مدل ادین مورد پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می دهد شرکت های سرمایه گذاری سهام برنده را سریع به فروش رسانده و سهام بازنده را برای مدت طولانی حفظ کرده اند. بیدگلی و تهرانی (۱۳۸۶) در تحقیقی تحت عنوان "بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. در این مطالعه، درجه اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران با معیارهای تخمین نادرست دقت اطلاعات، اثر بهتر از متوسط و توهم کنترل سنجیده شده و حجم مبادلات نیز به دو معیار میزان سرمای هگذاری و تعداد مبادلات شکسته شده است. در فرضیات مهم تحقیق، رابطه کل حجم مبادلات با سه معیار اعتماد بیش از حد، مورد آزمون قرار گرفت

و هر سه فرضیه کلی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید شد. در فرضیات اخص گروه A رابطه معناداری بین میزان سرمایه گذاری و متغیرهای اعتماد بیش از حد بررسی و این نتیجه حاصل شد که بین میزان سرمایه گذاری و رابطه معناداری بین تعداد مبادلات و معیارهای اثر بهتر از متوسط و توهم کنترل رابطه معناداری وجود ندارد. فرضیات اخص گروه B متغیرهای اعتماد بیش از حد بررسی شد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، تمامی فرضیات اخص گروه در B تأیید شد.

۳- روش شناسی تحقیق

این مقاله بر حسب هدف، کاربردی و از نوع توصیفی همبستگی و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است. برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده خواهد شد. بمنظور گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق و فرمول‌های استخراج متغیرهای تحقیق از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود. اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه های تحقیق، از اطلاعات غیر محرمانه بانکها بوده که از منابع مختلفی از جمله صورتهای مالی استخراج شدند. اطلاعات اخذ شده در رابطه با متغیرهای تحقیق وارد صفحه گسترده اکسل شده و سپس با استفاده از نرم افزارهای SPSS، EViews و MINITAB تحلیل شدند. جامعه آماری این تحقیق بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ (دوره شش ساله) می باشند.

۴- مدل تحقیق و تعاریف عملیاتی متغیرها

۲-۱- مدل تحقیق

با توجه شرایط آزمون و همچنین مفاهیم کاربردی مرتبط و مطالعه میدانی تحقیق پیش رو و خروجی بدست آمده از مدل تکس^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۵) برای آزمون فرضیه تحقیق از مدل مذکور استفاده شده است. مدل کلی مورد استفاده در تحقیق، به صورت زیر است:

$$HP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bsize_{i.t.d} + \beta_2 Bindp_{i.t.d} + \beta_3 Binst_{i.t.d} \\ + \beta_4 Bcons_{i.t.d} + \beta_5 Size_{i.t.d} + \beta_6 LEV_{i.t.d} \\ + \beta_8 RET_{i.t.d} + e_{i.t.d}$$

۲-۲- متغیر وابسته: اثر گرایشی

برای اندازه گیری اثر گرایشی از میانگین دوره نگهداری سهام عادی استفاده خواهد شد. طبق مطالعات آتکینز (۱۹۹۷) میانگین دوره نگهداری سهام شرکت، \bar{i} برای هر سال t از طریق تقسیم تعداد سهام منتشره شرکت، بر حجم معاملات سالانه شرکت، بدست می آید. به بیانی دیگر برای هر سال میانگین دوره نگهداری سهام عادی برای هر شرکت، به صورت زیر محاسبه میشود:

$$HP_{i,t} = \frac{1}{n} \left(\frac{\sum_{d=1}^n \text{Shares Outstanding}_{i,t,d}}{\sum_{d=1}^n \text{VOLD}_{i,t,d}} \right)$$

$\text{VOLD}_{i,t,d}$: ارزش معاملات روزانه سهام i در روز d سال t

$\text{Shares Outstanding}_{i,t,d}$: تعداد سهام منتشره i در روز d سال t

۲-۳- متغیر مستقل

حاکمیت شرکتی (**Corporate governance**): برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی از متغیرهای "اندازه هیات مدیره، استقلال هیات مدیره، تمرکز هیات مدیره و مالکیت نهادی" استفاده خواهد کرد.

اندازه هیات مدیره (**B Size**): برای اندازه گیری این شاخص از تعداد اعضای هیات مدیره استفاده خواهد شد.

استقلال هیات مدیره (Bindp): برای اندازه گیری استقلال هیات مدیره از نسبت تعداد اعضای مستقل (غیرموظف) بر تعداد اعضای هیات مدیره استفاده خواهد شد.

تمرکز هیات مدیره (Bcons): برای اندازه گیری تمرکز هیات مدیره از طریق بزرگترین سهامدار عضو هیات مدیره استفاده خواهد شد.

مالکیت نهادی (Binst): برای اندازه گیری مالکیت نهادی هیات مدیره درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکتها، شامل شرکت های بیمه، مؤسسه های مالی، بانکها، شرکت های دولتی و دیگر اجزای دولت است.

۴-۲- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE): در این تحقیق برای محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان دوره استفاده میشود و بدین منظور حاصل ضرب تعداد سهام منتشره در دست سهامداران را در قیمت سهام در آخرین روز از سال محاسبه می نمایند.

اهرم مالی (LEV): برای اندازه گیری اهرم مالی از تقسیم کل بدهی به کل دارایی محاسبه می شود.

بازده (RET): در یک دوره، که در برگیرنده تمامی مزایایی است که به دارنده سهم تعلق میگیرد. این مزایا شامل تغییر قیمت پایان دوره نسبت به قیمت اول دوره، سود نقدی و سایر مزایا نظیر افزایش سرمایه و سود نیز می باشد.

از آنجا که قلمرو زمانی این تحقیق از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۴ است، لذا جامعه آماری شامل تمامی بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران خواهند بود.

۵- نتایج و بحث

۱-۳- تعیین مدل مناسب برای تخمین مدل رگرسیون

با توجه به ادبیات تحقیق موجود و نیز ماهیت فرضیه های تحقیق در این تحقیق از داده های ترکیبی استفاده شده است. بمنظور تعیین مدل مناسب (تلفیقی یا تابلویی با اثرات ثابت یا تصادفی) برای آزمون فرضیات از آزمون های F لیمر (چاو) و هاسمن استفاده شده است. با توجه به نتایج جدول ۲ از روش اثرات ثابت برای تخمین مدل استفاده می شود.

جدول شماره (۲): نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
-------	-------	--------	-------

چاو	۱.۳۲	۰.۰۴۰۸	تابلویی
هاسمن	۴۷.۱۱	۰.۰۰۰۰	اثرات ثابت

۳-۲- آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

پیش از برازش مدل‌های رگرسیون لازم است ابتدا مفروضات رگرسیون خطی مورد آزمون قرار گیرد. قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، باید برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکاء نتایج برآورد مدل رگرسیونی، مفروضات مدل را بررسی نمود. آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها: فرض همسانی واریانس باقی مانده‌ها از طریق آزمون والد^{۱۱} استفاده شده است نتایج حاصل از آزمون در جدول ۳ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر همسانی واریانس‌ها رد شده است. بنابر این به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

عدم وجود خود همبستگی جزء خطا: برای بررسی استقلال باقی مانده‌ها از آزمون خود همبستگی ولدریج^{۱۲} استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون در جدول ۳ نشان می‌دهد. فرض صفر مبنی بر عدم خود همبستگی رد نشده است و این مهم با توجه به ماهیت اتورگرسیو داده‌ها دور از انتظار نمی‌باشد.

جدول شماره (۳): فروض مدل رگرسیون خطی

آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها		عدم وجود خود همبستگی جزء خطا		مدل رگرسیون خطی
احتمال	آماره F	احتمال	آماره F	
۰.۰۰۰۰	۱۸.۸۱	۰.۳۵۵۹	۰.۸۶۱	

عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی: در این مطالعه برای بررسی عدم وجود هم خطی از شاخص تورم واریانس^{۱۳} (VIF) استفاده خواهد شد. زمانی که شاخص وضعیت کمتر از ۱۰ باشد بیانگر عدم وجود همخطی می‌باشد. وقتی این شاخص مابین ۱۰ و ۳۰ باشد بیانگر هم خطی معتدل و زمانی که بزرگتر از ۳۰ باشد بیانگر وجود هم خطی شدید است. همانطوریکه نتایج جدول ۴ نشان می‌دهد بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد.

جدول (۴): آزمون شاخص تورم واریانس

شاخص تورم واریانس (VIF)	نماد متغیر
-------------------------	------------

¹¹ WALD

¹² Wooldridge

¹³ Variance Inflation Factor

بیست و نهمین همایش بانکداری اسلامی

BSIZE	کمتر از ۲
BINDEP	کمتر از ۲
BINST	کمتر از ۲
BCONS	کمتر از ۲
SIZE	کمتر از ۲
LEV	کمتر از ۲
RET	کمتر از ۲

پس از بررسی فروض کلاسیک در قسمت بعد نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی تحقیق و به تبع آن فرضیه های تحقیق مورد بررسی و آزمون قرار می گیرد.

۳-۳- آزمون فرضیات تحقیق

جدول ۵) نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون

$HP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Bsize_{i.t.d} + \beta_2 Bindp_{i.t.d} + \beta_3 Binst_{i.t.d} + \beta_4 Bcons_{i.t.d} + \beta_5 Size_{i.t.d} + \beta_6 LEV_{i.t.d} + \beta_8 RET_{i.t.d} + e_{i.t.d}$				
نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عرض از مبدا	β_0	1266.450	4.432937	0.0000
اندازه هیات مدیره	BSIZE	1.033119	0.112114	0.9108
استقلال هیات مدیره	BINDEP	30.10117	1.907876	0.0572
مالکیت نهادی	BINST	41.53504	4.121380	0.0000
تمرکز هیات مدیره	BCONS	14.71660	0.977839	0.3288
اندازه شرکت	SIZE	-63.42528	-2.893705	0.0040
اهرم مالی	LEV	-151.3016	-2.372272	0.0182
بازده سهام	RET	-0.070218	-2.389437	0.0174
ضریب تعیین	۰.۳۸	آماره F		۲.۳۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۳۷	معنی داری (P-Value)		۰.۰۰۰۰

فرضیه اول: اندازه هیات مدیره بر روی اثرگرایی سهامداران اثر معناداری دارد.

همانگونه که جدول ۵ نشان می‌دهد سطح احتمال اندازه هیات مدیره بیشتر از ۰.۱ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد نشده و این متغیرها از معنی داری لازم برخوردار نمی باشد. یعنی اندازه هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری ندارد. همانطوریکه نتایج نشان می‌دهد و مورد انتظار بوده است، اندازه هیات مدیره بار روانی خاصی را نمی‌تواند بر سهامداران تحمیل کند که منجر به تشدید یا کاهش اثرات رفتاری آنها علی‌الخصوص اثر گرایشی شود.

فرضیه دوم: استقلال هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری دارد.

مطابق جدول ۵ سطح استقلال هیات مدیره کمتر از سطح معناداری ۰.۱ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد شده و این متغیرها از معنی داری لازم برخوردار است. این موضوع بدان معنی است که استقلال هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری دارد. با توجه به این که ضریب تاثیر محاسبه شده برای متغیر استقلال هیات مدیره برابر ۳۰ می باشد و نشان می‌دهد که استقلال هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر مثبت و معناداری دارد. این مهم نشان می‌دهد که استقلال هیات مدیره باعث افزایش اعتماد و انگیزه در حفظ سهام برای جبران ضررهای سهام زیان ده و در نتیجه باعث تشدید اثر گرایشی خواهد شد.

فرضیه سوم: مالکان نهادی هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری دارند.

همانگونه که جدول) نشان می‌دهد سطح مالکان نهادی هیات مدیره کمتر از سطح معناداری ۰.۱ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد شده و این متغیرها از معنی داری لازم برخوردار است این موضوع بدان معنی است که مالکان نهادی هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری دارند. با توجه به این که ضریب تاثیر محاسبه شده برای متغیر مالکان نهادی هیات مدیره برابر ۴۱ می باشد، و نشان می‌دهد که مالکان نهادی هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر مثبت و معناداری دارند. این مهم نشان می‌دهد که مالکان نهادی هیات مدیره باعث افزایش اعتماد و انگیزه در حفظ سهام برای جبران ضررهای سهام زیان ده و در نتیجه باعث تشدید اثر گرایشی خواهد شد.

فرضیه چهارم: تمرکز هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری دارد.

بر اساس نتایج جدول ۶ سطح احتمال تمرکز هیات مدیره بیشتر از ۰.۱ بوده لذا فرض صفر مبنی بر عدم تاثیر گذاری رد نشده و این متغیرها از معنی داری لازم برخوردار نمی باشد این موضوع بدان معنی است که تمرکز هیات مدیره بر روی اثر گرایشی سهامداران اثر معناداری ندارد. البته انتظار می‌رفت وجود تمرکز بالای سهامداران و وجود سهامداران عمده باعث شود که سهامداران تحت تاثیر این که شاید سهامداران عمده شرکت سعی در سفته بازی و یا حرکت های خاصی شوند و عدم اعتماد به این گونه سهام به دلیل توزیع نامتوازن مالکیت، علاقه خاصی به حفظ مالکیت این گونه شرکت ها نداشته باشند.

۶- نتیجه گیری

در این تحقیق تاثیر رابطه حاکمیت شرکتی و اثر گرایشی سهامداران بر بانکهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت که نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری داده ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره مبین تاثیر حاکمیت شرکتی بر روی سطح سرمایه گذاری سهام داران در

بازار سرمایه می باشد. همانطور که نتایج نشان می دهد استقلال و مالکیت نهادی هیات مدیره تاثیر مثبت و معنادار داشته اند، ولی اندازه و تمرکز مالکیت هیات مدیره تاثیر معناداری بر اثر گرایشی سهامداران نداشته اند. همچنین سایر نتایج نشان می دهد که متغیرهای اندازه، اهرم مالی و بازده سهام تاثیر منفی بر روی اثر گرایشی دارند. در پایان پیشنهاد می شود در پژوهش های آتی از سایر متغیرهای حاکمیت شرکتی همچون مالکیت مدیریتی، مالکیت خانوادگی و تاثیر گذاری آن بر اثر گرایشی استفاده شود.

۷- منابع

۱. گودرزی، صدیقه (۱۳۹۴). " مطالعه تجربی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سرمایه گذاری و شیوه های تأمین مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بندرعباس.
۲. سیف الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا و نادر دشتی (۱۳۹۴). بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره پانزدهم.
۳. جهانگیری راد، مصطفی، مرفوع، محمد و محمد جواد سلیمی (۱۳۹۳). بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم شماره ۴۲، تابستان ۱۳۹۳، ۱۴۱-۱۵۸.
۴. حیدرپور، فرزانه، تازی وردی، یداله و مریم محرابی (۱۳۹۲). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفدهم، بهار ۱۳۹۲.
۵. فدایی نژاد، محمد اسماعیل، نوفرستی، محمد و سید وحید شالباف یزدی (۱۳۹۱). بررسی ارتباط عدم نقدشوندگی و اثر گرایشی با دوره نگهداری سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران. چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۵، بهار ۱۳۹۱، ص ۵۲-۲.
۶. شمس، شهاب الدین یحیی زاده فر، محمود و عباس امامی (۱۳۸۹). رابطه اثر گرایشی با جریان نقدی و عملکرد شرکت های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰ پاییز و زمستان ۱۳۸۹، ص ۹۵-۱۱۶.
۷. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و طهرانی، اشرف (۱۳۸۹). بررسی رابطه اعتماد بیش از حد سرمایه گذاران انفرادی و حجم مبادلات آنها در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۱۰، شماره ۴ (پیاپی ۳۹)، ص ۲۳۱-۲۵۳.

۸. رحمانی، فاطمه، واعظ، سید علی؛ قنواتی، نسرین، واعظ، سید علی و محمد حسین قلمبر (۱۳۹۳). بررسی رابطه تمرکز مالکیت و ساختار هیئت مدیره با کارایی مدیریت سرمایه در گردش مقاله ۸، دوره ۲، شماره ۱، ص ۱۱۳-۱۲۸.

9. Atkins, A. & Dyl, E. (1997) "Transactions Costs and Holding Periods For Common Stocks", *The Journal of Finance*, Vol.52, No.1, PP. 309-325.

10. Andreou. P. C, Louca, C. Panayides, P.M. 2014. Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry. [http:// dx.doi.org/10.1016/j.tre.2014.01.005](http://dx.doi.org/10.1016/j.tre.2014.01.005) 1366-5545/_2014 Elsevier Ltd. All rights reserved. (6), 585-604.

11. Ke Li, Lei Lu, Usha R. Mittoo and Zhou Zhang (2015). Board independence, ownership concentration and corporate performance—Chinese evidence. *International Review of Financial Analysis*, vol. 41, issue C, pages 162-175

12. Kahneman, D, & Tversky A. (1979). "Prospect theory: An analysis of decision under risk", *Econometrica*, Vol. 47: 263-291.

13. Holger A. Rau. (۲۰۱۵). The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter?. *Economics Letters*, 123 (2014) 33-36.

14. Alex , Frino. Grace , Lepone. Danika , Wright. (2015). Investor characteristics and the disposition effect. *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 31, January 2015, Pages 1-12

15. Holger A. Rau. (2014). The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter?. *Economics Letters*, 123 (2014) 33-36.

16. Newton Da Costa Jra, Marco Goulart, Cesar Cupertino, Jurandir Macedo Jr., Sergio Da Silva. (2013). The Disposition Effect and Investor Experience?. *Journal of Banking & Finance*, 37 (2013) 1669-1675.

17. Newton Da Costa Jra, Carlos Minetob & Sergio Da Silva. (2008). Disposition Effect and Gender. *Applied Economics Letters*, N. 15, PP. 411-416.

18. Visaltanachoti, N. ; Luo, H. & Lu, L. (2007). Holding periods, Illiquidity and Disposition Effect in the Chinese Stock Markets. *Applied Financial Economics*, 17, PP. 1265-1274.

ABSTRACT

Evaluation the impact of corporate governance on shareholders disposition effect of companies listed on the Tehran Stock Exchange

In recent years, financial markets has been witnessed stock prices volatility, which heavily influence investor behavior, perspectives, insights and experiences of social factors, political and economic, one of this investors behavior is shareholders disposition effect. Due to the fact that likely corporate governance impacts on shareholders behavior. In this article,we evaluate the corporate governance impact on disposition effect. Corporate governance is considered to independent variables and examine its impact on disposition effect. The population of this research are firms listed in the Tehran Stock Exchange during the years 1390 to 1394. The sample size according to the method of screening and after the removal of outlier observations is equal to 91 companies. In this study to measure corporate governance variables is used board size, board concentration, board independence and institutional ownership.

In this research used panel structure with fix effect, the results of the analysis of corporate data using multivariate regression at confidence level of 90% shows, board independence and institutional investors have a positive effect on disposition effect, the results also show there is no significant relationship between the size and concentration of the board and disposition effect.

Keywords: Disposition effect, Corporate governance, Institutional ownership, Board independence, Board concentration