

بررسی اثرات حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر بحران مالی کووید ۱۹

دکتر رسول یاری فرد

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران.

Yari_fard@yahoo.com

امیر مصفا

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابرسی، دانشگاه شهاب دانش، قم، ایران. (نویسنده مسئول).

Amir.m1440@gmail.com

چکیده

این تحقیق، به بررسی اثرات حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر بحران مالی کووید ۱۹ پرداخته است. این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی و توصیفی همبستگی است که در آن برای تأیید یا رد فرضیات از روش‌های آماری استفاده شده است. بر مبنای اطلاعات گردآوری شده از طریق داده‌ها، صحت و سقم فرضیات تحقیق آزمون و نتایج حاصله تحلیل می‌گردد. در این تحقیق رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته با استفاده از مدل رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت. و باتوجه به فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده و همچنین به منظور تخمین مدل‌های تحقیق از تکنیک داده‌های تلفیقی استفاده شده است. در تحقیق حاضر از مدل PSTAR استفاده شده است و فرضیات تحقیق آزمون شده است. برای این منظور ابتدا تصریح مدل تحقیق صورت پذیرفته است، سپس آزمون‌های پایایی با استفاده از آزمون ریشه لوین لین صورت پذیرفته و در ادامه برای آزمون فرضیات تحقیق مدل تحقیق با استفاده از روش PANEL STAR تخمین زده شده است با توجه به نتایج هر دو فرضیه تحقیق مورد پذیرش قرار گرفت.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، عملکرد سهام، کووید ۱۹، بحران مالی، کمیته حسابرسی.

مقدمه

ویروس کرونا در پایان دسامبر ۲۰۱۹ در شهر ووهان چین ظاهر شد و در ۱۲ مارس ۲۰۲۰ پس از انتشار به بسیاری از کشورها به عنوان یک اپیدمی توسط سازمان بهداشت جهانی اعلام شد، در این حین بازارهای مالی به دلیل اطلاعات کم و ناقص درباره این ویروس واکنش خاصی نشان ندادند اما پس از شیوع ویروس در کشورهای مختلف، ترس ایجاد شده در سرمایه گذاران منجر به سقوط بیشتر بازارهای بورس سهام شد، به نحوی که برخی از شاخص‌های سهام حدود ۱۰ درصد ارزش خود را تنها در یک روز از دست دادند، این مقدار بیشترین ریزش روزانه از ۱۱ سپتامبر ۲۰۰۱ برای بازارهای بورس سهام بوده است. تاثیر ویروس کرونا بر اقتصاد کشورها و به خصوص بازارهای مالی هر کشور بسیار نامشخص است زیرا گسترش بیماری، شدت و میزان مرگ و میر، اثرات اقتصادی نامطلوب و منفی بر بخشهای مختلف عوامل مبهمی به شمار می‌آیند. در این حالت، بازارهای سهام به طور مداوم با توجه به احتمالات مربوط به اثرات منفی بر بخش‌های مالی به روز رسانی می‌شوند و این امر منجر به نوسانات غیر عادی شده است. در کنار تاثیرات ویروس

کرونا بر بازارهای بورس سهام، بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی دچار شوک های قیمتی سنگینی شدند، قیمت جهانی نفت از ۵۳ دلار به زیر ۲۰ دلار سقوط کرد، قیمت جهانی طلا نیز دچار نوسانات منفی و مثبت سنگینی شد و قیمت های جهانی نقره، مس و ... با کاهش شدیدی در طی زمان گسترش اولیه ویروس کرونا مواجه شدند (شاپریان، ۱۳۹۹). اما در نهایت پس از ریزش های سنگین، اکثر بازارهای مالی و متغیرهای کلان اقتصادی به ثبات و تعادل نسبی رسیدند و تا حدودی از شدت هیجانات اولیه بر این بازارها کاسته شد. تأثیرات منفی اقتصادی ویروس کرونا در غالب ترکیبی از شوک های تقاضا، عرضه و عدم قطعیت ظهور کرده است که عمدتاً به دلیل بسته شدن کارخانه ها، شرکت ها و همچنین محدودیتهای سفر برای اقتصاد تمامی کشورها مضر خواهد بود. اثرات زیان بار اقتصادی این تحولات برای کشورها به دلیل قطع زنجیره تامین جهانی، کاهش تقاضا برای کالاها و خدمات وارداتی و همچنین کاهش قابل توجه در گردشگری بین المللی و سفرهای تجاری قابل توجه است. تاریخ نشان می دهد که وقتی یک بیماری ظهور می کند اثرات اقتصادی ایجاد شده کم خواهد بود و بازارهای سهام به طور متوسط تحت تأثیر قرار خواهند گرفت. به عنوان مثال، ویروس سارس که در سال ۲۰۰۳ در چین رخ داد به سرعت مهار شد و بازار سهام در آن سال حدود ۲۰ درصد افزایش یافت، اما همه چیز در مورد ویروس کرونا بسیار متفاوت به نظر میرسد، شیوع این ویروس نشان داده است که اقتصاد جهانی بسیار شکننده است و ممکن است منجر به رکود اقتصاد کشورها تاکنون هیچ بیماری بازارهای بورس سهام را به اندازه بیماری همه گیر ویروس کرونا با قدرت تحت تأثیر قرار نداده است (جمالی، ۱۴۰۰). ویروس کرونا حداقل پنج هزار میلیارد دلار از ارزش بازارهای سهام را در یک هفته از بین برد و با انتشار سریع ویروس به کشورهای دیگر منجر به ترس سرمایه گذاران بازارهای سهام شد. از طرفی این ویروس منجر به نوسانات شدید متغیرهای اقتصادی جهانی مانند بهای نفت و طلا، نقره، مس و ... شده که در نهایت سبب تلاطم در اقتصاد جهانی شده است. اثرات شیوع ویروس کرونا بر عملکرد بازارهای بورس سهام کشورهای مختلف و نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی زمین های را فراهم کرده است (ناصری، ۱۳۹۹).

در حالت کلی می توان بیان داشت یکی از عواملی که می تواند بر شاخص قیمت سهام بانکهای بورسی اثر گذار باشد بحرانهای مالی می باشد. برخی از نظرات اقتصادی بر این باورند که بازارهای مالی کشورهای در حال توسعه مانند ایران به دلیل عدم ادغام یا عدم تعامل با بازارهای مالی جهان تحت تأثیر بحران مالی قرار نخواهند گرفت. در حقیقت، مهم ترین اشتباهی که این افراد در تحلیل های خود مرتکب می شدند، این می باشد که مکانیسم تأثیرپذیری بازارهای مالی را در دو گروه از کشورهایی که دارای تعامل و ادغام مالی با یکدیگر هستند و گروه دیگری از کشورها نظیر ایران که تعاملی با بازارهای مالی دنیا ندارند، یکسان در نظر می گیرند (مدنی، ۱۳۹۹). در کشورهای نظیر ایران که بازارهای مالی آن تعامل یا ادغامی با بقیه بازارهای مالی بین المللی ندارد، مکانیسم تأثیرپذیری بازارهای مالی متفاوت بوده و با یک وقفه زمانی چند ماهه صورت می گیرد. جو روانی حاکم بر اقتصاد جهانی، کاهش تقاضای مؤثر و به تبع آن، کاهش قیمت بسیاری از کالاها بالاخص محصولات فلزی و پتروشیمی و غیره که عمدتاً شرکتهای تولیدکننده آن در بورس حاضر هستند، حامل پیام بسیار مهمی برای این گونه شرکت ها مبنی بر وجود چشم انداز کاهش تقاضا در بازارهای داخلی و خارجی، کاهش فروش و سودآوری آنهاست. همین عامل سبب می شود تا در ماه های اول شکل گیری بحران، برخلاف کشورهای غربی که با کاهش شاخص های مالی خود مواجه می باشند، کشورهایی نظیر ایران در صدر بورس های فعال جهان قرار می گیرد. اما درست چند ماه پس از شروع این بحران، شاخص بورس در کشورهایی مانند ایران نیز در سراسیمی سقوط قرار می گیرد. (به طور مثال در ماجرای شیوع ویروس کرونا در جهان در انتهای سال ۲۰۱۹ و ابتدای سال ۲۰۲۰ تمامی بورسهای جهان با افت محسوس مواجه شده و بورس تهران روند صعودی داشت یا در بحران مالی سال ۲۰۰۸ نیز پس از وقوع بحران بورس تهران روند صعودی داشته اما حدود شش ماه بعد دچار

افت بی سابقه ای شد به طوری که این شاخص از حدود ۱۴۰۰۰ واحد در اردیبهشت ماه ۱۳۸۷ به رقم کم سابقه ۸۵۰۰ در آبان سال ۱۳۸۷ کاهش یافت (جمالی، ۱۳۹۹).

همان گونه که بیان گردید، اگرچه رابطه و تأثیر مستقیمی بین بازار سرمایه کشور ایران با سایر بورس ها و بازارهای مالی دنیا وجود ندارد، اما به دلایل گوناگون، این بازار به طور غیرمستقیم تحت تأثیر بحران جهانی قرار گرفته است. پیامدهای بحران از طریق تأثیرگذاری بر فضای کسب و کار و محدود کردن منابع مالی در اختیار، به بازار سرمایه و به طور مشخص به سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس و همچنین جذابیت بازار سرمایه اثر می گذارد.

حاکمیت شرکتی به عنوان مبحثی که بر موضوع راهبرد شرکتها و حقوق سهامداران تأکید دارد، مطرح می شود و نقش آن در کاهش تضاد بین منافع سهامداران و مدیران می باشد. این تضاد منافع اغلب با مسائل نمایندگی در ارتباط است که ناشی از دوعلت اصلی است: اولی متفاوت بودن اهداف و ترجیحات مشارکت کنندگان در شرکت و دیگری ناقص بودن اطلاعات مشارکت کنندگان نسبت به عملکرد، دانش و ترجیحات یکدیگر. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره شرکتها که تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم را برای نظارت بر عملکرد شرکت دارند، می تواند یک سازوکار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب آید. از طرفی وجود سهامداران نهادی به عنوان یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، می تواند موجب همسو شدن منافع سهامداران شود و این همسویی باعث افزایش نفوذ سهامداران بر مدیریت گردد، همچنین داشتن تمرکز در مالکیت شرکت نیز که از کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت ناشی می شود، می تواند کاهنده مسائل نمایندگی شود زیرا سهامداران عمده به واسطه داشتن اطلاعات کافی، می توانند بر عملکرد مدیریت کنترل بهتری داشته باشند. در سالهای اخیر نیز یکی از زمینه های گسترده ای که در مجامع علمی به آن توجه فراوان شده است، مسئله نمایندگی و انگیزه مدیران جهت انتقال ثروت و ارزش شرکت به نفع خودشان بوده است (حساس یگانه و معیری، ۱۳۸۷).

بدون شک، تشکیل شرکتهای بزرگ و به دنبال آن، مسائل مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت و پیامدهای خوشایند و ناخوشایند آن، در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم در سطح جهانی مطرح شد. اما موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی، ابتدا در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، آمریکا و کانادا و در پاسخ به مشکلات مربوط به کارایی هیأت مدیره شرکت های بزرگ مطرح گردید. پس از مدتی، بحران های مالی سال های اخیر منجر به تأکید بیشتری به برقراری ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در این کشورها و سایر کشورهای دنیا شد. در نتیجه این تحولات، شرکتهای سهامی محل تجمع منافع ذینفعان در شرکتها شامل سهامداران، مدیران، اعتباردهندگان و کارکنان و سایر ذینفعان شد و در پی آن بازار مالی سازمان یافته در اکثر کشورها به وجود آمد. اشخاص حقیقی و حقوقی، سازمان ها، مؤسسات اعتباری و دولت؛ عرضه کنندگان سرمایه در بازار مالی را تشکیل می دهند (فریدی، ۱۳۹۹). برای کارایی این بازارها، تشویق، مشارکت عمومی و حمایت قانونی از تأمین کنندگان سرمایه ها ضروری است و این موجب رونق اقتصادی و گسترش فرهنگ سهامداری در اکثر کشورها شده است. با این همه وجود تضاد منافع بین ذینفعان در شرکتها، مشکلات متعددی همچون مشکلات نمایندگی را به همراه داشته و بحث های متعددی را موجب شده که موضوع حاکمیت شرکتی از اصلی ترین آنهاست. جدا شدن مالکیت از مدیریت در سازمان های بزرگ امروزی که پس از آن با نام مسأله نمایندگی شناخته شد، بدین معنی است که چگونه می توان اطمینان داشت که مدیران در آزادی عمل خویش، راهی مطابق با میل سرمایه گذاران استفاده خواهند کرد. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی را در دراز مدت هدف قرار می دهد و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان حفاظت کند. از طرفی اگر شرکت ها بخواهند از مزایای جهانی شدن سرمایه برخوردار شوند و قابلیت آن را داشته باشند تا سهام خود را در بورس های معتبر دنیا عرضه نمایند و از این طریق بتوانند سرمایه های کم هزینه و بلند مدتی را جذب کنند، عواملی از جمله یک برنامه منظم و مدون تحت نظام حاکمیت

شرکتی ضرورت دارد. در کشورهای در حال توسعه که مکانیزم های کلان حاکمیت شرکتی در حال شکل گیری بوده و برای تقویت آن ها نیاز به زمینه سازی های گسترده سیاسی و اقتصادی است، برقراری حاکمیت شرکتی در سطح شرکت ها می تواند عامل مهمی در کسب مزیت رقابتی جهت جذب سرمایه باشد. در رابطه با تاثیر حاکمیت شرکتی بر اقتصاد کشور می توان گفت شرکت هایی که حاکمیت شرکتی مناسبی دارند، به پشتوانه بازارهای مالی عمیق و شفاف و سیستم های قوی قانونی، موجب تخصیص بهینه منابع ثبات مالی و اقتصادی و افزایش نرخ های رشد ملی می شوند (آلبولسکو، ۲۰۲۰).

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکتها، اندازه گیری عملکرد آنها می باشد. اندازه گیری عملکرد مالی شرکتها از آنجا که پایه بسیاری از تصمیم گیری ها در داخل و خارج از شرکت می باشد، دارای اهمیت است. تصمیم گیری مربوط به سرمایه گذاری ها، افزایش سرمایه شرکت ها، رابطه نمایندگی و بسیاری از خدمات دیگر، همگی مبتنی بر اندازه گیری عملکرد است. پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی می بایست اطلاعات مصون سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو می شد. لذا از مکانیسم های مختلفی در این خصوص استفاده شد مثل کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد چارچوب نظری و استانداردهای حسابداری، کنترل های داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیر اجرایی در هیئت مدیره، به کار گیری رویه های بلند مدت پاداش حتی قانون گذاری بوسیله دولت، با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده بلکه دارای پیچیدگی های بیشتری شد. علت آن شاید نبود مکانیسم هایی از راهبری شرکتی است که بتواند علاوه بر مطابقت بر تمام معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش ارزش شرکت منجر شود (دیوید و همکاران، ۲۰۲۰). حاکمیت شرکتی عاملی است که می تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شده و برخی ساز و کارهای مختلف آن عبارتند از: سرمایه گذاران نهادی، مدیران غیر اجرایی، حسابرسی مستقل شرکت، کنترل های داخلی، کمیته حسابرسی، نظارت قانونی و... بر اساس یافته های دانشمندان همچون بلک (۲۰۰۱)، کلابر و لاو (۲۰۰۳)، گاپرس، ایشیل و شریک (۲۰۰۳)، وینر و اسپید (۲۰۰۵)، حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت ایفا می کنند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد. حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن شرکت های تجاری، نظارت و کنترل می شوند. حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت ها را بین شرکای مختلف در شرکت از قبیل هیئت مدیره، مدیران، سهامداران و سایر نشان مشخص می کند و قوانین و رویه های تصمیم گیری در امور شرکتی را تعیین می نماید. با انجام این کار، ساختارهایی فراهم می شوند که از طریق آنها هدفهای شرکت تبیین و ابزار رسیدن به این هدف ها و نظارت بر عملکرد نیز فراهم می شوند. اگر چه ویژگی های حاکمیت شرکتی، نقش های مختلفی را در جهت اطمینان از موفقیت شرکت ها، بر عهده دارد، اما در نهایت تنها نقش پاسخگویی است که بر اقتصاد تجاری اثر می گذارد، وان دن برگه ۲۰۰۱ بیان می کند که عملکرد، در نهایت نتیجه بسیاری از عوامل به هم پیوسته است که در آنها حاکمیت شرکتی تنها یک عنصر ممکن در مجموعه کلی محرک های عملکرد است طبق تحقیقات انجام شده اگر شرکتها در جهت بهبود و ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی تلاش کنند این موضوع تاثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت می تواند داشته باشد.

رسوایی های گسترده مالی اخیر در شرکتهایی چون انرون، ورلداکام، آدلفی، و افزایش بحران ها و جرایم مالی در موارد مشابه دیگر در سطح جهان، به مساله ی نمایندگی مربوط می باشد. بر همین اساس، جهت کاهش جرایم مالی و بهبود عملکرد شرکت ها باید سازوکارهای نظارتی ایجاد کرد که با اجرای آن فاصله ی ایجاد شده بین مالکیت و کنترل کاهش یابد. از جمله چنین ساز و کارهای نظارتی، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی می باشد. مبانی اولیه ی نظام حاکمیت شرکتی، از اوایل دهه ی ۱۹۹۰ با تهیه ی گزارش کادبری در انگلیس، گزارش دی "در کانادا و مقررات هیأت مدیره در جنرال موتورز آمریکا، شکل گرفت. در جولای ۲۰۰۲، ایالات متحده در پاسخ به شکستهای مالی ذکر شده قانون ساربینز

- آکسلی را منتشر کرد. این قانون، حاوی ترمیم هایی در محافظت از حقوق سرمایه گذاران از طریق بهبود روشهای شفاف سازی در شرکت ها می باشد. در این راستا، گزارش های مشابهی؛ مانند گزارش هیگز در سال ۲۰۰۳ و گزارش اسمیت در بریتانیا منتشر شد. نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه ی علمی از قبیل؛ حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده ی کار آمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکتها در قبال سایر صاحب نفع های خود می گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می تواند باعث اختصاص بهینه ی منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه ی اقتصادی گردد (جان و سنبِت، ۱۹۹۸).

علاوه بر این، نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از مهمترین سازوکارهای کنترلی و نظارتی می تواند عامل مهمی در جهت برپایی عدالت گردد. ایجاد و اجرای نظام حاکمیت شرکتی برای کشورهایی که قصد اجرای برنامه های خصوصی سازی به ویژه از طریق انتشار سهام را دارند، به صورت یک الزام سیاسی و اقتصادی است. اگر چه سطح مالکیت شرکت های سهامی بزرگتر، در کل جامعه ی ایران فراگیر نشده است اما، واگذاری سهام عدالت و تحقق شعار عدالت محوری در سطح جامعه، ضرورت توجه به نظام حاکمیت شرکتی را نشان می دهد.

با توجه به مطالب ذکر شده در تحقیق حاضر تخمین مدل عملکرد سهام بانکهای منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن متغیرهای حاکمیت شرکتی و بحران کرونا می باشد بر متغیرهای عملکرد سهام مورد بررسی قرار خواهد گرفت. بنابراین سوال اصلی تحقیق حاضر این می باشد که اثرات آستانه ای حاکمیت شرکتی و بحران کرونا بر عملکرد سهام بانکهای منتخب پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه می باشد؟

مبانی نظری

از مسایل مهمی که در سالهای اخیر در پی رسوایی های گسترده مالی در سطح شرکت های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه گذاران و ذی نفعان می پردازد. از طرفی دیگر، خط مشی تقسیم سود نیز، پژوهشهای زیادی در امور مالی و حسابداری به همراه داشته است؛ اما تاکنون به طور کامل به این موضوع پاسخ داده نشده، که چرا شرکت ها سودشان را توزیع می کنند یا این که چرا، سرمایه گذاران به سود تقسیمی توجه دارند. این مسئله به عنوان "معمای تقسیم سود" در امور مالی شناخته شده است (گورمسن، ۲۰۲۰). زیربنای اصلی هر دو گروه از پژوهش ها به عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و ذی نفعان و رابطه نمایندگی بین مدیران و سهامداران مرتبط است. جنسن و مک لینگ با شرح هزینه نمایندگی که به علت نابرابری اطلاعات میان مدیریت و سهامداران ایجاد می شود، یکی از مکانیزم های کاهش این هزینه را کاهش جریان نقد آزاد در دسترس مدیران عنوان کردند که از طریق پرداخت سود تقسیمی حاصل می شود. سود تقسیمی هزینه نمایندگی را به وسیله ی توزیع جریان نقد آزاد که در پروژه های بی ثمر توسط مدیریت سرمایه گذاری می شود، کاهش می دهد (کورک و همکاران، ۲۰۲۱). بنابراین، براساس تئوری نمایندگی، اغلب انتظار می رود که مدیران، فعالیتهایی را انجام دهند که برای سهامداران پرهزینه باشد و حتی قراردادهای بین مدیران و شرکت ها نیز نمی تواند مانع از فعالیت های فرصت طلبانه مدیران شود؛ بنابراین، سهامداران فاقد قدرت کنترل، نیازمند ساختاری برای نظارت هستند. حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می شود و این احتمال که مدیران، سیاست تقسیم سود کمتر از حد مطلوب را در پیش گیرند، کم می کند. بنابراین، انتظار داریم؛ شاخص حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود تأثیر داشته باشد. از سویی نقدشوندگی سهام یکی از مزیت های اصلی بورس اوراق بهادار است و

سرمایه گذاران همواره خواستار سهامی هستند که بتوانند با کمترین هزینه در سریعترین زمان ممکن آن را معامله کنند. سرمایه گذاران به دلیل ریسک جدا نشدنی سرمایه گذاری، انتظار بازده دارند. بنابراین برای سرمایه گذاران، آگاهی از ریسک و بازده سرمایه گذاری از اهمیت ویژه ای برخوردار است. عدم نقدشوندگی برای آن دارایی به نوعی ریسک آن دارایی محسوب می شود که انتظار می رود سرمایه گذاران به ازای تقبل ریسک، بازده کسب نمایند. عنوان می کند که نقدینگی سهام بالاتر سبب افزایش فشار بازار سرمایه روی مدیران می شود تا بر نتایج کوتاه مدت تمرکز کنند و نگرش کوتاه مدت مدیریتی را در نظر گیرند. از طرف دیگر بعضی از پژوهشگران معتقدند که نقدینگی سهام بالاتر سبب تسهیل کنترل سهامداران بر مدیریت شرکت می شود. این افزایش کنترل از طریق افزایش انتقاد سهامداران از مدیریت و یا با استفاده از اعمال تهدید نسبت به فروش سهام و خروج از شرکت میسر خواهد شد. این نظریه اشاره می کند که افزایش نقدشوندگی سهام، مدیران را ترغیب می کند تا کارهایی را انجام دهند که ارزش و اعتبار بلندمدت شرکت را تقویت نماید و بر سیاست های شرکت در زمینه سود تقسیمی اثر گذار باشد. در بازارهای بورس سهام بحران های مالی ممکن است به دلایل مختلف از جمله رشد بیش از حد قیمت های سهام یا حباب قیمتی، شوک های پولی، عواملی مانند جنگ و یا به شکل یک بحران بهداشتی مانند ویروس کرونا پدیدار شود. در بازده بازارهای سهام تحت تاثیر بیماری های مختلف در سال های گذشته ارائه شده است. در تمامی موارد در کوتاه مدت بازارهای سهام با کاهش ارزش مواجه شده اند اما در حداکثر یک سال پس از وقوع این بیماری ها، بازارهای سهام به سطح قبل از ریزش بازگشته اند. در زمان ایجاد بحران های مالی در بازارهای سهام، رفتار جمعی یا گله ای سرمایه گذاران منجر به تاثیرگذاری بر ریسک سیستماتیک بازارها شده است. رفتار جمعی ایجاد شده بر اثر شیوع ویروس کرونا در بازارهای سهام بسیار شدید تر از رفتار جمعی سرمایه گذاران بر اثر بیماری های مختلف در گذشته بوده است. در سال ۲۰۰۲ شیوع بیماری سارس بسیاری از بازارهای مالی جنوب شرق آسیا را تحت تاثیر خود قرار داد، به طوری که عامل بدترین بحران اقتصادی در جنوب شرق آسیا پس از بحران مالی سال ۱۹۹۷ شد، به نظر می رسد تاثیرات منفی اثر گذاری ویروس کرونا بر اقتصاد جهان کمتر از بیماری سارس نخواهد بود. بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی مانند نفت، طلا، نقره و مس از ویروس کرونا تاثیر پذیرفته اند، بخش اعظمی از این متغیرها به طور مستقیم یا غیر مستقیم بر درآمد مالی شرکت ها و در نهایت بازارهای بورس تاثیرگذار هستند. کاهش تقاضای نفت و از بین رفتن توازن بین عرضه و تقاضا در زمان شیوع ویروس، منجر به افت شدید قیمت نفت با کاهش بیست درصدی تقاضا برای این متغیر شده است. در طی زمان گسترش این ویروس بهای نفت بیش از ۵۰ درصد کاهش یافته است که طبیعتاً اثرات منفی سنگینی بر اقتصاد کشورهای صادر کننده نفت خواهد داشت. قیمت طلای جهانی در ابتدا با کاهش ارزش شدید مواجه شد اما پس از سقوط بازارهای سهام، این کالا به عنوان یک دارایی امن با شوک تقاضای سنگینی همراه شد. قیمت های جهانی نقره و مس نیز بر اثر شوک ایجاد شده این ویروس بیش از ۳۵ درصد کاهش ارزش را تجربه کردند. در مجموع نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی منجر به تاثیر گذاری بر درآمدهای شرکتهای پذیرفته شده در بازارهای بورس و در نهایت تغییر ارزش شاخص های بورس سهام خواهد شد. ماهیت پویای بازارهای مالی می تواند به عنوان یک شبکه پیچیده ترسیم شود. تکنیک های شبکه برای توصیف معماری جهانی جریان مالی، تجزیه و تحلیل بحران مالی و بررسی پویای یهای بازار بین بانکی و همچنین سهام مورد استفاده قرار گرفته است (نظریان، ۱۴۰۰). بحران ناشی از ویروس کرونا یک بحران پیچیده است، بنابراین رویکرد سیستم های پیچیده برای درک آن ضروری به نظر می رسد. امروزه استفاده از تکنیک سیستم های پیچیده برای تجزیه و تحلیل امور مالی در مطالعات مختلف حائز اهمیت میباشد، همچنین دو ابزار کلی سیستم های پیچیده شامل قوانین قدرت و شبکه های پیچیده برای درک بیثباتیهای مالی بازارهای مورد مطالعه مهم و ضروری میباشد. دو ایده کلی توسط پژوهشگران این حوزه در سالهای اخیر گسترش یافته است: نخست اینکه رویدادهای افراطی مانند بحرانهای مالی در اقتصاد مکرر هستند (این امر را میتوان

با قوانین قدرت مورد مطالعه قرار داد) و دوم اینکه چندین سیستم، مستقل از مالی بودن آنها، اقتصاد کلان یا اقتصاد خرد، در معرض شوک دسته جمعی قرار دارند. پیچیدگی امکان تجزیه و تحلیل بازارهای مالی را ممکن میسازد، زمانی که بازارهای مالی به یک آستانه معین میرسند تغییر میکنند، یعنی نقطه‌های که شوکها میتوانند مسیر سیستم را تغییر دهند. اتصال سیستمهای مختلف به یکدیگر مانند محیط زیست، بهداشت عمومی، صنایع و سیستمهای مالی منجر به افزایش ریسک سیستماتیک خواهد شد و به کمک شبکه پیچیده تا حدودی نتایج اتصال این سیستم ها و شبکه ها به یکدیگر قابل رویت خواهد بود. مدل های شبکه، فرآیند توزیع موازی با ماهیت طبیعی بوده و ویژگی مهم آن، توانایی مدلسازی روابط غیرخطی و پیچیده بدون نیاز به فرضیات قبلی از ماهیت ارتباط بین داده ها است. این شبکه ها کاربرد های متفاوتی از قبیل طبقه بندی داده ها، تقریب توابع، پیش بینی متغیرها، خوشه بندی و بهینه سازی دارند. استفاده از رویکرد تحلیل شبکه محقق را قادر به بازیابی ساختار کلی تعاملات تجاری می نماید و به این وسیله امکان جستجوی ارتباطات و مسیرها در تجارت فراهم می شود، تحلیل شبکه می تواند موقعیت خاص یک کشور در شبکه تجارت جهانی را شناسایی کرده و این امکان وجود دارد که میزان ادغام بین المللی را برای کل شبکه ارزیابی نماید (نمازی، ۱۴۰۰).

پیشینه پژوهش

ریسون و همکاران (۲۰۲۳)، به تحلیل شبکه پیچیده ایجاد شده ناشی از اثر ویرو کرونا بر بازار بورس سهام ۷۵ کشور به همراه متغیرهای نفت، طلا، نقره و مس پرداختند. نتایج نشان داد که بهم پیوستگی اقتصاد مدرن بازارهای سهام و متغیرهای اقتصادی، بحران بهداشتی را به یک بحران اقتصادی در سطح جهان تبدیل کرد. ویروس کرونا به طور مستقیم بر ۳۵ درصد بازارهای بورس تأثیر منفی گذاشت، این ویروس بیشترین تأثیر را بر بازارهای بورس کشورهای اروپایی و آسیایی گذاشت، همچنین کمترین تأثیر بر بازارهای بورس کشورهای عربی و آفریقایی بود.

فارمر و همکاران (۲۰۲۳)، اثر شیوع کووید ۱۹ را بر عملکرد هشت بخش حمل و نقل، دارو سازی، مراقبتهای بهداشتی، انرژی، غذا، املاک و مستغلات، ارتباطات راه دور و فناوری، بازار سهام استرالیا را از طریق مطالعه رویدادی تجزیه و تحلیل کردند. یافته های این مطالعه نشان داد که در روز اعلام، شاخص های مربوط به مواد غذایی، دارویی و مراقبتهای بهداشتی بازده مثبت چشمگیری داشتند. اما پس از اعلام، بخشهای مخابراتی، دارویی و مراقبتهای بهداشتی عملکرد خوبی داشتند، در حالی که عملکرد ضعیف توسط صنعت حمل و نقل نشان داده شد.

حسینی و همکاران (۱۴۰۳)، در پژوهشی با عنوان "تحلیل اثرات بحران کرونا بر بازارهای مالی و اقتصادی ایران" به بررسی تأثیر پاندمی کووید-۱۹ بر شاخص های بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهای کلان اقتصادی پرداختند. آنان به این نتیجه رسیدند که شیوع ویروس کرونا منجر به ایجاد نوسانات شدید در بازارهای مالی شده و تأثیرات منفی بر رشد اقتصادی و اشتغال در کشور داشته است.

محمودی و همکاران (۱۴۰۳)، در تحقیقی تحت عنوان "بررسی اثرات اقتصادی بحران کووید-۱۹ بر نرخ ارز و بازار سهام ایران" به تحلیل ارتباط بین بحران بهداشتی کووید-۱۹ و تغییرات نرخ ارز و بازار سهام در ایران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد که بحران کووید-۱۹ باعث افزایش نوسانات در نرخ ارز و کاهش ارزش سهام شرکت های بورسی شده است.

اهداف پژوهش

با توجه به سؤال های مطرح شده، هدف از انجام این پژوهش عبارت است از:

۱. بررسی اثرات آستانه ای حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۲. بررسی اثرات آستانه‌ای بحران مالی کووید ۱۹ بر عملکرد سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فرضیه پژوهش

باتوجه به مبانی نظری بیان شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

فرضیه اول: اثرات آستانه‌ای حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معنادار می‌باشد.

فرضیه دوم: اثرات آستانه‌ای بحران مالی کووید ۱۹ بر عملکرد سهام بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران معنادار می‌باشد.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل واقعی به کار می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است، زیرا به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر است. روش‌شناسی پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز انجام پذیرفت. قلمرو زمانی این پژوهش، برای یک دوره هفت‌ساله از سال ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۲ تعیین شده و قلمرو مکانی آن نیز کلیه بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

با توجه به شرایط فوق بانک‌های تحقق حاضر عبارتند از: بانک اقتصاد نوین، بانک پارسیان، بانک پاسارگاد، بانک کارآفرین، بانک سامان، بانک سرمایه، بانک دی، بانک صادرات، بانک ملت، بانک تجارت، بانک ایران زمین، پست بانک، بانک گردشگری، بانک سینا، بانک شهر و بانک خاورمیانه.

مدل و متغیرهای پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه اول و دوم از مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی برحسب رابطه (۱) استفاده می‌شود:

$$\text{Return}_{i,t} = \alpha_0 + a_1 \text{cov19}_{i,t} + a_2 \text{cgov}_{i,t} + a_3 \text{cgov} * \text{cov19}_{i,t} + a_4 \text{ROA}_{i,t} + a_5 \text{ROE}_{i,t} + a_6 \text{leverage}_{i,t} + a_7 \text{EPS}_{i,t} + a_8 \text{DPS}_{i,t} + a_9 \text{OCF}_{i,t} + a_{10} \text{RI}_{i,t} + a_{11} \text{P/E}_{i,t} + a_{12} \text{SR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

متغیر وابسته

بازده سهام: بازده سهام نیز، طبق بازده تعدیل شده بازار بصورت رابطه (۲) محاسبه می‌شود.

$$R_{m,t} \equiv \frac{I_{m,t} - I_{m,t01}}{I_{m,t01}} \quad (2)$$

$I_{m,t-1}$: شاخص بورس در ابتدای دوره t

$I_{m,t}$: شاخص بورس در انتهای دوره t

$R_{m,t}$: بازده مورد انتظار دوره t

متغیرهای مستقل

حاکمیت شرکتی: متغیر حاکمیت شرکتی که به صورت جدول (۱) می باشد (شانر، ۲۰۲۳).

جدول (۱): معیارهای حاکمیت شرکتی

علامت اختصاری	نام لاتین	نام متغیر	نحوه دستیابی	نحوه محاسبه
BoS	Board size	اندازه هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد کل اعضای هیئت مدیره
BoInd	Board independence	استقلال هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	اعضای مستقل هیئت مدیره کل اعضای هیئت مدیره
BoTen	Board tenure	دوره تصدی هیئت مدیره	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	سال های عضویت در هیئت مدیره
AC	Audit Committee	کمیته حسابرسی	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد اعضای کمیته حسابرسی
RC	Risk Committee	کمیته ریسک	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد کارشناسان مدیریت ریسک
APC	Appointments Committee	کمیته انتصابات	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	تعداد اعضای کمیته انتصابات
CFS	Compensation for services	جبران خدمات	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	پاداش پرداختی به مدیران در هر سال که از بخش هزینه های اداری، عمومی و فروش شرکتها می باشد
IIN	Institutional investors	مالکیت نهادی (سرمایه گذاران نهادی)	گزارش هیئت مدیره صورت‌های مالی	برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانکها و بیمه ها، هلدینگها، شرکت‌های سرمایه گذاری، صندوقهای بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوقهای سرمایه گذاری، سازمانها و نهادهای دولتی و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست می آید.

بحران مالی کرونا: متغیر مجازی بدین صورت که در سال‌های بحران کرونا عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

متغیرهای کنترلی

Size لگاریتم طبیعی کل دارایی ها است.

ROA: سود قبل از بهره پس از کسر مالیات تقسیم بر کل دارایی ها است.

$$ROA = \left(\frac{\text{سود پس از کسر مالیات}}{\text{کل دارایی ها}} \right) \times \left(\frac{\text{فروش خالص}}{\text{فروش خالص}} \right) \quad (3)$$

$$ROA = \frac{\text{سود پس از کسر مالیات}}{\text{مجموع دارایی}} = \text{نرخ بازده دارایی}$$

(۴)

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

EPS: سود هر سهم

DPS: سود تفضیمی برای هر سهام

OCF: جریان های نقدی عملیاتی (صورت جریان وجوه نقد)

RI: سود باقیمانده

P/E: نسبت قیمت به سود هر سهم

SR: نرخ بازده سهام

Leverage: کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها است.

یافته های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۲)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۲): آمار توصیفی

متغیر	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
RETURN	۰/۵۶۹	۰/۵۶۴	۰/۷۹۰	۰/۴۲۰	۰/۰۵۵	۱۱۲
BOS	۵/۴۶۴	۵/۵۵۲	۷/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۲۶۱	۱۱۲
BOIND	۰/۲۳۰	۰/۲۲۳	۰/۸۰۰	۰/۲۰۰	۰/۲۵۶	۱۱۲
COV19	۰/۵۳۲	۰/۵۲۳	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۵۲	۱۱۲
AC	۳/۱۲۳	۳/۲۵۶	۵/۰۰۰	۳/۰۰۰	۱/۴۹۴	۱۱۲
OCF	۰/۵۸۸	۰/۶۰۰	۱/۳۶۴	۰/۰۴۰	۰/۱۸۸	۱۱۲
APC	۳/۵۳۸	۳/۶۰۷	۶/۰۰۰	۲/۰۰۰	۰/۹۰۶	۱۱۲
CFS	۴۴۰۱/۵۳۲	۴۵۲۳/۳۶۹	۹۲۰۲۵/۰۰	۲۶۳۵/۳۶۱	۱۹۹/۹۱۶	۱۱۲
RC	۳/۸۷۸	۳/۸۵۱	۵/۰۰۰	۸۲/۰۰۰	۰/۰۳۳	۱۱۲
DPS	۰/۶۰۲	۰/۵۷۵	۰/۸۰۱	۰/۰۲۱	۰/۳۵۲	۱۱۲
SIZE	۶/۳۷۴	۶/۲۵۹	۸/۷۶۵	۴/۵۷۴	۰/۶۶۹	۱۱۲
BOTEN	۹/۴۷۵	۹/۴۸۲	۱۷/۰۰۰	۳/۰۰۰	۰/۰۹۰	۱۱۲
IIN	۰/۶۶۴	۰/۶۵۹	۰/۹۵۶	۰/۳۵۶	۰/۴۷۲	۱۱۲
ROA	۰/۱۸۷	۰/۱۴۷	۰/۷۷۶	۰/۱۲۳	۰/۱۴۹	۱۱۲
ROE	۰/۱۱۸	۰/۱۱۴	۰/۲۷۰	۰/۰۰۱	۰/۰۸۴	۱۱۲
SR	۰/۴۸۵	۰/۴۹۵	۰/۷۴۸	۰/۱۲۸	۰/۰۵۱	۱۱۲
LEVERAGE	۰/۶۰۲	۰/۶۰۵	۰/۸۷۹	۰/۲۳۶	۰/۱۹۶	۱۱۲

تعداد مشاهداتی که به عنوان نمونه آماری مورد بررسی قرار گرفت شامل ۱۶ بانک در بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ می باشد که مجموعاً ۱۱۲ مشاهده را تشکیل داد. مقدار میانگین، میانه، انحراف معیار و سایر پارامترهای اماره توصیفی برای متغیرهای تحقیق قابل مشاهده است.

در مطالعه توزیع یک جامعه آماری مقدار نماینده که اندازه ها در اطراف آن توزیع شده اند را مقدار مرکزی می نامند و هر معیار عددی را که معرف مرکز مجموعه داده ها باشد، معیار گرایش به مرکز می نامند. میانگین و میانه از متداولترین

معیارهای گرایش به مرکز هستند. در جدول بالا در اکثر موارد ملاحظه می‌گردد که میانگین به میانه نزدیک می‌باشد و این مسأله نمایان کننده نرمال بودن توزیع متغیرها می‌باشند.

انحراف معیار یکی از شاخص‌های پراکندگی است که نشان می‌دهد به طور میانگین داده‌ها چه مقدار از مقدار متوسط فاصله دارند. اگر انحراف معیار مجموعه‌ای از داده‌ها نزدیک به صفر باشد، نشانه آن است که داده‌ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ در حالی که انحراف معیار بزرگ بیانگر پراکندگی قابل توجه داده‌ها می‌باشد. انحراف معیار برابر با ریشه دوم واریانس است. خوبی آن نسبت به واریانس، این است که هم‌بعد با داده‌ها می‌باشد. در جدول فوق در تمام موارد انحراف معیار داده‌ها کوچک می‌باشد و این مسأله نیز بیان کننده توزیع مناسب داده‌ها می‌باشد.

آزمون تعیین نوع داده‌ها

به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون اف لیمر استفاده شده است. برای بررسی نتایج اف لیمر، در صورتی که احتمال آمار اف بیشتر از ۰/۰۵ باشد، باید از روش داده‌های تلفیقی استفاده کرد، در غیر این صورت از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. خلاصه نتایج آزمون اف لیمر در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳): آزمون تعیین نوع داده‌ها

آزمون اف لیمر			آزمون هاسمن		
مدل	آماره F لیمر	احتمال	نتیجه	آماره کای دو	احتمال
اول	۶/۵۸۷	۰/۰۰۹	تابلویی	۱۴۰/۷۶۶	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج جدول (۳)، احتمال آماره اف لیمر کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. همچنین، نتیجه آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین، از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود.

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل‌ها

جدول شماره (۴) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتیجه آزمون فرضیه اول

برآورد قسمت خطی مدل				
متغیر	آماره آزمون	انحراف معیار	ضریب	احتمال محاسباتی
CONSTANT	۲/۴۱۸	۰/۱۳۶	۰/۳۲۹	۰/۰۲۳
RETURN(t-1)	۲/۰۹۱	۰/۰۷۵	۰/۱۵۸	۰/۰۴۱
COV19	-۲/۴۳۸	۰/۲۳۹	-۰/۵۸۲	۰/۰۱۴
BOS	۳/۶۳۷	۰/۰۲۶	۰/۰۹۶	۰/۰۰۰
BOIND	۲/۸۲۵	۰/۱۷۵	۰/۴۹۶	۰/۰۰۶
BOTEN	۲/۳۵۳	۰/۰۹۰	۰/۲۱۲	۰/۰۳۵
AC	۲/۷۵۷	۰/۱۴۲	۰/۳۹۳	۰/۰۲۰
RC	۲/۷۸۲	۰/۲۳۰	۰/۶۴۲	۰/۰۲۰
APC	۳/۳۸۰	۰/۰۲۸	۰/۰۹۷	۰/۰۰۰
CFS	۲/۷۱۸	۰/۱۵۹	۰/۴۳۳	۰/۰۲۱
IIN	۲/۲۹۵	۰/۰۸۹	۰/۲۰۴	۰/۰۳۰
BOS*COV19	-۲/۷۹۶	۰/۰۰۶	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۴
BOIND*COV19	-۱/۹۸۲	۰/۰۵۵	-۰/۱۱۰	۰/۰۴۹

۰/۰۳۵	-۰/۰۱۶	۰/۰۰۷	-۲/۳۳۵	BOTEN*COV19
۰/۰۰۵	-۰/۲۳۵	۰/۰۸۵	-۲/۷۶۲	AC*COV19
۰/۰۳۷	۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	-۲/۲۴۵	RC*COV19
۰/۰۴۸	-۰/۱۲۰	۰/۰۶۰	-۱/۹۹۱	APC*COV19
۰/۰۱۰	-۰/۱۸۷	۰/۰۶۷	-۲/۷۸۷	CFS*COV19
۰/۰۳۰	-۰/۱۰۷	۰/۰۴۵	-۲/۳۸۵	IIN*COV19
۰/۰۳۰	۰/۲۱۶	۰/۰۹۵	۲/۲۶۳	ROA
۰/۰۰۰	۰/۰۲۲	۰/۰۰۶	۳/۴۳۳	ROE
۰/۰۰۰	-۰/۷۵۰	۰/۲۰۴	-۳/۶۶۸	LEVERAGE
۰/۰۰۴	۰/۲۲۹	۰/۰۸۰	۲/۸۴۲	EPS
۰/۰۰۰	۰/۳۳۰	۰/۰۹۱	۳/۶۱۲	DPS
۰/۰۰۴	۰/۲۵۲	۰/۰۸۹	۲/۸۳۰	OCF
۰/۰۰۲	۰/۹۱۴	۰/۳۰۰	۳/۰۴۱	RI
۰/۰۴۱	۰/۳۸۹	۰/۱۹۱	۲/۰۳۱	P/E
۰/۰۱۵	۰/۴۹۷	۰/۱۷۳	۲/۸۶۶	SR
برآورد قسمت غیرخطی مدل				
احتمال محاسباتی	ضریب	انحراف معیار	آماره آزمون	متغیر
۰/۰۳۵	۰/۲۴۱	۰/۱۰۰	۲/۳۹۹	CONSTANT
۰/۰۳۷	۰/۰۱۴	۰/۰۰۶	۲/۱۸۷	RETURN(t-1)
۰/۰۰۱	-۰/۷۰۳	۰/۲۱۴	-۳/۲۷۵	COV19
۰/۰۰۱	۰/۲۷۶	۰/۰۸۴	۳/۲۵۴	BOS
۰/۰۰۰	۰/۳۳۶	۰/۰۹۵	۳/۵۰۲	BOIND
۰/۰۰۳	۰/۲۹۸	۰/۰۹۳	۳/۱۸۷	BOTEN
۰/۰۴۵	۰/۱۰۶	۰/۰۵۲	۲/۰۲۵	AC
۰/۰۰۴	۰/۵۷۶	۰/۱۹۸	۲/۹۰۹	RC
۰/۰۴۴	۰/۱۰۲	۰/۰۵۰	۲/۰۳۴	APC
۰/۰۰۶	۰/۰۹۱	۰/۰۳۳	۲/۷۷۱	CFS
۰/۰۰۰	۰/۰۲۸	۰/۰۰۵	۵/۵۷۲	IIN
۰/۰۱۵	-۰/۰۸۵	۰/۰۳۴	-۲/۴۷۲	BOS*COV19
۰/۰۰۰	-۰/۵۶۹	۰/۱۰۷	-۵/۲۷۵	BOIND*COV19
۰/۰۱۲	-۰/۳۷۷	۰/۱۴۸	-۲/۵۴۱	BOTEN*COV19
۰/۰۰۰	-۰/۵۹۳	۰/۱۰۸	-۵/۴۵۵	AC*COV19
۰/۰۴۴	-۰/۳۱۴	۰/۱۵۴	-۲/۰۴۱	RC*COV19
۰/۰۰۰	-۰/۵۷۱	۰/۰۷۸	-۷/۲۷۷	APC*COV19
۰/۰۰۱	-۰/۳۴۶	۰/۱۰۴	-۳/۳۱۶	CFS*COV19
۰/۰۳۰	-۰/۱۴۶	۰/۰۶۷	-۲/۱۶۶	IIN*COV19
۰/۰۲۳	۰/۶۳۳	۰/۲۷۸	۲/۲۷۷	ROA
۰/۰۳۵	۰/۰۸۲	۰/۰۳۸	۲/۱۰۸	ROE
۰/۰۳۴	۰/۰۹۹	۰/۰۴۶	۲/۱۲۰	LEVERAGE
۰/۰۳۶	۰/۴۵۳	۰/۲۱۶	۲/۰۸۹	EPS

۰/۰۰۵	۰/۰۸۷	۰/۰۳۱	۲/۷۶۵	DPS
۰/۰۵۳	۰/۲۴۵	۰/۱۲۶	۱/۹۳۸	OCF
۰/۰۳۷	۰/۰۶۷	۰/۰۳۲	۲/۰۸۹	RI
۰/۰۴۱	۰/۰۷۸	۰/۰۳۸	۲/۰۶۶	P/E
۰/۰۰۰	۰/۵۷۲	۰/۰۹۹	۵/۷۴۹	SR
ضریب تعدیل شده		پارامتر شیب		حد آستانه‌ای
۹۶/۰		۲/۹۶۴		۵/۷۷۰

نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که اکثر متغیرهای تحقیق معنی دار و نتایج آنها قابل قبول می‌باشد. نتایج برآورد قسمت خطی مدل (رژیم اول) نشان می‌دهد که متغیرهای بحران کووید ۱۹ و اهرم مالی در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار و تاثیر منفی بر عملکرد سهام بانکهای منتخب بورسی در ایران دارند، نتایج برآورد قسمت غیرخطی مدل (رژیم دوم) نشان می‌دهد که متغیرهای حاکمیت شرکتی و حجم معاملات روزانه و اندازه بانک و نرخ بازده دارایی بر عملکرد سهام بانکهای منتخب دارای تاثیر مثبت و معنادار می‌باشد.

مقایسه ضرایب در دو رژیم مختلف بر اساس متغیر انتقال و مقادیر آن صورت می‌پذیرد و مقدار متغیر انتقال می‌تواند تابع انتقال و در نتیجه رژیم حاکم را تعیین نماید. در واقع کمتر یا بیشتر بودن متغیر انتقال از حد آستانه می‌تواند دو رژیم مختلف را در تابع برآورد شده ایجاد نماید. در تخمین فوق متغیر انتقال بازده سهام می‌باشد که مقدار حد آستانه برآورد شده برای این متغیر برابر با $-۰/۲۱$ در مدل بوده است. بر اساس فاصله بازده سهام از این مقدار آستانه الگو از دو رژیم حدی مختلف تبعیت می‌نماید. با مقایسه ضرایب الگو در دو رژیم مختلف ملاحظه می‌گردد که با عبور بازده سهام از حد آستانه $(-۰/۲۱)$ واکنش بازده سهام به تغییرات متغیرهای حاکمیت شرکتی و کووید ۱۹ به شدت افزایش یافته، بدین ترتیب که هر چه حاکمیت شرکتی بهبود یابد بازده سهام افزایش یافته است و همچنین اثر کوید ۱۹ نیز بر بازده سهام بیشتر و در نتیجه باعث کاهش بازده سهام می‌شود.

بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در بازارهای بورس سهام بحران‌های مالی ممکن است به دلایل مختلف از جمله رشد بیش از حد قیمت‌های سهام یا حباب قیمتی، شوک‌های پولی، عواملی مانند جنگ و یا به شکل یک بحران بهداشتی مانند ویروس کرونا پدیدار شود. در بازده بازارهای سهام تحت تاثیر بیماری‌های مختلف در سال‌های گذشته ارائه شده است. در تمامی موارد در کوتاه مدت بازارهای سهام با کاهش ارزش مواجه شده‌اند اما در حداکثر یک سال پس از وقوع این بیماری‌ها، بازارهای سهام به سطح قبل از ریزش بازگشته‌اند. در زمان ایجاد بحران‌های مالی در بازارهای سهام، رفتار جمعی یا گله‌ای سرمایه‌گذاران منجر به تاثیرگذاری بر ریسک سیستماتیک بازارها شده است. رفتار جمعی ایجاد شده بر اثر شیوع ویروس کرونا در بازارهای سهام بسیار شدیدتر از رفتار جمعی سرمایه‌گذاران بر اثر بیماری‌های مختلف در گذشته بوده است. در سال ۲۰۰۲ شیوع بیماری سارس بسیاری از بازارهای مالی جنوب شرق آسیا را تحت تاثیر خود قرار داد، به طوری که عامل بدترین بحران اقتصادی در جنوب شرق آسیا پس از بحران مالی سال ۱۹۹۷، به نظر می‌رسد تاثیرات منفی اثر رگزاری ویروس کرونا بر اقتصاد جهان کمتر از بیماری سارس نخواهد بود. بسیاری از متغیرهای کلان اقتصادی مانند نفت، طلا، نقره و مس از ویروس کرونا تاثیر پذیرفته‌اند، بخش اعظمی از این متغیرها به طور مستقیم یا غیر مستقیم بر درآمد مالی شرکت‌ها و در نهایت بازارهای بورس تاثیرگذار هستند. کاهش تقاضای نفت و از بین رفتن توازن بین عرضه و تقاضا در زمان شیوع ویروس، منجر به افت شدید قیمت نفت با کاهش بیست درصدی تقاضا برای این متغیر شده است. در طی زمان گسترش این ویروس بهای نفت بیش از ۵۰ درصد کاهش یافته است که طبیعتاً اثرات منفی سنگینی بر اقتصاد

کشورهای صادر کننده نفت خواهد داشت. قیمت طلای جهانی در ابتدا با کاهش ارزش شدید مواجه شد اما پس از سقوط بازارهای سهام، این کالا به عنوان یک دارایی امن با شوک تقاضای سنگینی همراه شد. قیمت های جهانی نقره و مس نیز بر اثر شوک ایجاد شده این ویروس بیش از ۳۵ درصد کاهش ارزش را تجربه کردند. در مجموع نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی منجر به تاثیر گذاری بر درآمدهای شرکتهای پذیرفته شده در بازارهای بورس و در نهایت تغییر ارزش شاخص های بورس سهام خواهد شد.

اثرات آستانه ای حاکمیت شرکتی بر عملکرد سهام بانک های پذیرفته شده در بورس فریدی و همکاران (۱۳۹۹)، پژوهشی با عنوان «حاکمیت شرکتی و کیفیت عملکرد سهام» انجام داده اند. این تحقیق با هدف مروری بر پژوهش های انجام شده در حوضه حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر عملکرد سهام، به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود پرداخته و بیان می کنند که مهم ترین وظیفه ای که حاکمیت شرکتی می تواند بر عهده گیرد، اطمینان دهی نسبت به کیفیت فرآیند عملکرد سهام است. آنان در این مطالعه بر اساس تحقیقاتی که در کشورهای مختلف در این زمینه انجام گرفته نتیجه می گیرند که میان حاکمیت شرکتی ضعیف و کیفیت نازل عملکرد سهام، تحریف سود، وجود تقلب در صورت های مالی و ضعف کنترل های داخلی، رابطه وجود دارد که نتایج این تحقیق با فرضیه حاضر در یک راستا میباشد.

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهاد های پژوهش به شرح زیر بیان می شود: تقویت نظارت و شفافیت در بانک ها می تواند به بهبود حاکمیت شرکتی و افزایش عملکرد سهام در بورس تهران کمک کند. اجرای سیاست های دقیق تر برای انتخاب اعضای هیئت مدیره می تواند به بهبود فرآیند تصمیم گیری و در نتیجه عملکرد سهام منجر شود. ارتقای سیستم های گزارش دهی مالی و شفافیت اطلاعات می تواند اعتماد سرمایه گذاران را افزایش دهد و بر عملکرد سهام تاثیر مثبت بگذارد. تمرکز بر توسعه استراتژی های حاکمیت شرکتی مبتنی بر استانداردهای بین المللی می تواند ریسک ها را کاهش داده و عملکرد سهام را بهبود بخشد. ایجاد محیط رقابتی در بازار بورس از طریق تقویت حاکمیت شرکتی می تواند به جذب سرمایه گذاری های بلندمدت و رشد پایدار سهام بانک ها منجر شود. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود که هنگام دریافت اطلاعات برای تحلیل جهت خرید سهام به رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد سهام توجه لازم را داشته باشند.

به هیئت مدیره پیشنهاد می شود با مؤثر کردن سایر مکانیزم های حاکمیت شرکتی، زمینه بهبود عملکرد سهام را برای سهامداران فراهم آورند.

به عاملین بازار سرمایه پیشنهاد می گردد به خاطر عدم تکرار جهش های پوشالی با آگاه سازی مردم برای ورود به بازار سرمایه حتما کلاس هایی را به صورت مجازی و اجباری تعیین نمایند یا از ورود مستقیم مردم به بازار سرمایه بدون اطلاعات قبلی از این بازار موجبات ثبات را در این بازار فراهم آورند تا عده ای با استفاده از عدم آگاهی از اطلاعات مردم عادی از این بازار منجر به ورشکستگی اقتصادی افراد نشوند.

پیشنهاد می شود که بررسی های بیشتری در خصوص اثرات بحران های اقتصادی مشابه کووید-۱۹ بر عملکرد سهام بانک ها صورت گیرد، به ویژه تحلیل اثرات آستانه ای و رفتار غیرخطی بازار در شرایط بحرانی. این تحلیل ها می توانند به درک بهتری از نقاط بحرانی و شرایطی که بازار به طور ناگهانی و غیرمنتظره تغییر می کند، کمک کنند. همچنین، سیاست های بانک مرکزی و دولت در مدیریت بحران باید مورد مطالعه قرار گیرد تا تأثیر آن ها بر بانک ها و بازار بورس بهتر درک شود. این امر به ویژه در شرایطی که بانک ها با کاهش نقدینگی و افزایش ریسک مواجه هستند، اهمیت بیشتری پیدا می کند. در کنار آن، استفاده از مدل های پیش بینی بحران می تواند به بانک ها در مدیریت ریسک و کاهش آسیب های ناشی از بحران های آینده کمک کند. مدل های پیش بینی می توانند بانک ها را قادر سازند تا با شبیه سازی سناریوهای مختلف بحران، آمادگی بهتری برای مواجهه با بحران های مشابه در آینده داشته باشند. همچنین، بررسی های بیشتر درباره

تعاملات روان‌شناختی سرمایه‌گذاران و تحلیل رفتارهای آن‌ها در دوره‌های بحران ضروری است. این امر می‌تواند به درک دقیق‌تر از واکنش‌های غیرمنطقی و هیجانی بازار در زمان بحران‌ها کمک کند و راهکارهایی برای کاهش اثرات منفی این رفتارها ارائه دهد. علاوه بر این، پیشنهاد می‌شود که مطالعه‌ای مقایسه‌ای بین بانک‌های مختلف در واکنش به بحران‌ها صورت گیرد تا مشخص شود کدام بانک‌ها با توجه به ویژگی‌های مدیریتی و ساختار مالی خود، توانایی بیشتری در مقابله با بحران‌ها دارند. چنین پژوهش‌هایی می‌توانند به شناسایی نقاط قوت و ضعف بانک‌ها کمک کنند و به سیاست‌گذاران امکان دهند تا راهبردهای مؤثرتری برای تقویت تاب‌آوری بانک‌ها در برابر بحران‌های آینده تدوین کنند.

پیشنهاد میشود که سرمایه‌گذاران در هنگام سرمایه‌گذاری طی دوره‌های بحرانی و بخصوص بحرانهای بهداشتی همچون کووید ۱۹ توجه داشته باشند که نوسانات سهام بیشتر است و حجم معاملات و بازدهی نیز افزایش پیدا میکنند لذا با علم به چنین مساله‌ای تصمیمات دقیقتری اتخاذ نمایند.

تحلیلگران نیز بر اساس نتایج این مطالعه باید به نقش کووید ۱۹ در تحلیل‌های خود دقت نمایند، چراکه می‌تواند اثرات قابل توجهی بر عملکرد سهام داشته باشد.

پیشنهاد میشود که در دوران همه‌گیری کرونا و یا بحران‌های مشابه سرمایه‌گذاران بیشتر در شرکت‌هایی که دارای حاکمیت شرکتی خوب هستند، سرمایه‌گذاری کنند. به مدیران شرکتهای سرمایه‌گذاری نیز پیشنهاد میشود مقوله بحران کووید ۱۹ را در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی خود لحاظ نمایند تا علاوه بر سرمایه‌گذاری مناسب انگیزه‌ای برای این شرکتهای مسئول به وجود آید و اقدامات جدی‌تری در زمینه بالا بردن عملکرد سهام خود انجام دهند.

به تأمین‌کنندگان سرمایه و اعتباردهندگان نیز پیشنهاد میشود که در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری نه تنها به عملکرد نهایی سهام شرکتها توجه نمایند بلکه بحرانهای موجود همچون کووید ۱۹ را نیز مورد توجه قرار دهند. بدین ترتیب تخصیص اعتبار با ریسک کمتری همراه خواهد بود.

برای پژوهش‌های آتی نیز پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

- ✓ تأثیر بحران کووید ۱۹ بر احساسات سرمایه‌گذاران با تأکید بر نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی.
- ✓ تأثیر بحران کووید-۱۹ بر عملکرد سهام، با تأکید بر نقش تعدیلگر ابعاد مختلف هیئت مدیره.
- ✓ تأثیر بحران کووید-۱۹ بر عملکرد سهام، با تأکید بر نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی و کنترل نقش تورم.
- ✓ تأثیر بحران کووید ۱۹ بر عملکرد سهام با تأکید بر نقش تعدیلگر مسئولیت اجتماعی.

منابع

- ✓ جمالی، فرید، (۱۴۰۰)، نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران، فصلنامه‌ی پژوهش اقتصادی ایران، شماره ۲۶.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، پوریان‌سب، امیر، (۱۳۸۴)، نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی، مجله حسابداری، شماره ۱۶۵، تیر ۱۳۸۴، صص ۲۵-۲۸.
- ✓ شاپریان، مراد، (۱۳۹۹)، بررسی اثر سرایت بحران مالی جهانی بر شاخص‌های بازار سهام تهران دانشگاه صنعتی شریف، دانشکده مدیریت و اقتصاد.
- ✓ فریدی، جمال، (۱۳۹۹)، تعیین نقاط چرخش در دوره‌های تجاری اقتصاد ایران با استفاده از الگوی خودبازگشتی سوئیچینگ مارکف. مدل‌سازی اقتصادی، صص ۱-۲۵.
- ✓ مدنی، اکرم، (۱۳۹۹)، بیش واکنش سرمایه‌گذاران بازار سهام ایران به اخبار بحران مالی جهانی، مجله دانش مالی، تحلیل اوراق بهادار، شماره ۹.

- ✓ ناصری، سارا، (۱۳۹۹)، بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی با شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار ایران جله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، شماره ۴۰، صص ۱۳.
- ✓ نظریان، جمال، (۱۴۰۰)، تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۹، صص ۱۰۰-۱۳۱.
- ✓ نمازی، محسن، (۱۴۰۰)، نقش حاکمیت شرکتی بر شاخ صهای عملکرد نظام بانکی، فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی، شماره ۱۷، صص ۱۷-۳۵.
- ✓ Albulesko. (2020). Price Shocks and Real GDP Growth: Empirical Evidence for some OECD Countries, Applied Economics 37 and Policies, Banking Network: CAMELS Approach". Quarterly journal of Economic Research.
- ✓ DAVID&OTHER. (2020). another pass-through bites the dust? Oil prices and inflation, working paper, Central Bank of Chile.17-20.
- ✓ Gurmesen. (2020). Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels, Journal of Econometrics 115.
- ✓ KOREK&OTHE. (2021). Are oil shocks inflationary? Asymmetric and nonlinear specifications versus changes in regime, Journal of Money, Credit and Banking, 34(2), 540-561.
- ✓ shaner O (2023). "Governance and bank valuation". Journal of Financial Intermediation, 16(4), pp. 584-610.

