



A Study on Stock Price Informativeness Model based on the Role of Managers' Reputation Motivation (Evidence from the Companies Listed in Tehran Stock Exchange)

Majid Montasheri¹, Daryush Farid^{2*}

1- Ph.D. Candidate, Department of Accounting and Finance, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran.

montashery@stu.yazd.ac.ir

2- Associate Professor, Department of Accounting and Finance, Faculty of Economics, Management and Accounting, Yazd University, Yazd, Iran.

fareed@yazd.ac.ir

Abstract

Objectives: Informativeness by companies is of great importance for managers to transfer information about financial performance to investors, creditors and other stakeholders, and is one of the significant reasons for requesting information on stock prices, informativeness issues, and information asymmetry. Several factors affect the transparency and informativeness of stock prices – including managers' reputation motivation – which results from their potential effort to display the benefit of operation in terms of goals such as credibility and trust-building.

Method: Thus, the purpose of this study is to explain the effect of managers' reputation motivation on stock price disclosure. To do so, the evidence of 910 firm-year (130 companies for 7 years), collected from annual financial reports of companies listed in Tehran Stock Exchange from 2011 to 2017, was tested.

Results: Research findings show a significant relationship between the managers' reputation motivation and stock price disclosure. Further, the size of the company has a positive and significant impact on stock price disclosure.

Keywords: Reputation Motivation, Price Informativeness, Information Transparency

بررسی الگوی جریان اطلاعاتی قیمت سهام مبتنی بر نقش انگیزه شهرت مدیران؛

شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجید منتشری^۱، داریوش فرید^{۲*}

۱- دانشجوی دکتری، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

montashery@stu.yazd.ac.ir

۲- دانشیار، گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد، مدیریت و حسابداری، دانشگاه یزد، یزد، ایران

fareed@yazd.ac.ir

چکیده

اهداف: افزایش اطلاعات به وسیله شرکت‌ها، از ابزارهای مهم مدیران برای انتقال اطلاعات مربوط به عملکرد مالی به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر افراد ذینفع و از دلایل مهم تقاضا برای جریان اطلاعاتی قیمت سهام، مسائل نمایندگی و عدم تقارن اطلاعات است. عوامل متعددی از جمله انگیزه شهرت مدیران، بر شفافیت و غنای اطلاعاتی قیمت سهام مؤثر است؛ زیرا تلاش بالقوه برای به تصویر کشیدن مطلوبیت عملکرد در جهت اهدافی همچون اعتباربخشی و اعتمادسازی برقرار است.

روش: در همین راستا، هدف این پژوهش تبیین تأثیر انگیزه شهرت مدیران بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام است. برای رسیدن به این اهداف داده‌های ۹۱۰ سال - شرکت (۱۳۰ شرکت برای ۷ سال) جمع‌آوری شده از گزارش‌های مالی سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ آزمون شده است.

نتایج: یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد بین انگیزه شهرت مدیران و غنای اطلاعاتی قیمت سهام، ارتباط معنی‌دار و مثبتی وجود دارد و اندازه شرکت و اهرم مالی بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر مثبت و معناداری ندارد.

واژه‌های کلیدی: انگیزه شهرت، غنای اطلاعاتی قیمت سهام، شفافیت اطلاعات

* نویسنده مسؤول

مقدمه

عملکرد کلیدی بازارهای مالی، تولید و جمع آوری اطلاعات به قیمت‌های بازار است. اطلاعات موجود در قیمت اوراق بهادار، تصمیم‌های مهم از سوی مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر شرکت‌کنندگان را در اقتصاد واقعی هدایت می‌کند؛ با این حال، اطلاعات نامتقارن بین مدیران و سرمایه‌گذاران خارجی از قیمت‌گذاری دقیق‌تر اطلاعات خاص شرکت جلوگیری می‌کند؛ بنابراین، درک اینکه شرکت‌ها چگونه سطح بالایی از شفافیت را تسهیل و حفظ می‌کنند، مسئله‌ای مهم است. مدیران مستقل، بر مدیران نظارت می‌کنند و مزایای اطلاعاتی را که مدیران بیش از سرمایه‌گذاران خارجی دارند، کاهش می‌دهند. مطابق با مطالعات گذشته نتیجه گرفته می‌شود که هیئت‌مدیره‌هایی که نسبت مدیران مستقل بیشتری دارند، کیفیت گزارشگری مالی بهتری دارند و محیط اطلاعات شرکت آنها بهبود یافته است (چن^۱، چانگ^۲ و وانگ^۳، ۲۰۱۵؛ آرمسترانگ^۴، بالاکریشنان^۵ و کوهن^۶، ۲۰۱۲؛ بیکس^۷، پوپ^۸ و یانگ^۹، ۲۰۰۴)؛ با این حال، آنچه سبب انگیزه مدیران مستقل برای بهبود شفافیت شرکت‌ها می‌شود، تا حد زیادی ناشناخته است و تمرکز این مطالعه بر شناخت این موضوع است. این پژوهش نشان می‌دهد نگرانی‌های شهرت مدیران مستقل نسبت به بالاتر بودن محتوای اطلاعاتی خاص در قیمت سهام، قوی‌تر است. اندازه‌گیری شهرت در این پژوهش مطابق روش ماسولیس^{۱۰} و موبز^{۱۱} (۲۰۱۴) بوده و براساس اندازه‌یک

شرکت نسبت به سایر شرکت‌هایی است که مدیری مستقل نیز در خدمت آن است. منطق پشت این اندازه‌گیری به این صورت است که مدیران مستقل، مشاغلی برای حفظ و افزایش اعتبار خود برای نظارت بیشتر و شرکت‌های بزرگ فرصت بیشتری برای افزایش شهرت نیاز دارند (فاما^{۱۲} و جنسن^{۱۳}، ۱۹۸۳؛ آدامز و فریرا^{۱۴}، ۲۰۰۴؛ شیوداسانی^{۱۵}، ۱۹۹۳؛ رایان^{۱۶} و ویگینز^{۱۷}، ۲۰۰۴). نتایج مطالعات مختلف قبلی این ایده را نشان می‌دهد که اندازه شرکت، یک پروکسی برای انگیزه‌های شهرت است و مدیران مستقل در شرکت‌های بزرگ‌تر، تلاش بیشتری را به کسب شهرت اختصاص می‌دهند (فاهلنبراخ^{۱۸}، لو^{۱۹} و استالز^{۲۰}، ۲۰۱۰؛ نیازیوا^{۲۱}، نیازیوا و ماسولیس^{۲۲}، ۲۰۱۳).

حضور مدیران مستقل با انگیزه‌های شهرت بالا، تفاوت در میزان غنای اطلاعاتی قیمت سهام را توضیح می‌دهد. ایجاد رابطه علی بین انگیزه‌های شهرت و غنای اطلاعاتی قیمت سهام چالش برانگیز است. این پژوهش بر این فرض استوار است که عدم تقارن اطلاعات، مدیران را قادر به پنهان کردن و جمع‌آوری اخبار بد می‌کند و احتمال اختلاف فزاینده‌ای بین قیمت‌های سهام درونی و جاری را در پی دارد (هاتون^{۲۳}، مارکوس^{۲۴} و تهرانیان^{۲۵}، ۲۰۰۹؛ کیم^{۲۶}، لی^۱ و ژانگ^۲، ۲۰۱۱).

11. Mobbs
12. Fama
13. Jensen
14. Ferreira
15. Shivdasani
16. Ryan
17. Wiggins
18. Fahlenbrach
19. Low
20. Stulz
21. Knyazeva
22. Masulis
23. Hutton
24. Marcus
25. Tehranian
26. Kim

1. Chen
2. Cheng
3. Wang
4. Armstrong
5. Balakrishnan
6. Cohen
7. Beekes
8. Pope
9. Young
10. Masulis

شهرت مدیران و غنای اطلاعاتی قیمت سهام بررسی خواهد شد.

مبانی نظری

شرکت‌ها، هیئت‌مدیره خود را براساس نیازی که به نظارت و مشاوره دارند، تشکیل می‌دهند (لانگ^۸، لینز^۹ و مافت^{۱۰}، ۲۰۱۲). مدیران مستقل ممکن است برای برآوردن نیازهای شرکت برای تخصص، تنوع در هیئت‌مدیره و یا به دلیل روابط اجتماعی با سایر اعضای هیئت‌مدیره تعیین شوند (هوآنگ^{۱۱} و کیم، ۲۰۰۹؛ ماسولیس، وانگ و ژی^{۱۲}، ۲۰۱۲؛ آدامز و راگوناتان^{۱۳}، ۲۰۱۵). به همین ترتیب، شرکت‌ها قادرند مدیران مستقل خود را برای شبکه‌های مدیرعامل خود یا با توجه به محیط اطلاعات شخصی خود تعیین کنند (فریرا، فریرا و راپوسو^{۱۴}، ۲۰۱۱؛ اکباس^{۱۵}، مشکه^{۱۶} و وینتوکی^{۱۷}، ۲۰۱۶). ساختار هیئت‌مدیره نیز به واسطه تمایل مدیران به خدمت به هیئت‌مدیره و تلاش برای صرف هزینه‌ها تعیین می‌شود (فاهلنبراخ و همکاران، ۲۰۱۷؛ وانگ، ۲۰۱۵). انگیزه‌های شهرت به توضیح این جنبه اشاره می‌کند که چرا برخی مدیران مستقل در نقش خود مؤثرترند. پژوهش‌های نظری به اهمیت بحث‌های عرضه در بازار کار مدیر اشاره می‌کنند. برای مثال فاما (۱۹۸۰) استدلال می‌کند که شهرت بالا، ارزش سرمایه انسانی مدیران را افزایش می‌دهد و

در این پژوهش برای اولین بار انگیزه‌های شهرت مدیران مستقل، عامل تعیین‌کننده برای شفافیت شرکت تعیین شده است. نتایج، انگیزه‌های شهرت را به منزله دلیلی برای این مشخص می‌کنند که چرا مدیران شفافیت را بهبود می‌بخشند. به علاوه این مطالعه به کار بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام کمک خواهد کرد. مطالعات نشان می‌دهد دسترسی بهتر اطلاعات شرکت سبب معامله آگاهانه‌تر و قیمت گذاری اطلاعاتی بیشتر می‌شود (بن‌ناصر^۳ و کاست^۴، ۲۰۱۴).

در پژوهش‌هایی که ماسولیس و مویز (۲۰۱۴)، فاهلنبراخ و همکاران (۲۰۱۷) و سیلا^۵، گونزالز^۶ و هاگندورف^۷ (۲۰۱۷) انجام داده‌اند، تنها انگیزه شهرت مدیران بر سهام بررسی شده است. ویژگی منحصر به فرد پژوهش سیلا و همکاران (۲۰۱۷) این است که علاوه بر بررسی انگیزه شهرت مدیران به صورت کلی، درجات مختلف انگیزه شهرت مدیران به منزله متغیرهای توضیحی و ارتباط آنها با غنای اطلاعاتی قیمت سهام را بررسی کرده است؛ به این صورت که نسبت مدیران مستقل اعضای هیئت‌مدیره به تعداد اعضای هیئت‌مدیره با حداقل ۱۰٪ سهام، به منزله شرکت‌های با انگیزه شهرت زیاد مدیران و در شرکت‌های با نسبت حداکثر ۱۰٪، شرکت‌های با انگیزه شهرت پایین مدیران معرفی خواهند شد. در این پژوهش علاوه بر بررسی انگیزه شهرت مدیران بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام، کیفیت شرکت نیز با توجه به عامل تعداد معاملات بالا و پایین به منزله متغیر توضیحی بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام بررسی و نقش تعدیل‌کنندگی آن بر رابطه میان انگیزه

8. Lang

9. Lins

10. Maffett

11. Hwang

12. Xie

13. Rangunathan

14. Raposo

15. Akbas

16. Meschke

17. Wintoki

1. Li

2. Zhang

3. Ben-Nasr

4. Cosset

5. Sila

6. Gonzalez

7. Hagendorff

فرصت‌های بیشتری برای قراردادهای اضافی فراهم می‌کند (به نقل از لیوز^۱ و ووسوکی^۲، ۲۰۱۶).

آدامز و فریرا (۲۰۰۸) استدلال می‌کنند که شرکت‌های بزرگ مدیران مستقل را قادر می‌کنند تا اعتبار خود را افزایش دهند. ماسولیس و موبز (۲۰۱۴) نشان می‌دهند مدیران مستقل در شرکت‌های نسبتاً بزرگ‌تر با مدیریت سود کمتر، به شدت فعال‌ترند و گزینه عقب‌ماندگی و دیگر نتایج منفی است که به شهرت مدیر آسیب می‌رساند. آنها استدلال می‌کنند که چرا مدیران مستقل، اطلاعات عمومی شرکت را با وجود دسترسی عالی به اطلاعات خصوصی از طریق مدیریت (از طریق دسترسی به گزارش‌های مالی داخلی و ارتباطات غیررسمی با مدیران) باارزش می‌دانند. مدیران مستقل نگران اطلاعات خصوصی‌اند که مدیریت به صورت داوطلبانه افشا می‌کند. محتویات و زمان‌بندی چنین اطلاعاتی ممکن است فرصت طلبانه باشد؛ زیرا مدیران انگیزه‌ای برای اشتراک اطلاعاتی دارند که منافع و شهرت آنها را خراب نمی‌کند (جین^۳ و مایرز^۴، ۲۰۰۶). در مقابل، احزاب خارجی مانند تحلیلگران، حساب‌رسان، تنظیم‌کننده‌ها و رسانه‌ها، اطلاعات عمومی را بررسی می‌کنند (آرمسترانگ، کور^۵ و گوای^۶، ۲۰۱۴). یافته‌های فاهلنبراخ و همکاران (۲۰۱۷) نشان می‌دهد انگیزه‌های شهرت ممکن است مدیران مستقل را برای نظارت بیشتر تهییج نکند. نتایج نشان می‌دهد مدیران مستقل می‌توانند پس از انتشار خبر، برای حفاظت از شهرت خود از شرکت خارج شوند.

اگر مدیران مستقل با انگیزه‌های شهرت قوی، نیازهای بیشتری برای اطلاعات دقیق شرکت‌های خاص داشته باشند، می‌توان نتیجه گرفت که این مدیران مستقل، شفافیت بیشتری برای شرکت ایجاد می‌کنند؛ به این ترتیب انتظار می‌رود میزان جریان اطلاعاتی قیمت‌ها با نسبت مدیران افزایش یابد. به همین ترتیب، مدیران مستقل دارای رتبه کمتر، برای کاهش عدم تقارن اطلاعات شرکت انگیزه نخواهند داشت؛ بنابراین، انتظار می‌رود میزان جریان اطلاعاتی قیمت‌ها با نسبت مدیرانی که نسبت به مدیران سهامدار دیگر رتبه کمتری دارند، کاهش یابد (جیانگ^۷، وان^۸ و ژائو^۹، ۲۰۱۶).

با توجه به مبانی ذکرشده فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

فرضیه اول: انگیزه شهرت مدیران مستقل بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه دوم: نسبت تعداد مدیران مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداقل ۱۰٪ سهام بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: نسبت تعداد مدیران مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداکثر ۱۰٪ سهام بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: نسبت تعداد سهام معامله‌شده به کل سهام شرکت با معاملات بالا بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

1. Leuz
2. Wysocki
3. Jin
4. Myers
5. Core
6. Guay

7. Jiang
8. Wan
9. Zhao

۲۰۰۷؛ اوموتلو^۶، ۲۰۱۹). براساس الگوی توسعه یافته به وسیله رول^۷ (۱۹۸۸)، این اندازه گیری نشان دهنده تغییرات بازده سهام ویژه شرکت یا تغییرات در بازده سهام است که نمی توان با الگوی ۵ عاملی فاما و فرنچ توضیح داد. اطلاعاتی درباره قیمت سهام برای یک شرکت عمومی i در سال t به صورت زیر تعریف شده است.

که در آن:

$$\psi_{i,t} = \ln\left(\frac{1 - R_{i,t}^2}{R_{i,t}^2}\right)$$

$R_{i,t}^2$ از الگوی ۵ عاملی فاما و فرنچ برآورد شده است (فاما و فرنچ، ۲۰۱۵؛ بشیرخداپرستی، صبا و برومندزاده، ۲۰۱۹):

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i(R_{M,t} - R_{F,t}) + s_iSMB_t + h_iHML_t + r_iRMV_t + c_iCMA_t + e_{it}$$

که در آن $R_{M,t} - R_{F,t}$ بازده اضافی بازار یا صرف ریسک بازار است، HML عامل ارزش دفتری به ارزش بازار (تفاوت بین بازده سهام با نسبت ارزش دفتری به بازار بالا و بازده سهام با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین)، SMB عامل اندازه بازار (تفاوت میانگین بازده سبد شرکت های با اندازه بزرگ و میانگین بازده سبد شرکت های با اندازه کوچک)، RMV عامل سودآوری (تفاوت میانگین بازده سهام شرکت های با سودآوری بالا و میانگین بازده سهام شرکت های با سودآوری کم)، CMA عامل سرمایه گذاری (تفاوت میانگین بازده سهام شرکت های با سرمایه گذاری بالا (جسوانه) و میانگین بازدهی سهام شرکت های با سرمایه گذاری پایین (محافظه کار)) و $\beta_i, s_i, h_i, r_i, c_i$ به ترتیب حساسیت های عوامل درباره عوامل بازار، اندازه، ارزش دفتری به بازار، سودآوری و سرمایه گذاری سبد i و e_{it}

فرضیه پنجم: نسبت تعداد سهام معامله شده به کل سهام شرکت با معاملات پایین بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده های ترکیبی استفاده می شود. داده های استفاده شده در این پژوهش به روش کتابخانه ای از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین و سایت بورس گردآوری و پس از پردازش به وسیله صفحه برنامه اکسل برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های پژوهش از نرم افزار ایویوز 10 استفاده شده است. نمونه آماری شامل تمام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۷ ساله از ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ است که (۱) سال مالی آنها به ۲۹ اسفند هر سال منتهی باشد؛ (۲) طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند؛ (۳) اطلاعات صورت های مالی آنها از سال ۱۳۹۰ به طور کامل و پیوسته در دسترس باشد؛ (۴) جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند؛ (۵) سهام آنها وقفه معاملاتی با اهمیت (بیش از ۱ ماه) نداشته باشد. با اعمال شرایط بالا، حجم نمونه آماری تعداد ۱۳۰ شرکت شد. داده های مربوط به شرکت های نمونه، از بانک اطلاعاتی نرم افزار ره آورد نوین، سایت کدال و آرشیوهای آماری سازمان بورس استخراج شده است.

متغیر نوسانات مالی خاص^۱ به منزله پروکسی کلیدی برای غنای اطلاعاتی قیمت سهام استفاده شده است (ژول^۲، سریندی^۳ و نج^۴، ۲۰۱۱؛ فریرا و لائوکس^۵،

1. Idiosyncratic volatility
2. Gul
3. Srinidhi
4. Ng
5. Laux

6. Umutlu
7. Roll

شرکت نداشته باشند (به جز صندلی هیئت مدیره). این شامل هرگونه ارتباط با مدیران فعلی یا سابق شرکت یا هرگونه رابطه حرفه‌ای، مالی و یا خیریه با این شرکت است (اتا^۴، کاوازه^۵ و لاو^۶، ۲۰۱۹)؛ بنابراین، در صورت عضو شدن مدیرعامل در هیئت مدیره، مقابل آن عدد یک و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

یافته‌ها

نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد میانگین اندازه شرکت در شرکت‌های بررسی شده ۵/۲۶ است. میانگین انگیزه شهرت مدیران ۰/۷۹ است که بالابودن انگیزه شهرت مدیران را نشان می‌دهد. میانگین اهرم مالی ۰/۵۹ است که نشان می‌دهد تقریباً ۵۹٪ منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین مالی شده است. نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد انحراف معیار مشاهدات بالاست که پراکندگی مشاهدات را بیان می‌کند. براساس چولگی و کشیدگی گزارش شده نیز می‌توان گفت توزیع مشاهدات تقریباً طبیعی است. برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است. مقدار احتمال متغیرهای غنای اطلاعاتی قیمت سهام، تعداد معاملات زیاد، تعداد معاملات پایین، اندازه و اهرم مالی برابر (۰/۰۰۰) و مقدار احتمال متغیر انگیزه شهرت مدیران برابر (۰/۰۳) است که چون کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. آزمون بررسی استحکام^۷ برای الگوهای پژوهش با شرایط مختلف انجام شد که نتایج آن برای دوره‌های زمانی مختلف به شرح زیر است: از آنجا که سطح معناداری برای متغیرهای پژوهش در شرایط مختلف از ۵٪ کمتر است، ثبات و اعتبار نتایج تأیید

بازده خالص دارایی سبد i با میانگین صفر است. سطح بالای (پایین) غنای اطلاعاتی قیمت سهام را می‌توان به منزله قیمت سهام با توجه به سطح بیشتر (کمتر) محتوای اطلاعات خاص شرکت تفسیر کرد؛ زیرا بازده جزء کوچک‌تر (بزرگ‌تر) نوسان سهام را توضیح می‌دهد.

$$\psi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 IDR + \beta_2 High\ Ranked_{i,t} + \beta_3 HighTransaction_{i,t}$$

$$+ \beta_4 Size + \beta_5 Lev + \varepsilon_{i,t}$$

$$\psi_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Low\ Ranked_{i,t} + \beta_2 LowTransaction_{i,t}$$

$$+ \beta_3 Size + \beta_4 Lev + \varepsilon_{i,t}$$

اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها و اهرم مالی نیز از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها محاسبه شده است. منظور از غنای اطلاعاتی قیمت سهام فراهم کردن اطلاعات مفید و لازم درباره قیمت سهام برای کمک به سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری است. اطلاعات زمانی مفید تلقی می‌شود که نتایج با ارزش و مطمئنی داشته باشد. برای مثال سبب شود سرمایه‌گذاران قیمت سهام را تعدیل کنند (چن، گلداستین^۱ و جیانگ، ۲۰۰۶).

شهرت ممکن است سابقه‌ای از اعمال گذشته و بازتابی از توانایی مدیر برای پاسخگویی به نیازها و انتشارات ذینفعان آن سازمان توصیف شود (لی^۲ و وانگ، ۲۰۱۷). برای اندازه‌گیری انگیزه شهرت مدیران مستقل از روش ماسولیس و موبز (۲۰۱۴) استفاده شده است؛ بدین صورت که اطلاعات مدیران از سرویس سهامداران نهادی^۳ (ISS) بین سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۶ جمع‌آوری و مدیران مستقل با توجه به ضوابط ISS شناسایی می‌شوند. براساس ISS مستلزم آن است که مدیران مستقل هیچ وابستگی مادی دیگری با این

4. Ota

5. Kawase

6. Lau

7. Robustness check

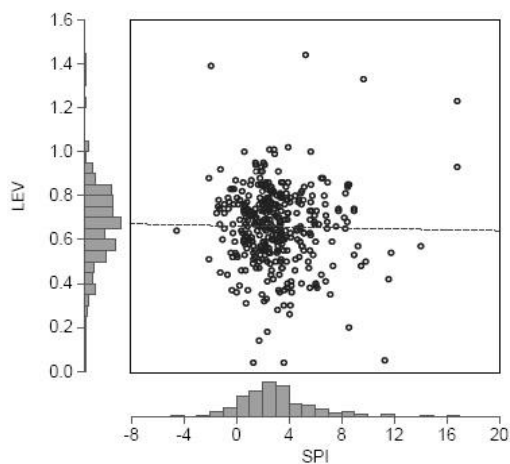
1. Goldstein

2. Lee

3. Institutional shareholders service

الگوی کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌کند که بین جملات باقی مانده رگرسیون، همبستگی وجود ندارد. برای بررسی استقلال باقی مانده‌ها از آزمون خودهمبستگی سریالی بروش گادفری^۲ استفاده شده است. در این آزمون فرض صفر بیان کننده وجودنداشتن خودهمبستگی و فرض مقابل بیان کننده وجود خودهمبستگی سریالی بین خطاهاست (افلاطونی، ۲۰۱۵). نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد سطح معناداری برای الگوهای پژوهش به ترتیب (۰/۰۳ و ۰/۱۳) است که چون از ۵٪ کمتر است، فرض صفر مبنی بر وجودنداشتن خودهمبستگی جزء خطا در الگوهای پژوهش پذیرفته می‌شود؛ به عبارت دیگر، فرض وجودنداشتن خودهمبستگی جزء خطا در الگوی پژوهش برقرار است.

برای بررسی دقیق‌تر نتایج، در ادامه نمودار متغیرهای دارای سری زمانی، ارائه و ارتباط آنها با متغیر ملاک پژوهش بررسی شد.



شکل (۱) روند سری زمانی اهرم و اطلاع‌رسانی

می‌شود. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

نتایج آزمون در الگوی اول و دوم نشان می‌دهد سطح معناداری در شرایط بدون متغیر کنترلی، به همراه متغیر کنترلی اول، متغیر کنترلی اول و دوم و دوره‌های زمانی مختلف که شامل دوره ۱۳۹۳-۱۳۹۰ و ۱۳۹۶-۱۳۹۳ است، از سطح خطای ۵٪ کمتر است که اعتبار نتایج را نشان می‌دهد و نیازی به آزمون هم‌جمعیتی وجود ندارد؛ بنابراین، مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت. آزمون سطح مقطع^۱ نیز برای دو الگوی پژوهش انجام شد که در الگوی اول سطح معناداری برای آزمون‌های بروش پاگان، مقیاس پسران و پسران به ترتیب (۰/۰۰، ۰/۰۰ و ۰/۶۰۳) و برای الگوی دوم به ترتیب (۰/۰۰، ۰/۰۰ و ۰/۶۰۱) است که براساس نتایج دو آزمون، نتایج اعتبار لازم را دارد. یکی دیگر از فرض رگرسیون خطی این است که همه جملات باقی مانده، واریانس برابر دارند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نباشد و به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع الگو، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری و غیره پدیده ناهمسانی واریانس مشاهده شود (افلاطونی، ۲۰۱۵). اقتصاددانان برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی را معرفی کرده‌اند. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقی مانده‌ها از طریق آزمون بروش پاگان بررسی شد که سطح معناداری برای الگوی اول و دوم پژوهش به ترتیب (۰/۱۲ و ۰/۱۷) است و نشان می‌دهد فرض صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد نمی‌شود؛ در نتیجه، در الگوهای پژوهش از روش حداقل مربعات (OLS) استفاده خواهد شد. فرض

2. Breusch-Godfrey

1. Cross section

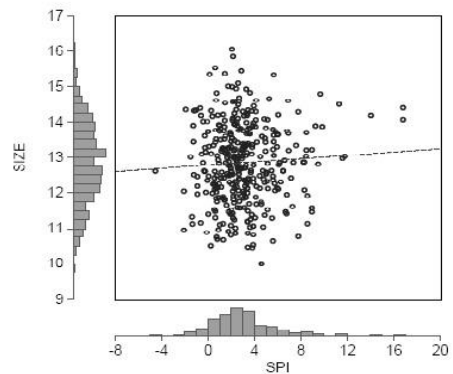
سطح معناداری متغیر ذکر شده (۰/۰۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است؛ به عبارت دیگر، با افزایش انگیزه شهرت مدیران مستقل، غنای اطلاعاتی قیمت سهام افزایش می یابد. با توجه به موارد ذکر شده، فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود.

در آزمون فرضیه دوم (نسبت تعداد مدیران

مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداقل ۱۰٪ سهام بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.) جدول (۲) نتایج نشان می دهد ضریب متغیر نسبت تعداد مدیران مستقل با حداقل ۱۰٪ سهام (۰/۲) است که با توجه به سطح معناداری متغیر ذکر شده (۰/۰۲) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است؛ به عبارت دیگر، با افزایش نسبت تعداد مدیران مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداقل ۱۰٪ سهام، غنای اطلاعاتی قیمت سهام افزایش می یابد. با توجه به موارد ذکر شده فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود.

در آزمون فرضیه چهارم (نسبت تعداد سهام

معامله شده به کل سهام شرکت با معاملات بالا بر غنای اطلاعاتی قیمت تأثیر معنی داری دارد.) نتایج جدول (۲) نشان می دهد ضریب متغیر سهام معامله شده با معاملات بالا (۰/۲۸) است که تأثیر مثبت این متغیر بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام را نشان می دهد و با توجه به سطح معناداری متغیر ذکر شده (۰/۰۳) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار است؛ به عبارت دیگر، با تعداد سهام معامله شده بالا، غنای اطلاعاتی قیمت سهام افزایش می یابد. با توجه به موارد ذکر شده فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می شود. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ اندازه شرکت و اهرم مالی بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معناداری ندارد.



شکل (۲) روند سری زمانی اندازه شرکت و اطلاع رسانی

نمودار متغیرهای اهرم مالی و غنای اطلاعاتی قیمت سهام نشان می دهد بین دو متغیر ارتباط معناداری وجود ندارد و اهرم مالی تأثیری بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام ندارد. نتایج حاصل از نمودار اندازه شرکت و غنای اطلاعاتی قیمت سهام نشان می دهد بین دو متغیر ارتباط معناداری وجود ندارد و اندازه شرکت تأثیری بر متغیر ملاک نخواهد گذاشت.

در زیر نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها ارائه شده است:

در آزمون فرضیه اول (انگیزه شهرت مدیران

مستقل بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معنی داری دارد.) از نتایج تخمین الگوی اول ارائه شده در جدول (۲) بهره گرفته شد. نتایج نشان می دهد مقدار آماره احتمال F برابر ۷/۹۱ است که در سطح اطمینان ۹۵٪ معناداری کلی الگوی پژوهش را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می دهد تقریباً ۳۱/۷۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی الگو، توضیح داده می شود. در حالت کلی نتایج با توجه به جدول (۲) نشان می دهد ضریب متغیر انگیزه شهرت مدیران مستقل (۰/۱۹) است که تأثیر مثبت انگیزه شهرت مدیران مستقل بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام را نشان می دهد که با توجه به

جدول (۲) نتایج آزمون فرضیه الگوی اول پژوهش

متغیر وابسته: غنای اطلاعاتی قیمت سهام - روش تخمین: رگرسیون چندمتغیره	الگو			متغیر	
	ضریب برآوردشده	خطای استاندارد	آماره		سطح معناداری
	۰/۱۴	۰/۰۹	۱/۵۵	۰/۱۴	مقدار ثابت
	۰/۱۹	۰/۰۷	۲/۷۱	۰/۰۲	انگیزه شهرت مدیران
	۰/۲	۰/۰۸	۲/۵	۰/۰۲	تعداد مدیران مستقل (حداقل ۱۰٪ سهام)
	۰/۲۸	۰/۱	۲/۸	۰/۰۳	سهام معامله شده (بالا)
	۰/۳	۰/۲۱	۱/۴۲	۰/۱۳	اندازه شرکت
	-۰/۴۹	۰/۴۴	-۱/۱۱	۰/۱۹	اهرم مالی
	۰/۰۰۰		احتمال آماره F		آماره F
	۳۱/۷۶		ضریب تعیین تعدیل شده		ضریب تعیین
			آماره دورین واتسون		۱/۹۳

نتایج آزمون فرضیه سوم (نسبت تعداد مدیران مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداکثر ۱۰٪ سهام بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر معناداری دارد.) با توجه به جدول (۳) نشان می دهد ضریب متغیر سهام (۳) نشان می دهد ضریب متغیر نسبت تعداد مدیران مستقل با حداکثر ۱۰٪ سهام (۰/۱۸) است که با توجه به سطح معناداری متغیر ذکر شده (۰/۰۷) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست؛ به عبارت دیگر، بین نسبت تعداد مدیران مستقل از هیئت مدیره به تعداد اعضای هیئت مدیره با حداکثر ۱۰٪ سهام و غنای اطلاعاتی قیمت سهام ارتباط معنی داری وجود ندارد. با توجه به موارد ذکر شده، فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود.

نتایج آزمون فرضیه پنجم (نسبت تعداد سهام معامله شده به کل سهام شرکت با معاملات پایین بر

غنای اطلاعاتی قیمت تأثیر معنی داری دارد.) با توجه به جدول (۳) نشان می دهد ضریب متغیر سهام معامله شده با معاملات پایین (۰/۱۲) است که با توجه به سطح معناداری متغیر ذکر شده (۰/۱۱) در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست؛ به عبارت دیگر، بین تعداد سهام معامله شده پایین و غنای اطلاعاتی قیمت سهام ارتباط معنی داری وجود ندارد. با توجه به موارد ذکر شده، فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ اندازه شرکت و اهرم مالی بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام تأثیر و معناداری ندارد.

جدول (۳) نتایج آزمون فرضیه الگوی دوم پژوهش

متغیر وابسته: غنای اطلاعاتی قیمت سهام - روش تخمین: رگرسیون چندمتغیره				الگو
متغیر	ضریب بر آورده شده	خطای استاندارد	آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۲۴	۰/۰۹	۲/۶۶	۰/۰۲
تعداد مدیران مستقل (حداکثر ۱۰٪ سهام)	۰/۱۸	۰/۱۵	۱/۲	۰/۱۳
سهام معامله شده (پایین)	۰/۱۲	۰/۰۹	۱/۳۳	۰/۱۱
اندازه شرکت	۰/۳۴	۰/۳	۱/۱۳	۰/۲۴
اهرم مالی	-۰/۳	۰/۲۳	-۱/۳	۰/۱
آماره F	۰/۰۳	احتمال آماره F		۲/۹۵
ضریب تعیین	۰/۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۹
		آماره دورین واتسون		۱/۸۹

نتایج و پیشنهادها

در پژوهش حاضر، این موضوع بررسی شد که آیا علاوه بر عوامل اقتصادی، انگیزه شهرت مدیران نیز رفتار قیمت را هدایت می کند و توضیح می دهد یا خیر؛ بدین منظور از مدیران مستقل به منزله افراد دارای انگیزه شهرت استفاده شد. نتایج به دست آمده با استفاده از روش داده های ترکیبی برآورد شد. انگیزه شهرت مدیران، نکته تامل برانگیزی در عملکرد شرکت ها در ارائه غنای اطلاعاتی قیمت سهام است. عوامل متعددی بر غنای اطلاعاتی قیمت سهام مؤثرند که از جمله آنها انگیزه اشخاص برای افزایش شهرت است. با توجه به بررسی های انجام شده، چنین استدلال می شود که مدیران مستقل با انگیزه های شهرت قوی تر، شفافیت شرکت را بهبود می بخشند. این مهم به این دلیل است که مدیران مستقل، بر یک محیط اطلاعات شفاف و دقیق خاص شرکت برای نظارت و مشاوره مؤثر، متکی اند. نیاز به اطلاعات خاص شرکت به این معنی است که مدیران مستقل با انگیزه های شهرت، نگران

اطلاعات خصوصی اند که مدیران به صورت داوطلبانه ارائه می دهند؛ زیرا مدیران از افشای اطلاعاتی تردید دارند که برای نظارت بر آنها استفاده می کنند. در رویارویی با انگیزه های شهرت بیشتر، اطلاعات عمومی در دسترس - که تحلیلگران، حسابرسان، تنظیم کننده ها و رسانه ها بررسی می کنند - برای مدیران مستقل مهم تر خواهد شد؛ بنابراین، مدیران مستقل، شفافیت های شرکت های بزرگ را افزایش خواهند داد؛ زیرا انگیزه های شهرت آنها افزایش می یابد. درباره نتایج به دست آمده، مطالعات اخیر نشان داده اند شرکت های دارای انگیزه شهرت بیشتر، از مزایای اقتصادی متعددی بهره مند می شوند. با وجود مزایایی که برای شرکت به وجود می آید، امکان دارد مسائل مربوط به نمایندگی و افزایش شهرت نیز به وجود آید و در نهایت، در بعضی شرایط سبب فعالیت های مضر برای شرکت شود. درک اینکه چگونه شرکت ها سطح بالایی از شفافیت شرکت ها را تسهیل و حفظ می کنند، بسیار مهم است. نتایج به دست آمده نشان داد نسبت مدیران مستقل

تمام صنایع عضو نمونه آماری به صورت یکجا برآورد شده است؛ از این رو، پیشنهاد می‌شود در مطالعات بعدی، این رابطه برای صنایع گوناگون به تفکیک برآورد شود.

انجام این پژوهش همانند بسیاری از پژوهش‌ها در حوزه بورس اوراق بهادار تهران با محدودیت‌هایی روبه‌رو بود؛ از جمله دسترسی نداشتن به اطلاعات همراه صورت‌های مالی برخی شرکت‌ها برای دستیابی به کیفیت افشای اطلاعات در صورت‌های مالی در بعضی شرکت‌ها که سبب شد تعداد شرکت‌های کمتری آزمون و بررسی شوند.

منابع فارسی

- [۱] افلاطونی، ع. (۱۳۹۳). تجزیه و تحلیل آماری با *Eviews* در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی. تهران: ترمه.
- [۲] بشیرخداپرستی، ر.، صبا، م.، و برومندزاده، ح. (۱۳۹۷). کارآیی مدل پنج‌عاملی فاما و فرنچ در سهام تهاجمی و تدافعی. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶ (۴)، ۱۰۹-۱۳۰.

References

- [3] Adams, R., & Ferreira, D. (2008). Do directors perform for pay? *Journal of Accounting and Economics*, 46, 154-171. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.06.002>.
- [4] Adams, R. B., & Raganathan, V. (2015). Lehman sisters (Unpublished Working Paper). Available at: SSRN 3046451. <http://www.fmaconferences.org/Orlando/Papers/AdamsRaganathan.pdf>
- [5] Aflatooni, A. (2015). *Statistical Analysis with Eviews in Accounting and Finance Research*. Tehran: Terme. (In Persian).
- [6] Akbas, F., Meschke, F., & Wintoki, M. B. (2016). Director networks and informed traders. *Journal of Financial Economics*,

بیشتری و تعداد سهام بیشتری دارند و با اطلاعات محرمانه‌تر در قیمت سهام ارتباط مثبتی دارند. اینگونه استدلال می‌شود که مدیرانی که مایل به حفظ شهرت خود در بازار کارند، محیط اطلاعات شرکت را با تشویق مدیران به انتشار اطلاعات دقیق‌تر درباره شرکت بهبود می‌بخشد. یافته‌های پژوهش به شدت برای پروکسی‌های جایگزین برای محتوای اطلاعات خاص شرکت و رفع مشکلات درون‌زای شرکت است؛ در نهایت، شواهدی وجود دارد مبنی بر اینکه انگیزه‌های شهرت مدیران با تعداد سهام معامله شده در شرکت ارتباط دارد. با توجه به شرایط مشابه، می‌توان اذعان داشت نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش مبنی بر اینکه انگیزه شهرت مدیران سبب افزایش شفافیت غنای اطلاعاتی قیمت سهام می‌شود، با نتایج پژوهش‌های سیلا و همکاران (۲۰۱۷)، فاهلنبراخ و همکاران (۲۰۱۷)، دو، هو، تانگ^۳ و یا هو^۴ (۲۰۱۸) و ماسیولیس و مویز (۲۰۱۴) منطبق است.

با توجه به نتایج، موضوع‌های زیر برای انجام پژوهش‌های جدید پیشنهاد می‌شود: (۱) در این مطالعه، ارتباط خطی انگیزه شهرت مدیران و غنای اطلاعاتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شد که می‌توان در مطالعات بعدی، با کنکاش ادبیات جدید و رویکردهای جدید اقتصادسنجی، روابط غیرخطی درجه دوم و سوم آنان را نیز بررسی کرد. (۲) در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده‌اند؛ بنابراین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های بعدی این موضوع در شرکت‌های فرابورس و خارج از بورس نیز بررسی شود. (۳) رابطه رگرسیونی این پژوهش برای

1. Du
2. Hou
3. Tang
4. Yao

- Economics*, 97 (1), 12-32. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.01.003>.
- [15] Fahlenbrach, R., Low, A., & Stulz, R. M. (2017). Do independent director departures predict future bad events? *Review of Financial Studies*, 30, 2313-2358. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx009>.
- [16] Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88 (2), 288-307. <https://doi.org/10.1086/260866>.
- [17] Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116 (1), 1-22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>.
- [18] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Agency problems and residual claims. *The Journal of Law and Economics*, 26 (2), 327-349. <https://doi.org/10.1086/467038>.
- [19] Ferreira, D., Ferreira, M. A., & Raposo, C. C. (2011). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics*, 99, 523-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.10.007>.
- [20] Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk and information flow. *The Journal of Finance*, 62 (2), 951-989. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01228.x>.
- [21] Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices? *Journal of Accounting and Economics*, 51 (3), 314-338. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>.
- [22] Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2 and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94 (1), 67-86. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.003>.
- [23] Hwang, B.-H., & Kim, S. (2009). It Pays to Have Friends. *Journal of Financial Economics*, 93, 138-158. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.07.005>.
- [24] Jiang, W., Wan, H., & Zhao, S. (2016). Reputation concerns of independent directors: Evidence from individual director voting. *Review of Financial Studies*, 29 (3), 655-696. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv125>.
- [25] Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of Financial Economics*, 62, 1-23. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2016.03.003>.
- [7] Armstrong, C. S., Balakrishnan, K., & Cohen, D. (2012). Corporate governance and the information environment: Evidence from state antitakeover laws. *Journal of Accounting and Economics*, 53 (1-2), 185-204. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.06.005>.
- [8] Armstrong, C. S., Core, J. E., & Guay, W. R. (2014). Do independent directors cause improvements in firm transparency? *Journal of Financial Economics*, 113 (3), 383-403. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.05.009>.
- [9] Bashir Khodaparast, R., Saba, M., & Boroumandzadeh, H. (2019). Performance of Fama and French five-factor model in offensive and defensive stocks. *Financial Management Strategy*, 6 (4), 109-130.
- [10] Beekes, W., Pope, P., & Young, S. (2004). The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: Evidence from the UK. *Corporate Governance: An International Review*, 12 (1), 47-59. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2004.00342.x>.
- [11] Ben-Nasr, H., & Cosset, J. C. (2014). State ownership, political institutions and stock price informativeness: Evidence from privatization. *Journal of Corporate Finance*, 29, 179-199. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.10.004>.
- [12] Chen, X., Cheng, Q., & Wang, X. (2015). Does increased board independence reduce earnings management? Evidence from recent regulatory reforms. *Review of Accounting Studies*, 20 (2), 899-933. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9316-0>
- Chen, Q., Goldstein, I., & Jiang, W. (2006). Price informativeness and investment sensitivity to stock price. *The Review of Financial Studies*, 20 (3), 619-650. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhl024>.
- [13] Du, J., Hou, Q., Tang, X., & Yao, Y. (2018). Does independent directors' monitoring affect reputation? Evidence from the stock and labor markets. *China Journal of Accounting Research*, 11 (2), 91-127. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2018.01.002>.
- [14] Fahlenbrach, R., Low, A., & Stulz, R. M. (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors? *Journal of Financial*

- governance and firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 53, 527-554. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.12.003>.
- [33] Ota, K., Kawase, H., & Lau, D. (2019). Does reputation matter? Evidence from share repurchases. *Journal of Corporate Finance*, 58, 287-306. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.05.006>.
- [34] Roll, R. (1988). R2. *The Journal of Finance*, 43, 541-566. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04591.x>.
- [35] Ryan, J. R. H. E., & Wiggins III, R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73 (3), 497-524. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.11.002>.
- [36] Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics*, 16 (1-3), 167-198. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(93\)90009-5](https://doi.org/10.1016/0165-4101(93)90009-5).
- [37] Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2017). Independent director reputation incentives and stock price informativeness. *Journal of Corporate Finance*, 47, 219-235. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.09.018>.
- [38] Umutlu, M. (2019). Does idiosyncratic volatility matter at the global level? *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 252-268. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.12.015>.
- [39] Wang, L. (2015). Protection or expropriation: Politically connected independent directors in China. *Journal of Banking & Finance*, 55, 92-106. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.02.015>.
- [40] WWW. Tse.ir/archive
- [41] WWW. Codal.ir
- Journal of Financial Economics*, 79, 257-292. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.11.003>.
- [26] Kim, J. B., Li, Y., & Zhang, L. (2011). Corporate tax avoidance and stock price crash risk: Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100 (3), 639-662. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.07.007>.
- [27] Knyazeva, A., Knyazeva, D., & Masulis, R. W. (2013). The supply of corporate directors and board independence. *The Review of Financial Studies*, 26 (6), 1561-1605. <https://doi.org/10.1093/rfs/hht020>.
- [28] Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50 (3), 729-774. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00442.x>.
- [29] Lee, Y. C., & Wang, M. C. (2017). How does corporate control affect the appointment, auditing expertise and reputation of independent directors? Evidence from Taiwan. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 64, 130-140. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2016.06.010>.
- [30] Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2016). The economics of disclosure and financial reporting regulation: Evidence and suggestions for future research. *Journal of Accounting Research*, 54 (2), 525-622. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12115>.
- [31] Masulis, R. W., & Mobbs, S. (2014). Independent director incentives: Where do talented directors spend their limited time and energy? *Journal of Financial Economics*, 111 (2), 406-429. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.011>.
- [32] Masulis, R.W., Wang, C., & Xie, F. (2012). Globalizing the boardroom – the effect of foreign directors on corporate

