

بررسی و تحلیل ادراکات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه

نجمه راموز^{*}، اکرم مهرگان‌نیا^۲

چکیده

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی گامی مؤثر در راستای تشویق مدیران در جهت استفاده مؤثر از منابع و نیز پاسخگویی آن‌ها به سهامدارانی است که منابع خود را در اختیار مدیران قرار داده‌اند؛ خاصه می‌توان یکی از اهداف مهم و غایی آن را جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، شفاف شدن بازارهای مالی و تشویق افراد به سرمایه‌گذاری بیش‌تر در بازارهای سرمایه عنوان نمود. از طرفی دیگر دیدگاه و ادراکات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای از این اصول قطعاً در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری آن‌ها و در نهایت بازده سهام شرکت‌های مورد نظر، مؤثر خواهد بود. پژوهش حاضر با تفکیک سرمایه‌گذاران به دو بخش حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای، ادراکات این سرمایه‌گذاران از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را مورد بررسی قرار داده است. جامعه آماری این تحقیق سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای فعال در بازار سرمایه ایران می‌باشد. ۶۰ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری به روش تصادفی ساده انتخاب شدند و رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و تصمیمات سرمایه‌گذاران با استفاده از پرسشنامه مورد ارزیابی قرار گرفت. برای آزمون فرضیات از آزمون کولموگروف-اسمیرنف جهت تست نرمال بودن داده‌ها، و آزمون t مستقل با استفاده از نرم‌افزار SPSS انجام گردید. نتایج تحقیق نشان داد که ادراکات این دو گروه در خصوص مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی دارای تفاوت معناداری با یکدیگر می‌باشد؛ مهم‌ترین تفاوت‌ها مربوط به معیارهای سهامداران نهادی و ساختار مالکیت و استقلال هیأت‌مدیره می‌باشد. در خصوص شفافیت اطلاعات تفاوت معناداری مابین دیدگاه‌های این دو گروه به دست نیامد.

واژه‌های کلیدی: مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای، ادراکات سرمایه‌گذاران، بازار سرمایه.

۱. استادیار مدیریت، دانشگاه قم

۲. دانشجوی کارشناسی‌ارشد مدیریت مالی، دانشگاه قم

تاریخ دریافت مقاله: ۹۵/۱/۱۷

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۵/۶/۸

* نویسنده مسئول: نجمه راموز

NRamooz@modares.ac.ir

۱. مقدمه

حاکمیت شرکتی^۱ در واقع راهی برای برطرف نمودن چالش‌های فکری سرمایه‌گذاران بوده و به ارتقای روابط و عملکردهای تجاری شرکت‌ها نیز کمک قابل توجهی می‌نماید. موضوعات مربوط به حاکمیت شرکتی صحیح برای سرمایه‌گذارانی که کم‌اطلاع و غیرحرفه‌ای هستند و توانایی، قدرت یا نفوذی برای نظارت مدیریتی ندارند، از اهمیت بیش‌تری برخوردار است. در رسوایی‌های مالی اخیر اروپا، بسیاری از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای به طرز قابل توجهی آسیب دیدند. تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه‌گذار به صورت یک رابطه برقرار می‌باشد، لذا می‌توان انتظار داشت که تغییرات در حاکمیت شرکتی بر تصورات سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای و حرفه‌ای به صورت مختلفی تأثیر گذارد. (برینک، ۲۰۱۳).

بهبود اجرا و به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی و ملزم شدن قانون شرکت‌ها به رعایت این چارچوب‌ها، قاعدتاً می‌بایست به عنوان یکی از عوامل مهم و تأثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران خود را نشان دهد. چرا که اگر این رابطه علت و معلولی مورد نظر در نهایت بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و تصمیم‌سازان بازارهای مالی بی‌تأثیر باشد، حکایت از وجود ضعف و نقصانی در ارکان بازار سرمایه می‌باشد که خود گویای ناکارآمدی بازارهای سرمایه کشور در تخصیص بهینه منابع^۲ می‌باشد که این اصل نیز یکی از کارکردهای بازارهای مالی سالم در اقتصاد می‌باشد. اینجاست که می‌توان نقش و جایگاه حاکمیت شرکتی را در شفاف‌سازی و سالم‌سازی اقتصاد مورد بررسی قرار داد. بنابراین حاکمیت شرکتی را می‌توان به عنوان یکی از ابزارهای تحقق بند ۱۹ سیاست‌های ابلاغی اقتصاد مقاومتی نیز در نظر گرفت و این حیث سرمایه‌گذاری بیش‌تر در این خصوص قابل توجه می‌باشد (سیاست ابلاغی اقتصاد مقاومتی).

در ایران اقدامات ارزنده‌ای در این حیثه انجام شده است، قوانین وضع شده توسط سازمان بورس اوراق بهادار و بررسی سیر تحولی آن نیز گویای اهمیت روزافزون حاکمیت شرکتی از منظر قانون‌گذاران می‌باشد. وضع قوانینی مانند افشای اطلاعات مصوب ۱۳۸۶ و تهیه پیش‌نویس حاکمیت شرکتی نشان‌دهنده روند تکاملی اقتصاد ایران از نظر قوانین در این خصوص می‌باشد. پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی قطعاً مورد توجه طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران می‌باشد. با توجه به این که در ایران تاکنون پژوهشی در زمینه تأثیر حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای به صورت مجزا صورت نگرفته، هدف تحقیق حاضر دستیابی به آگاه ساختن سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه نسبت به مربوط بودن و سودمند بودن حاکمیت شرکتی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری و کمک به اجرایی‌سازی اقتصاد

1. Corporate governance

2. Resource allocation

مقاومتی و شفاف‌سازی و سالم‌سازی اقتصاد و همچنین تخصیص بهینه منابع در اقتصاد است. انجام چنین پژوهشی موجب اطمینان خاطر سرمایه‌گذاران نسبت به حفظ حقوق آن‌ها در شرکت، ترغیب هرچه بیشتر آن‌ها به استفاده از اطلاعات مربوط به وضعیت حاکمیت شرکتی شرکت‌ها و در نهایت مشارکت گسترده‌تر آن‌ها در بازار و جذب سرمایه و به ویژه بورس اوراق بهادار می‌شود. پژوهش حاضر به بررسی ادراکات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای و تحلیل آن‌ها از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌پردازد.

۲. مبانی نظری تحقیق

در آخرین دهه قرن بیستم، حاکمیت شرکتی، جایگاه و اهمیت بالاتری پیدا کرد و نه تنها در دروس مالی بلکه در دیگر زمینه‌های دانشگاهی بر ساختار مالکیتی، کارآیی اقتصادی و بازار تولید رقابتی، زمینه‌های بین‌المللی و مباحث عمومی مورد بحث قرار گرفت. (درویش، ۲۰۱۵). مفهوم حاکمیت شرکتی به دلیل محدودیت‌های تئوری نمایندگی^۱ به منظور نشان دادن و پرداختن به مشکلات نمایندگی به وجود آمد. به طور کلی مفهوم حاکمیت شرکتی به عنوان راهی برای کنترل یا مقابله با رفتار مدیریتی مستبدانه مطرح می‌باشد. در واقع سیستم حاکمیت مناسب، حمایت مؤثر نسبت به سهامداران، بستن کارکنان و سایر ذینفعان ارائه می‌دهد و این اطمینان خاطر را به ذی‌نفعان می‌دهد که سرمایه خود را با ارزشی بالاتر از قبل دریافت خواهند نمود. (هاریتی، ۲۰۱۵)

نمی‌توان به راحتی تعریفی پذیرفته و واحد از حاکمیت شرکتی ارائه نمود و تعاریف موجود با توجه به کشوری که در آن‌جا ارائه شده‌اند، تفاوت‌های اساسی دارند (عاشقی‌اسکویی، ۱۳۸۵). کریج (۲۰۰۵) اظهار داشت که حاکمیت شرکتی به روش‌های متفاوتی تعریف و به کار گرفته می‌شود. در شکل جهانی بستگی به قدرت نسبی مالکان، مدیران و فراهم‌کنندگان سرمایه دارد. این امر مستلزم رویه‌ها، قوانین و سیاست‌هایی است که روش اداره نظارت و کنترل شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. (اوکی‌رو و همکاران، ۲۰۱۵). بر اساس مرور پیشینه تحقیقات و مطالعات اخیر در مورد تعاریف مختلف حاکمیت شرکتی، تعاریف مربوط به حاکمیت شرکتی به دو دسته اصلی تقسیم می‌شوند. دسته اول تعاریفی هستند که به شناسایی و تشخیص الگوهای رفتاری شرکت‌ها با مدنظر قرار گرفتن ساختار مالی، رشد، راندمان و بهره‌وری عملکرد و روابط با سهامداران و وام‌دهندگان می‌پردازد. دسته دوم تعاریف که به شناسایی چهارچوب اصلی و هنجاری بر حسب قوانین و مقررات حاکمیت، کنترل، نظارت و تأثیر بر فعالیت‌های شرکت می‌پردازد. یک همپوشانی بین این دو دسته از تعاریف وجود دارد که در تضاد با نظریات

1. Agency problem

نمایندگی و یا نظریات اصولی می‌باشند. اکثریت تعاریف، حاکمیت شرکتی را در ارتباط با نظارت و کنترل مدیریت با شرکت و یا رفتار مدیریتی می‌دانند. (درویش، ۲۰۱۵) شی فر و ویشنی (۱۹۹۷) حاکمیت شرکتی را به عنوان راه‌هایی که شرکت منابع مالی مورد نیاز را تأمین می‌نماید و به تأمین‌کنندگان این منابع بابت بازده سرمایه‌گذارانشان اطمینان می‌دهد، تعریف نموده است (عثمان، ۲۰۱۴). از دیدگاه حساس یگانه، حاکمیت شرکتی به معنای قوانین، مقررات، ساختارها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

هدف مهم حاکمیت شرکتی، حصول اطمینان از پاسخگویی و شفافیت کسانی است که از طریق مکانیزم‌هایی که تضاد نمایندگی را کاهش می‌دهند، درگیر اجرای سیاست‌هایی در سازمان‌ها هستند (اوکی‌رو و همکاران، ۲۰۱۵).

۲.۱. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی

طبقه‌بندی‌های مختلفی از معیارها و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در داخل و خارج از کشور انجام شده است که با وجود همپوشانی در مقداری از عوامل، از موارد منحصر به فرد می‌باشد. با بررسی‌های جامع مبانی نظری مکانیزم‌های شفافیت اطلاعاتی، استقلال اعضای هیأت‌مدیره، سهامدار بودن اعضای هیأت‌مدیره و سهامداران نهادی به عنوان پرکاربردترین اصول حاکمیت شرکتی انتخاب شد.

۲.۱.۱. سهامداران نهادی

در نیمه دوم قرن بیستم سرمایه‌گذاران نهادی به یکی از مؤلفه‌های مهم بازار سرمایه تبدیل شدند. به عنوان مثال در ایالت متحده در سال ۱۹۵۰، سرمایه‌گذاران نهادی ۶/۱ درصد از مجموع مالکیت بازار سهام را در دست داشتند و در سال ۲۰۰۲ بیش از ۵۰ درصد از مجموع مالکیت بازار سهام را در دست داشتند. امروزه در بسیاری از شرکت‌ها سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان نقش‌آفرینان اصلی در بازارهای مالی تبدیل شده‌اند. (ناظمی و نصیری، ۱۳۹۳).

سرمایه‌گذاران نهادی به دلایل زیر نقش قابل توجهی در کنترل و نظارت بر شرکت‌ها دارند. سهامداران نهادی معمولاً خود میزان قابل توجهی از سهام شرکت را دارا هستند، پتانسیل سود معاملات به قدری بالاست که اجازه اشتباه به آن‌ها نمی‌دهد. توانایی کم‌تری نسبت به سهامداران انفرادی برای تسویه سهام بدون تأثیر بر قیمت سهم دارند، به نظر می‌رسد مسئولیت امانتداری نسبت به سهام دیگر سهامداران را بر عهده دارند (مارن و رومالد، ۲۰۱۲).

۲.۱.۲. سهامدار بودن اعضای هیأت مدیره (مالکیت مدیریتی)

در ارتباط با مدل مالک- نماینده، بسیاری از محققان بر این باورند که مالکیت سهام موجب می‌شود تا مدیران انگیزهٔ بیش‌تری برای بهبود عملکرد شرکت پیدا کنند. بنابراین، قراردادهای پاداش که به طور مستقیم حقوق و امتیاز مدیران را به سود بازار شرکت وصل می‌کند باید برای سرمایه‌گذاران پسندیده باشد. هر چند، سایرین بر این باورند که مدیران صاحب سهام از طریق دستکاری سود شرکت به منظور افزایش ثروتشان به طور خودخواهان‌های رفتار می‌کنند. (برینک، ۲۰۱۳).

از طرفی طبق مالکیت مدیریتی، اگر مدیران مالک سهام باشند، مدیران همانند خود سهامداران مستقیماً مدیریت شرکت‌ها را راهنمایی و کنترل می‌کنند. در نتیجه به نظر می‌رسد مشکلات نمایندگی کم‌تری در مقایسه با مواردی که مدیران خود سهام‌دار نیستند و مدیریت شرکتی را نظارت نمی‌کنند، به وجود بیاید (مارن و رومالد، ۲۰۱۲).

۲.۱.۳. استقلال اعضای هیأت مدیره

فروپاشی انرون در سال ۲۰۰۱ نظرها را به سوی اثر بخشی عملکرد مدیران غیر موظف هیأت مدیره جلب کرد. از سوی دیگر، گزارش هیگز^۱ (۲۰۰۳) در انگلستان نیز پاسخ دندان شکنی به نفوذ فراوان مدیران غیر موظف ناکارا در شرکت‌های هم ردیف انرون محسوب می‌شد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف (غیر اجرایی) مستقل در هیأت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیأت مدیره، کمک قابل توجهی می‌کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیر موظف در میان اعضای هیأت مدیره ایفا می‌کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر اصلی یک هیأت مدیره کارا و مؤثر محسوب می‌شود، زیرا در حالی که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی دربارهٔ فعالیت‌های شرکت ارائه می‌کنند، مدیران غیر موظف با دیدگاه حرفه‌ای و بی‌طرفانه در مورد تصمیم‌گیری‌های مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند. بدین ترتیب، هیأت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک ساز و کار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می‌آید (شوروزی و همکاران، ۱۳۹۴).

شواهد تجربی ارتباط پیوسته‌ای بین شفاف‌سازی شرکت‌ها و استقلال هیأت مدیره را نشان می‌دهد. استقلال هیأت مدیره یک عنصر مهم در نظارت بر روند حسابداری شرکت‌های بزرگ

هست و بر گزارش‌های مالی مؤثر است. میزان بالای مدیران مستقل، نظارت بر فرصت‌طلبی مدیریتی را افزایش و ضعف‌های مدیریتی را کاهش می‌دهد (تنگ‌توری، ۲۰۱۱).
 فاربر^۱ در سال ۲۰۰۵ رابطه مثبتی میان افزایش استقلال اعضای هیأت مدیره و اعتماد سرمایه‌گذار پیدا کرد. این مسئله نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران استقلال هیأت مدیره را به عنوان ویژگی عمده‌ای در نظر گرفته‌اند. (برینک، ۲۰۱۳).

۲.۱.۴. شفافیت اطلاعات و کیفیت حسابرسی

یکی از الزامات رقابت سالم دسترسی همه مشارکت‌کنندگان به اطلاعات شفاف است. بدیهی است با توجه به جایگاه و نقش مؤسسات حسابرسی در اعتباربخشی به اطلاعات مورد نیاز تصمیم‌گیرندگان، استقلال واقعی حسابرس و کیفیت کار مؤسسان حسابرسی که به عنوان عوامل کلیدی در نظام اعتباربخشی حسابرس قلمداد می‌شوند، در سرلوحه توجه آنان قرار دارد (بولو و همکاران، ۱۳۸۹).

گزارش مربوط به تصمیمات ناکارآمدی مدیران اجرایی ممکن است که حسابرس را با فشار مدیریت روبه‌رو کند. یک کمیته حسابرسی مستقل می‌تواند با حمایت از حسابرس چنین فشاری را کاهش دهد. در واقع یک کمیته حسابرسی که مستقل از مدیریت عمل می‌کند، فشارهایی که از سوی مدیریت بر حسابرس اعمال می‌شود را کاهش می‌دهد تا حسابرس بتواند گزارش‌های شفاف و واضحی را صادر کند. چنین انتظار می‌رود هر چقدر وابستگی مدیران به کمیته حسابرسی افزایش یابد، احتمال تهیه گزارش برای شرکت‌هایی که از لحاظ مالی ضعیف هستند، کاهش می‌یابد (روزبانی و همکاران، ۲۰۱۵).

حسابرس مستقل یکی از با اهمیت‌ترین و در عین حال مؤثرترین روش‌ها برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به‌شمار می‌رود. از طرف دیگر خوش‌نامی و شهرت نهاد حسابرسی تأثیر زیادی بر اعتماد و اعتبار اطلاعات و داده‌های حسابداری دارد. (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

۳. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای

موضوع دیگری که در این رهگذر دارای اهمیت است و باید به آن پرداخته شود، موضوع حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای بودن سرمایه‌گذاران بالقوه در این رابطه می‌باشد. دلیل اهمیت این موضوع آن است که به نظر می‌رسد که این دو گروه رفتار یکسانی در رابطه با تصمیمات سرمایه‌گذاری نداشته باشند.

1. Farber

سرمایه‌گذاران حرفه‌ای به سرمایه‌گذارانی اطلاق می‌شود که با در اختیار داشتن وجوه رسمی (مربوط به شرکت‌های متنوع) و در چارچوب یک مدیریت حرفه‌ای و به نمایندگی از گروهی از افراد، سازمانی دیگر و یا گروهی از سازمان‌ها به سرمایه‌گذاری در بورس می‌پردازند (جلیلی و مشیری، ۱۳۸۷).

ماهیت کار و روابط قراردادی حاکم بر کار سرمایه‌گذاران حرفه‌ای شبیه چارچوب‌ها و ضوابط مربوط به حساب‌برسان مستقل و رسمی می‌باشد. همانند حساب‌برسان مستقل، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نیز وظایفی در جهت حمایت و حفاظت مالی از منافع موکلین خود به عهده دارند (موکلینی که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای با پول آن‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند) که لازمه آن بی‌طرفی و استقلال می‌باشد. نکته مهم و قابل ذکر در این رهگذر این است که شرکت‌های سرمایه‌گذاری به سمت اعطای مشوق‌های مالی (جایزه و هدایای قابل ملاحظه) به سرمایه‌گذاران خود (حرفه‌ای) روی آورده‌اند تا بتوانند معاملات بزرگ و سودآور را مدیریت کنند. پیامد چنین سیاستی این است که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای با اغماض از وظیفه بی‌طرفی و استقلال و با انگیزه به حداکثر رساندن منافع شخصی خود (دریافت هدایا، جوایز و کمیسیون‌های کلان بیش‌تر)، به موارد سرمایه‌گذاری پریسک با دید بیش از حد خوشبینانه برخورد می‌کنند و وارد معاملات پرخطر می‌شوند (جلیلی و مشیری، ۱۳۸۷).

به طور کلی، سرمایه‌گذاران حرفه‌ای آن دسته از سرمایه‌گذارانی هستند که منابع مالی بیش‌تر و پایدارتری را دارا می‌باشند، تجربه و تخصص آن‌ها در سرمایه‌گذاری بیش‌تر می‌باشد و دارای دید بلندمدت بوده و معمولاً به صورت مستقیم اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. در حالی که سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای منابع مالی کم‌تری دارند و دانش آن‌ها در سرمایه‌گذاری کم‌تر می‌باشد و دارای دید کوتاه‌مدت بوده و بیش‌تر از مشاوران مالی مستقل برای سرمایه‌گذاری خود استفاده می‌کنند. (ابزری و همکاران، ۱۳۸۶)

۴. پیشینه پژوهش

محققان زیادی در داخل و خارج از کشور در حوزه‌های مرتبط با حاکمیت شرکتی تلاش نموده و اثرات ارزنده‌ای ارائه شده است که توسط نگارنده به چند حوزه کلی طبقه‌بندی شده است. این طبقه‌بندی از این حیث حائز نوآوری است و به عنوان راهنمایی کلی جهت محققین و علاقه‌مندان نیز قابل استفاده خواهد بود.

اوترروگنزالس و همکاران (۲۰۱۶)، در مقاله خود به بررسی چرایی و چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ابتدا

اعلامیه‌های مرتبط با وظایفی مبنی بر حفظ اسرار مالی^۱، از طریق سرمایه‌گذاران به طور منفی ارزش‌گذاری می‌شود. سپس اخبار مرتبط با نهادهای حاکم، یک روند حرکتی قیمت سهام مثبت ارائه می‌دهد. این نتایج غیرهمسان، دیدگاه‌های جالبی را فراروی ما قرار می‌دهد. اولاً اعلامیه‌ها و آگهی‌های مرتبط با وظایفی مبنی بر حفظ اسرار مالی، به راحتی اتخاذ و مورد قبول واقع می‌شوند و بدون تأثیرگذاری بر روی مسائل نمایندگی، توسط سرمایه‌گذاران به صورت منفی ارزش‌گذاری می‌شوند. از سوی دیگر، آن اعلامیه‌هایی که در ارتباط با مسئولیت اجتماعی و حاکمیت شرکتی ضروری‌ترند، یک واکنش قیمتی مثبت و معناداری ارائه می‌دهند.

شارما (۲۰۰۶)، در مقاله خود به بررسی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص اثربخشی هیأت مدیره و اثرات آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها پرداخت. نتایج نشان داد که حتی در زمینه عملکرد مالی سالم، برداشت سرمایه‌گذاران از اثربخشی هیأت مدیره تعیین‌کننده‌ی اساسی در قضاوت‌های سرمایه‌گذارانشان است. این وابستگی تعدیل شده توسط نوع سرمایه‌گذار نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای نسبت به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای محافظه‌کارترند. این نتایج با تئوری نمایندگی سازگار است. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که برداشت سرمایه‌گذاران از اثربخشی هیأت مدیره ارتباط معنی‌داری با قضاوت آن‌ها در رابطه با ریسک سرمایه‌گذاری ندارد. همچنین برداشت سرمایه‌گذاران از اثربخشی هیأت مدیره رابطه مثبت (مستقیم) با میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها دارد. و در نهایت رابطه بین اثربخشی هیأت مدیره و قضاوت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه با سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای مشابه می‌باشد.

کوهن و همکاران (۲۰۱۰)، در پژوهشی به بررسی ادراک سرمایه‌گذاران انفرادی از مفید بودن اطلاعات افشاشده درباره عملکرد اقتصادی و حاکمیت شرکتی پرداختند. آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذارانی که سهام شرکت‌های دارای شاخص‌های بالاتر حاکمیت شرکتی را در سبد سهام خود نگهداری می‌کنند بیش از افرادی که چنین سهامی را در پرتفوی خود ندارند، از اطلاعات غیر مالی بهره می‌برند.

برخی از محققین در مطالعات خود زمینه‌های نگرشی و روانشناختی سرمایه‌گذاران توجه نموده و تأثیر حاکمیت شرکتی و مکانیسم‌های آن را بر ادراکات سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار داده‌اند. در این خصوص برینک (۲۰۱۳)، در تحقیق خود به بررسی ادراک سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای از حاکمیت شرکتی پرداخت. این بررسی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران فردی بالقوه و فعال را در میزان اهمیت مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی از یک دیدگاه سرمایه‌گذاری، استخراج نمود. در این تحقیق چهار مکانیسم حاکمیت شرکتی مشخص شد که شامل ویژگی‌های رئیس

1. Fiduciary duties

هیأت‌مدیره، حق مالکیت و حقوق و مزایا، حقوق سرمایه‌گذار و محدودیت‌های نیروهای مدیریتی و بازرسی می‌باشند. بیست و دو مکانیزم خاص شرکتی درون این دسته‌بندی‌ها در تحقیق طراحی شده تا تصورات فردی سرمایه‌گذاران در مورد حاکمیت شرکتی را برآورد کنند. نتایج نشان می‌دهد که ۱۰ طرح اساسی به بهترین شکل، تصویر کلی حاکمیت شرکتی از دیدگاه سرمایه‌گذار غیرحرفه‌ای را توضیح می‌دهد. بدین ترتیب رهنمودی را در جهت ازدیاد عوامل حاکمیت شرکتی خاص که مرتبط با سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای هستند، ارائه می‌دهد. این نتایج به ما این امکان را می‌دهد تا دریابیم که چگونه سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای حاکمیت شرکتی را درک می‌کنند

در پژوهشی دیگر، چن (۲۰۱۳)، به بررسی این موضوع که آیا تمایلات سرمایه‌گذار تأثیر منفی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های بزرگ دارد و این که آیا چنین تأثیری در صورت وجود، می‌تواند به طور مؤثر توسط مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی کاسته شود، پرداخت. برای این تحقیق نمونه‌ای از شرکت‌های تایوان بین سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۰ انتخاب شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تمایلات سرمایه‌گذاران به صورت معنادار و مثبت با میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها در شرکت‌ها ارتباط دارد. تمایلات سرمایه‌گذار تأثیر منفی بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت دارد. بررسی‌های پیش‌تر بر روی اثر تعدیلی حاکمیت شرکتی تأیید می‌کند که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند این تأثیر منفی تمایلات سرمایه‌گذاران بر روی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را کاهش دهد. بنابراین شرکت‌ها باید سازوکارهای حاکمیت شرکتی را تقویت کنند تا از تأثیرات معکوس احساسات سرمایه‌گذاران بکاهند.

گوپتا و شارما (۲۰۱۴)، در تحقیق خود به مطالعه تأثیر اصول حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های هند و کره جنوبی پرداختند. در این تحقیق از پارامترهایی مانند نظامنامه هیأت‌مدیره، ساختار هیأت‌مدیره، مدیران مستقل و نقش آن‌ها و تضاد منافع و افشای اطلاعات به کار گرفته شده است. نتایج تحقیق نشان داد که شیوه‌های حاکمیت شرکتی تأثیر محدودی در قیمت سهام و همچنین بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

در میان مطالعات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی و رفتار سرمایه‌گذاران، دسته‌ای از مطالعات نیز به چشم می‌خورند که به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و بازده سهام می‌پردازند. منطق این دسته از محققین به این موضوع اشاره دارد که قاعدتاً شرکتی که قوانین افشاگری را به خوبی رعایت می‌نماید و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در آن بالاست قاعدتاً به بازارهای مالی سیگنال‌های مثبتی عرضه نموده است و انتظار می‌رود با افزایش تقاضا برای خرید سهام این دسته از شرکت‌ها در نهایت بر اساس قانون عرضه و تقاضا بازده سهام این دسته از شرکت‌ها افزایش نشان دهد. بوتتا و شاه (۲۰۱۴)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر واکنش سرمایه‌گذاران در ۱۲۵

شرکت غیرمالی پاکستانی را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که حاکمیت شرکتی بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیرگذار نمی‌باشد که این موضوع به ناکارآمدی بازارهای مالی و همچنین دانش ناکافی سرمایه‌گذاران درباره بازارهای مالی باز می‌گردد. در ایران قوی‌اندام و صفری‌گرایی (۲۰۱۵)، نیز در این زمینه تحقیقی انجام دادند و به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر واکنش سرمایه‌گذاران پرداختند. در این تحقیق نسبت اعضای غیرموظف، نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی مدیرعامل شرکت، به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی انتخاب شد. و برای اندازه‌گیری واکنش سرمایه‌گذاران از بازده سهام استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان داد که بین نسبت اعضای غیرموظف و نسبت سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی مدیرعامل با واکنش‌های سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

هر چند برخی از تحقیقات انجام شده در بورس اوراق بهادار تهران از جمله مطالعه بت‌شکن و رهبری خرازی (۱۳۸۸) نشان‌دهنده عدم رعایت هر گونه حقوق سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، و لیکن جمشیدی‌نوید و ایزدی (۱۳۹۰)، در تحقیق خود به بررسی تأثیر به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند. جامعه آماری در تحقیق، سهامداران حقیقی بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین رعایت حقوق سهامداران، یکسان بودن حقوق سهامداران و رفتار سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

جلیلی و مشیری (۱۳۸۷)، در ایران تحقیقی انجام دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در ایران تحلیل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص اثربخشی هیأت مدیره مشابه می‌باشد. نتایج تحقیق حاکی از آن است که برداشت سرمایه‌گذاران از اثربخشی هیأت‌مدیره ارتباط معنی‌داری با قضاوت آن‌ها در رابطه با ریسک سرمایه‌گذاری ندارد. همچنین برداشت سرمایه‌گذاران از اثربخشی هیأت‌مدیره رابطه مثبت (مستقیم) با میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها دارد. و در نهایت رابطه بین اثربخشی هیأت‌مدیره و قضاوت‌های سرمایه‌گذاری در رابطه با سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای مشابه می‌باشد. به طور کلی نتایج پژوهش در ایران خنثی بودن یا کم اثر بودن متغیر اثربخشی هیأت مدیره در تصمیمات سرمایه‌گذاری را تأیید می‌کند. که این نتایج سازگار با شرایط سیاسی و اقتصادی ایران می‌باشد.

بزرگ‌اصل و احمدی (۱۳۹۲)، در پژوهش خود به بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به افشای اطلاعات اجتماعی شرکت‌ها پرداختند. برای این منظور عکس‌العمل ۲۴۰ سرمایه‌گذار در دو گروه حرفه‌ای و کم‌تر حرفه‌ای به چهار نوع افشاهای اجتماعی شرکت‌ها (افشای مطلوب، افشای دوجانبه، افشای احترازی و افشای نامطلوب) از طریق پرسشنامه تحلیل شد. نتایج

پژوهش نشان داد که بین عکس‌العمل سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و کم‌تر حرفه‌ای به این چهار نوع افشاهای اجتماعی، تفاوت معناداری وجود ندارد. در جدول ۱ خلاصه‌ای از تحقیقات داخلی و خارجی انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی که با موضوعات مختلفی بررسی شده، بیان شده است.

جدول ۱: طبقه‌بندی مطالعات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی

مطالعات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی	محقق / محققین	سال	داده‌های مورد استفاده
مطالعاتی که به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر بازده سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند	بوتا و شاه قوی‌اندام و صفدری‌گراییلی	۲۰۱۴ ۲۰۱۵	مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی منتخب که قابل استخراج از صورت‌های مالی شرکتی و گزارش مربوطه آن‌ها می‌باشد. متغیر مستقل: اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، کمیته حسابرسی مستقل، ساختار مالکیتی متغیر وابسته: واکنش سرمایه‌گذاران که از طریق بازده سهام اندازه‌گیری می‌شود.
تحقیقاتی که از طریق سناریوسازی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند.	شارما و جلیلی و مشیری	۲۰۰۶ ۱۳۸۷	پرسشنامه‌ای که شامل ارائه یک وضعیت مطلوب از سناریوی مالی شرکت فرضی می‌باشد و بین سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای توزیع می‌شود.
تحقیقاتی که در زمینه حاکمیت شرکتی و واکنش سرمایه‌گذاران صورت گرفته است.	اوترروگنزالس بزرگ‌اصل و احمدی	۲۰۰۴ ۱۳۹۲	توزیع پرسشنامه بین سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و کم‌تر حرفه‌ای
مطالعاتی که عمدتاً از طریق پرسشنامه به بررسی دیدگاه و ادراکات سرمایه‌گذاران از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند	برینک و چن کوهن و همکاران	۲۰۱۳ ۲۰۱۳ ۲۰۱۰	توزیع پرسشنامه بین سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای
مطالعاتی که به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رفتار و حقوق سهامداران پرداخته‌اند	بت‌شکن و رهبری‌خرازی جمشیدی‌نوید و ایزدی	۱۳۸۷ ۱۳۹۰	توزیع پرسشنامه بین سهامداران

با توجه به موارد طرح شده، فرضیه اصلی پژوهش به صورت ذیل بیان می‌شود.
«بین دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تفاوت معناداری وجود دارد».

۱- مفروضات فرعی پژوهش عبارتند از :

۱- بین دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص شاخص شفافیت اطلاعات و کیفیت حسابرسی تفاوت معناداری وجود دارد.

- ۲- بین دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص ساختار مالکیت مدیریتی (سهامدار بودن اعضای هیأت‌مدیره) تفاوت معناداری وجود دارد.
- ۳- بین دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص استقلال اعضای هیأت‌مدیره تفاوت معناداری وجود دارد.
- ۴- بین دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای در خصوص سهامداران نهادی تفاوت معناداری وجود دارد.

۵. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از جهت هدف، کاربردی و از جهت نحوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات توصیفی و در زمره مطالعات میدانی به شمار می‌آید. متغیر مستقل تحقیق، متغیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که از چهار مؤلفه مالکیت سهامداران نهادی، استقلال اعضای هیأت‌مدیره، وضعیت سهامداری اعضای هیأت‌مدیره و شفافیت اطلاعات و کیفیت حسابرسی تشکیل شده است. این مؤلفه‌ها به دلیل جامعیت شان و همچنین کاربرد بیش‌تر در تحقیقات داخلی و خارجی مشابه، به عنوان مؤلفه‌های مربوط به متغیر مستقل انتخاب شده‌اند. در راستای بررسی فرضیات پژوهش در مرحله اول با بررسی جامع قانون تجارت، آئین‌نامه‌ها و قوانین مصوب بورس اوراق بهادار، پیش‌نویس حاکمیت شرکتی و استفاده از پرسشنامه‌های مشابه داخلی و خارجی، پرسشنامه مورد نظر طراحی شده است. پرسشنامه در دو گروه مجزا از سرمایه‌گذارانی که اقدام به خرید و فروش سهام در بورس اوراق بهادار می‌نمایند، که بر اساس نمونه‌گیری تصادفی ساده انتخاب شدند، توزیع گردید.

در این پژوهش سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای دانشجویان مدیریت مالی و افرادی که به صورت غیرحرفه‌ای مشغول به خرید و فروش سهام هستند و سرمایه‌گذاران حرفه‌ای مدیران ارشد شرکت، اعضای هیأت‌مدیره و کارشناسان تحلیل بازار سهام و افرادی که به مدت طولانی در کار خرید و فروش سهام هستند، در نظر گرفته شده‌اند (بزرگ‌اصل و احمدی، ۱۳۹۲).

پرسشنامه مذکور شامل سؤالات مربوط به متغیرهای جمعیت شناختی پاسخ‌دهندگان که برای سرمایه‌گذاران حرفه‌ای ۵ سوال و برای سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای ۴ سوال می‌باشد، و همچنین سؤالات تخصصی مربوط به فرضیه‌های تحقیق است که شامل ۲۴ سؤال می‌باشد که ۸ سؤال آن مربوط به ارزیابی عامل شفافیت اطلاعات مالی، ۴ سؤال مربوط به عامل سهامدار بودن اعضای هیأت‌مدیره، ۹ سؤال مربوط به عامل استقلال اعضای هیأت‌مدیره و ۳ سؤال مربوط به عامل سهامداران نهادی می‌باشند. برای طراحی پرسشنامه از طیف پنج گزینه‌ای لیکرت کاملاً موافقم تا کاملاً مخالفم استفاده شده است.

جهت بررسی روایی محتوا از نظر خبرگان و برای بررسی شاخص‌های آماری مربوطه پس از انجام پیش‌آزمون از نرم‌افزار SPSS نسخه ۲۲ استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها، ابتدا از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای نشان دادن توزیع داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته و سپس با توجه به نرمال بودن توزیع‌ها از آزمون t مستقل استفاده شده است.

جامعه آماری این تحقیق سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای فعال در بازار سرمایه ایران در سال ۱۳۹۵ می‌باشد. در این تحقیق روش نمونه‌گیری تصادفی طبقه‌ای مورد استفاده قرار گرفته است که طبق آن، حجم نمونه ۶۴ به دست آمده است (جمشیدی‌نوید و ایزدی، ۱۳۹۰). با توجه به امکان عدم بازگشت پرسشنامه‌ها، تعداد ۸۵ پرسشنامه توزیع گردید که تعداد ۶۰ پرسشنامه قابل قبول به دست آمد.

در زیر جدول‌های ۲، ۳ و ۴ فراوانی و نمودار درصد فراوانی پاسخگویان بر اساس جنسیت، سن و مدرک تحصیلی آمده است.

جدول ۲: فراوانی و درصد فراوانی بر اساس جنسیت

جنسیت	فراوانی	درصد فراوانی
مرد	۲۷	۴۵٪
	۳	۵٪
زن	۲۶	۴۳٪
	۴	۷٪
مجموع	۶۰	۱۰۰

جدول ۳: توزیع فراوانی پاسخگویان بر اساس سن

گروه	سن	فراوانی	درصد فراوانی
زیر ۳۰	زیر ۳۰	۳	۵٪
	بین ۳۱ تا ۴۰	۱۹	۳۱٪
	بین ۴۱ تا ۵۰	۴	۷٪
	بالاتر از ۵۰	۴	۷٪
۳۰ تا ۴۰	زیر ۳۰	۱۱	۱۸٪
	بین ۳۱ تا ۴۰	۱۲	۲۰٪
	بین ۴۱ تا ۵۰	۴	۷٪
	بالاتر از ۵۰	۳	۵٪
مجموع		۶۰	۱۰۰

جدول ۴: توزیع فراوانی بر اساس مدرک تحصیلی

گروه	مدرک تحصیلی	فراوانی	درصد فراوانی
غیر حرفه‌ای	دانشجوی ارشد	۴	۷٪
	دکتری	-	۰٪
	خریدار سهام به صورت غیر حرفه‌ای	۱۸	۳۰٪
	سایر	۸	۱۳٪
حرفه‌ای	زیر دیپلم	-	-
	کاردانی	-	-
	کارشناسی	۸	۱۳٪
	ارشد	۱۴	۴٪
	دکتری	۸	۱۳٪
	مجموع	۶۰	۱۰۰

نتایج مربوط به پایایی و آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها جهت استفاده از آزمون‌های پارامتریک به ترتیب در جداول ۵ و ۶ آمده است.

جدول ۵: ضرایب پایایی پرسشنامه

ضرایب پایایی	شاخص آماری	مقیاس
۰/۷۸۱	بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران	
۰/۷۷۸	شفافیت اطلاعات و کیفیت حسابرسی	
۰/۷۳	سهامدار بودن اعضای هیأت‌مدیره	
۰/۷۹۴	استقلال اعضای هیأت‌مدیره	
۰/۷۳	سهامداران نهادی	

همانطور که در جدول ۶ مشخص شده است، به منظور مقایسه توزیع داده‌های به دست‌آمده از پژوهش حاصل با توزیع نرمال از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شده است.

جدول ۶: آزمون کولموگروف- اسمیرنوف

آزمون کولموگروف - اسمیرنوف (بررسی مفروضه نرمال بودن)			نام متغیر
نتیجه آزمون	سطح معناداری	میزان z	
قبول فرض نرمال بودن	۰/۹۸	۰/۴۶۹	مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی
قبول فرض نرمال بودن	۰/۱۴	۱/۱۴	اطلاعات مالی شفاف (کیفیت حسابرسی)
قبول فرض نرمال بودن	۰/۵۱	۰/۸۲۱	ساختار مالکیت شرکت (سهامدار بودن اعضای هیأت‌مدیره)
قبول فرض نرمال بودن	۰/۲۱	۱/۰۵	استقلال اعضای هیأت مدیره
قبول فرض نرمال بودن	۰/۰۶۲	۱/۳۱	سهامداران نهادی

با توجه به پذیرش نرمال بودن توزیع داده‌ها در ادامه برای آزمون فرضیات تحقیق از آزمون پارامتریک t مستقل استفاده شد. که نتایج آزمون فرضیه اصلی در جدول ۷ آمده است.

جدول ۷: آزمون t مستقل برای معناداری تفاوت میانگین نمرات ادراک سرمایه‌گذاران از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آزمون t	درجه آزادی	اختلاف میانگین‌ها	انحراف استاندارد	میانگین	تعداد	آزمون لون		سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای
								سطح	F	
رد H.	۰/۰۱۶	۲/۴۸*	۵۸	۴/۷۰	۸/۵	۱۰۶/۷۶	۳۰	۰/۰۹	۲/۸۸	سرمایه‌گذاران حرفه‌ای
										۵/۷

نتایج آزمون لون نشان می‌دهد مقدار F در سطح ۰/۰۵ معنادار نمی‌باشد پس فرض یکنواختی واریانس‌ها صحیح بوده و از آزمون t نرمال با واریانس‌های برابر جهت آزمون فرضیه اصلی تحقیق استفاده شد. بر اساس نتایج به دست آمده فرض وجود تفاوت بین میانگین نمرات ادراک مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را در دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای پذیرفته می‌شود.

در جدول ۸ نیز خلاصه نتایج آماری مربوط به هر یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی منتخب در دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای به صورت مجزا آورده شده است.

جدول ۸: آزمون t مستقل مربوط به هر یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای

نتیجه آزمون	سطح معناداری	آزمون t	درجه آزادی	میانگین‌ها اختلاف	انحراف استاندارد	میانگین	تعداد	آزمون لون			
								سطح معناداری	F		
رد HO	۰/۰۱۶	۲/۴۸	۵۸	۴/۷۰	۸/۵	۱۰۶/۷۶	۳۰	۰/۰۹	۲/۸۸	غیر حرفه‌ای	مکانیزم حاکمیت شرکتی
					۵/۷	۱۱۱/۴۶	۳۰			حرفه‌ای	
قبول HO	۰/۶۸	۰/۴۰۲	۵۸	۰/۲۶۶	۲/۴	۳۱/۲۳	۳۰	۰/۴۴	۰/۶۰۵	غیر حرفه‌ای	شفافیت اطلاعات
					۲/۷	۳۱/۵۰	۳۰			حرفه‌ای	
رد HO	۰/۰۰۴	۳/۱۴	۵۸	۲/۴۰	۲/۷۱	۲۳/۰۰	۳۰	۰/۲۸	۱/۱۶	غیر حرفه‌ای	ساختار مالکیت
					۳/۱۷	۲۵/۴۰	۳۰			حرفه‌ای	
رد HO	۰/۰۲۴	۲/۳۱	۵۸	۱/۳۶	۲/۴۷	۱۹/۷۰	۳۰	۰/۴۰	۰/۷۱۰	غیر حرفه‌ای	استقلال اعضای هیئت
					۲/۰۸	۲۱/۰۶	۳۰			حرفه‌ای	
رد HO	۰/۰۳۹	۲/۱۰	۵۸	۱/۰۳	۲/۱	۱۰/۸۰	۳۰	۰/۱۰	۲/۷۵	غیر حرفه‌ای	سهامداران نهادی
					۱/۶	۱۱/۸۳	۳۰			حرفه‌ای	

همانطور که در جدول ۸ نشان داده شده است کلیه فرضیات به استثنای فرضیهٔ مربوط به تفاوت ادراکات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای از شاخص شفافیت اطلاعات، مورد پذیرش قرار گرفته است. به عبارت بهتر، بین میانگین نمرات شفافیت اطلاعات در دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای تفاوت جزئی وجود دارد که این تفاوت جزئی از نظر آمار معنی‌دار نمی‌باشد. یعنی دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای در مورد شفافیت اطلاعات تقریباً در حد یکسانی می‌باشد.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش وجود تفاوت معنادار مابین ادراکات سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران را تأیید می‌کند. معیار شفافیت اطلاعات مالی نشان‌دهندهٔ این موضوع است که افشای اطلاعات مالی و غیرمالی مرتبط با فعالیت‌های اصلی شرکت‌ها، و کیفیت گزارشات حسابداری، زمان مناسب افشای اطلاعات و ... هم از جانب افراد حقیقی و غیر حرفه‌ای اهمیت قابل توجهی دارند. ولیکن در خصوص سایر شاخص‌ها از جمله استقلال اعضای هیأت‌مدیره، مالکیت سهامداران نهادی و ساختار مالکیت تفاوت مابین دیدگاه‌ها و برداشت‌های افراد حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای کاملاً متفاوت از یکدیگر بوده است. علت این موضوع

را شاید بتوان در عدم اطلاع‌رسانی کافی و مناسب از سوی سازمان‌های ذیربط در سطح عمومی و عدم وجود دانش کافی برای عموم مردم در خصوص مزایا و معایب هر یک از این گزینه‌ها عنوان نمود.

به عبارت بهتر می‌توان چنین نتیجه گرفت که با اطمینان ۹۵٪ بین ادراکات دو گروه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیرحرفه‌ای از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تفاوت معناداری وجود دارد و دیدگاه سرمایه‌گذاران حرفه‌ای در مورد این مکانیزم‌ها در سطح بالاتری نسبت به سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای می‌باشد.

میانگین پاسخ‌ها به مکانیزم‌های منتخب حاکمیت شرکتی در سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بالاتر از سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای می‌باشد؛ که این موضوع مورد انتظار نیز بوده است چرا که این گروه از سرمایه‌گذاران عمدتاً به صورت سیستماتیک، هدفمند و با برنامه و مطالعه اقدام به خرید و فروش سهام می‌نمایند و اطلاعات و دانش کافی نیز در خصوص مزایای حاکمیت شرکتی و اصول آن در بازار سرمایه دارند. بنابر این می‌توان از نتایج این تحقیق در راستای بهبود فضای اثربخش جهت اجرای بهتر حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه ایران استفاده نمود.

۶. پیشنهادها

بر اساس مبانی نظری و پیشینه عملی، برای اطمینان از کارکرد مناسب شرکت‌ها و بازار سرمایه و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی، ارتقای حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه کشورمان ضرورت حیاتی دارد. افزون بر آن، ارتقای حاکمیت شرکتی مناسب باعث عدم سلب حقوق سهامداران (به ویژه سهامداران جزء)، جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی مدیران و فرار سرمایه و ... خواهد شد.

پیشنهاد می‌شود تحقیقاتی منسجم در خصوص میزان تأثیر هر یک از ابعاد حاکمیت شرکتی و واکنش‌های سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران مورد بررسی عملی قرار گیرد. اگر بر اساس مطالعات انجام شده در ایران این نتیجه حاصل شود که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران ایرانی تأثیر داشته و این تأثیر قابل ملاحظه باشد، استقرار مناسب سازوکارهای حاکمیت شرکتی موجب جذب و تخصیص بهینه منابع، افزایش کارایی عملیاتی، استیفای حقوق ذی‌نفعان مختلف و رشد سرمایه‌گذاری پایدار از طریق جلب اعتماد سرمایه‌گذاران خواهد شد و می‌توان از طریق مراجعی نظیر سازمان حسابرسی و سازمان بورس اوراق بهادار اقدامات لازم را در دستور کار قرار داد تا شرکت‌ها بیش از گذشته نسبت به افشای صحیح و به

موقع اطلاعات مالی و ... اقدام نمایند تا از این طریق تصمیمات بهتر سرمایه‌گذاری و تخصیص بهینه منابع موجود به شرکت‌های فعال تولیدی و خدماتی منتهی شود.

محدودیت‌های تحقیق

مهم‌ترین محدودیت‌های پیش روی تحقیق حاضر عبارت بودند از محدودیت‌های مربوط به جمع‌آوری اطلاعات از طریق پرسشنامه کتبی و محدودیت‌های ذاتی آن (مانند عدم امکان بررسی میزان دقت پاسخ‌دهندگان و عدم تمایل برخی از پاسخ‌دهندگان به همکاری) و همچنین ناآگاهی پاسخ‌دهندگان در زمینه سرمایه‌گذاری و سهامداری می‌باشند.

محدودیت دوم بدین صورت است که در مطالعه حاضر تنها به بررسی برخی عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران پرداخته شد و سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مانند مالکیت سهامداران عمده، مالکیت دولتی و تعداد اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و ... در نظر گرفته نشد.

منابع

ابزری، م.، صمدی، س. و تیموری، ه. (۱۳۸۶). "بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی". نشریه روند، (۵۴ و ۵۶)، ۱۲۳-۱۵۲.

بت‌شکن، م. و رهبری‌خرازی، م. (۱۳۸۸). "حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بصیرت دانشگاه آزاد، ۱۶ (۴۲) ۱۳۳-۱۵۴.

برادارن‌حسن‌زاده، ر.، بادآورن‌نهدی، ی. و حسین‌بابایی، ق. (۱۳۹۱). "بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۹ (۲)، ۱-۱۶.

بزرگ‌اصل، م. و احمدی، ش. (۱۳۹۲). "عکس‌العمل سرمایه‌گذاران نسبت به انواع افشاهای اجتماعی شرکت‌ها". پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۲ (۷)، ۱۰۱-۱۱۷.

بولو، ق.؛ مهام، ک.، گودرزی، ا. (۱۳۸۹). "تغییر حسابرسان مستقل و شفافیت اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله دانش حسابداری، ۱ (۱)، ۱۱۱-۱۳۵.

جلیلی، آ؛ مشیری، ا. (۱۳۸۷). "بررسی دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و غیر حرفه‌ای در خصوص اثربخشی هیأت‌مدیره و اثرات آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها". فصلنامه علوم مدیریت ایران، ۳ (۱۰)، ۸۷-۱۰۵.

جمشیدی‌نوید، ب. و ایزی، م.م. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار تهران*، ۲ (۶)، ۳۹-۲۵.

حساس یگانه، ی. (۱۳۸۵). "حاکمیت شرکتی در ایران". *فصلنامه حسابرسی*، ۸ (۳۲)، ۳۹-۳۲.

رهبری‌خرازی، م. و حسینی، س.ع. مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی، سازمان بورس اوراق بهادار، مدیریت آموزش. (۱۳۸۷).

شورورزی، م.، خلیلی، م.، سلطانی، ح. و فروتن، ا. (۱۳۹۴). "ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی". *پژوهش‌های حسابداری و حسابرسی*، ۷ (۲۵)، ۱۳۹-۱۲۱.

عاشقی‌اسکویی، ه. (۱۳۸۵). مدلی برای کارآفرینی استراتژیک مبتنی بر حاکمیت شرکتی در کسب و کارهای تولیدی ایران (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی. ایران.

ناظمی، ا. و نصیری، ط. (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط میان کیفیت حاکمیت شرکتی و میزان مالکیت نهادی با افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران". *فصلنامه حسابداری مالی*، ۶ (۲۴)، ۹۹-۲۰.

Bhutta, N.T. and Shah, S.Z.A. (2014). "Investors 'Reaction to the Implementation of Corporate Governance Mechanisms". *Open Journal of Accounting*, 3: 3-8.

Brink, A.G. (2013). "Nonprofessional Investor' Perception of Corporate Governance Factors". *Journal of Accounting, Ethics & Public Policy*, 14 (2): 289-330.

Chen, W.J. (2013). "Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan". *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5 (2): 101-126.

Cohen, J., Holder-Webb, L., Nath, L. and Wood, D. (2011). "Retail Investors' Perceptions of the Decision-usefulness of Economic Performance, Governance, and Corporate Social Responsibility Disclosures". *Behavioral Research in Accounting*, 23 (1): 109-129.

Craig, V.V. (2004). "The Changing Corporate Governance Environment: Implications for the Banking Industry". *FDIC Banking Review*, 16 (4): 121-135.

Darweesh, M.S. (2015). Correlations Between Corporate Governance, Financial Performance, and Market Value.

- Ghaviandam Buanl, N. and Safari Gerayli, M. (2015). "The Impact of Corporate Governance Practices on Investors' Reaction". *Scopus ISSN: 0250-4162*. 34 (2): 73-79.
- Gupta, P. and Sharma, A.M. (2014). "A Study of the Impact of Corporate Governance Practices on Firm Performance in Indian and South Korean Companies". *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 133: 4-11.
- Haryetti, (2015). "Effects of Good Corporate Governance Index and Financial Constraint toward Investment Opportunity and Capital Structure: Structural Equation Model Approach". *Research Journal of Finance and Accounting*, 6 (10): 239-248.
- Marn, J.T. and Romuald, D.F. (2012). "The Impact of Corporate Governance Mechanism and Corporate Performance: A Study of Listed Companies in Malaysia". *Journal for the Advancement of Science & Arts*, 3 (1): 31-45.
- Okiro, K., Aduda, J. and Omoro, N. (2015). "The Effect of Corporate Governance and Capital Structure on Performance of Firms Listed at The East African Community Securities Exchange". *European Scientific Journal*, 11 (7): 504-532.
- Otman, K.A.M. (2014). Corporate governance and firm performance in listed companies in the United Arab Emirates (Doctoral dissertation, Victoria University).
- Roziani, A., Shazalina, M.S. and Noor, L.A. (2015). "Audit Committee Composition and Auditor Reporting: A Malaysian Case". *Journal of Applied Environmental and Biological Sciences*, 4 (10S): 74-81.
- Sharma, D.S. (2006). "Effects of Professional and Non-professional Investors' Perceptions of Board Effectiveness on their Judgments: An Experimental Study". *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (1): 91-115.
- Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997). "A Survey of Corporate Governance". *The Journal of Finance*, 52 (2): 737-783.
- Thangatorai, R.E.K.H.A., Jaffar, R. and Shukor, Z.A. (2011) "The Effect of Corporate Governance Mechanism on the Voluntary Internet Financial Reporting: A Case of Malaysia". *Recent Advances in Management, Marketing and Finances*, 81-86.
- Utrero-González, N. and Callado-Muñoz, F.J. (2016). "Do Investors React to Corporate Governance News? An Empirical Analysis for the Spanish Market". *BRQ Business Research Quarterly*, 19 (1): 13-25.