

## تأثیر ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب در قالب فرضیه‌های فشار بازار و جبهه‌گیری مدیریت

مهدی سدیدی\*

میثم احمدوند\*\*

### چکیده

هدف پژوهش پیش‌رو، آزمون تأثیر ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب در بورس اوراق بهادار تهران است. به همین منظور، ابتدا سودآوری سه استراتژی شتاب کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت مورد بررسی قرار گرفت و مشاهده شد که، هم با استناد به داده‌های خام و هم با توجه به داده‌های تعدیل‌شده بر اساس صنعت، تنها استراتژی شتاب میان‌مدت، سودآور است. در مرحله بعد، شرکت‌ها بر اساس امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی به دو گروه دموکراتیک (پشتیبان حقوق سهامداران) و مستبد (ناقض حقوق سهامداران) تقسیم شدند. سپس، سودآوری استراتژی‌های شتاب در هر یک از این دو گروه بررسی شد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد در بین شرکت‌های دموکراتیک، استراتژی‌های شتاب کوتاه و میان‌مدت، عایدی مثبت و قابل ملاحظه‌ای را نصیب سرمایه‌گذاران می‌کنند، اما عایدی هر سه استراتژی شتاب در شرکت‌های ناقض حقوق سهامداران منفی است. نتایج پژوهش همچنین تأییدکننده فرضیه فشار بازار است و تصدیق می‌نماید که مدیران شرکت‌های پشتیبان حقوق سهامداران در مقایسه با همتایان خود در شرکت‌های ناقض حقوق سهامداران، اطلاعات محرمانه کمتری را افشا می‌کنند.

واژگان کلیدی: شتاب، راهبری شرکتی، حقوق سهامداران، فرضیه فشار بازار، بورس اوراق بهادار

تهران

\* استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

\*\* دکتری مدیریت مالی دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول) maysam.21989@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۰۶/۱۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۲/۲۵

## مقدمه

فاما (۱۹۷۰) با معرفی و ارائه فرضیه بازار کارا سعی کرد رفتار بازار سهام را تشریح نماید. فرضیه مزبور حاکی از آن است که افراد بدون افزایش ریسک سرمایه‌گذاری خود قادر به کسب بازده اضافی نخواهند بود. با این حال، شواهد از وجود سرمایه‌گذارانی خبر می‌دهد که با ایجاد استراتژی‌های کم‌ریسک می‌توانند بازده مثبت قابل ملاحظه‌ای را کسب نمایند. بنابراین، یافته‌های مذکور زمینه را برای نقض آشکار فرضیه بازار کارا فراهم می‌کنند (هلینکا، ۲۰۰۸). استراتژی‌های شتاب که مشتمل بر خرید سهام برنده در گذشته و فروش سهام بازنده در گذشته هستند، مثالی برجسته از موارد نقض‌کننده فرضیه بازار کارا می‌باشند. سرمایه‌گذارانی که به استراتژی‌های شتاب متوسل می‌شوند، انتظار دارند عملکرد گذشته سهم در آینده کوتاه‌مدت نیز استمرار یابد. در واقع، شتاب کوتاه‌مدت دلیل سودآوری این استراتژی‌هاست.

ماسکووتز و گرینبلت (۱۹۹۹)، هانگ و همکاران (۲۰۰۰) و فاما و فرنچ (۱۹۹۳) سایر عامل‌های اثرگذار بر سودآوری استراتژی‌های شتاب را مورد اشاره قرار می‌دهند؛ عاملهایی نظیر نوع صنعت، سطح پوشش تحلیل‌گران، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار. پژوهش‌های این افراد نشان می‌دهد با دخالت دادن عامل‌های فوق و انجام تعدیل‌های لازم، سودآوری استراتژی‌های شتاب با کاهش قابل توجهی روبه‌رو می‌شود. بالاخص، هانگ و استاین (۱۹۹۹) بر این باورند که علت بروز شتاب، انتشار آهسته اطلاعات خصوصی و محرمانه میان سرمایه‌گذاران است که خود منجر به ایجاد ناکارایی اطلاعاتی و ارزش‌گذاری بیشتر یا کمتر از واقع سهم شده و همین امر کسب بازده اضافی چشمگیر توسط معامله‌گران استفاده‌کننده از استراتژی‌های شتاب را در پی دارد (هلینکا، ۲۰۰۸).

در پژوهش پیش‌رو، عامل دیگری که می‌تواند بر سودآوری استراتژی‌های شتاب اثرگذار باشد مورد بررسی قرار می‌گیرد؛ عاملی تحت عنوان ماهیت راهبری شرکتی. گامپرس و همکاران (۲۰۰۳) از وجود رابطه بین ماهیت راهبری شرکتی و قیمت سهام خبر می‌دهند. فو و لیو (۲۰۰۷) به رابطه فی‌مابین ماهیت راهبری شرکتی و میزان افشای اطلاعات توسط شرکت اشاره می‌کنند. فو و همکاران (۲۰۱۴) رابطه بین راهبری شرکتی، میزان

نقدینگی شرکت و نقدشوندگی سهام را در شرکت‌های خانوادگی بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های مزبور در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود محافظه‌کارتر هستند و حجم بیشتری از دارایی‌های نقدشونده را در مقایسه با سایر شرکت‌ها نگهداری می‌کنند. گو و هَکیرث (۲۰۱۳) نحوه تعامل راهبری شرکتی و شفافیت اطلاعات حسابداری را مد نظر قرار دادند و دریافتند که شرکت‌های برخوردار از ساختار راهبری مناسب‌تر، شفاف‌تر هستند و بازده غیرعادی بالاتری را محقق می‌سازند. واکر (۲۰۱۳) رابطه راهبری شرکتی و قیمت سهام را بررسی کرد و نشان داد بازار تأثیر استراتژی‌های راهبری شرکت‌ها را از قبل در قیمت سهام آنها منعکس می‌نماید.

در این پژوهش، با پیروی از روش ابتکاری گامپرس و همکاران (۲۰۰۳)، شرکت‌ها بسته به ماهیت ساختار راهبری خود در یکی از دو طبقه دموکراتیک یا مستبد قرار می‌گیرند. طبقه دموکراتیک شامل شرکت‌های مدافع حقوق سهامداران و طبقه مستبد دربرگیرنده شرکت‌های ناقض حقوق سهامداران است. فو و لیو (۲۰۰۷) در بررسی رابطه راهبری شرکتی و میزان افشای اطلاعات، دو فرضیه رقیب را معرفی می‌کنند: فرضیه فشار بازار و فرضیه جبهه‌گیری مدیریت. فرضیه اول بیان می‌کند که شرکت‌های دموکراتیک زیر فشار وارده از جانب سهامداران برای ایجاد بازده مثبت در کوتاه‌مدت هستند و از این رو، احتمال انتشار اطلاعات محرمانه و به‌خصوص اطلاعات منفی توسط مدیران آنها کم است. در مقابل، شرکت‌های مستبد که به اندازه شرکت‌های دموکراتیک با فشار سهامداران روبه‌رو نیستند، بر اهداف بلندمدت تمرکز می‌کنند و ابائی از انتشار همه اطلاعات ندارند. درون‌مایه فرضیه جبهه‌گیری مدیریت این است که مدیران شرکت‌های مستبد از آنجا که به جای اهداف شرکت در پی تحقق مقاصد شخصی خود هستند، با احتمال کمتری دست به افشای اطلاعات محرمانه شرکت می‌زنند. علت آن است که با افشای اطلاعات بیشتر، شفافیت افزایش و مزایای شخصی مدیریت کاهش می‌یابد.

این پژوهش از نخستین مطالعاتی است که رابطه فی‌مابین ماهیت راهبری شرکتی و سودآوری استراتژی‌های شتاب را تحلیل می‌کند. ترکیب یافته‌های فو و لیو (۲۰۰۷) و نظریه انتشار آهسته و تدریجی اطلاعات هانگ و استاین (۱۹۹۹) گویای نتایج زیر است: با

در نظر داشتن فرضیه فشار بازار، انتشار اطلاعات محرمانه توسط شرکت‌های دموکراتیک آهسته‌تر است و همین موضوع امکان کسب سود بیشتر حاصل از استراتژی‌های شتاب را برای سرمایه‌گذاران در سهام این شرکت‌ها افزایش می‌دهد؛ با در نظر داشتن فرضیه جبهه-گیری مدیریت، انتشار اطلاعات محرمانه توسط شرکت‌های مستبد آهسته‌تر است که نتیجه آن فراهم آمدن شرایط جهت کسب سود بیشتر حاصل از استراتژی‌های شتاب برای سرمایه‌گذاران در شرکت‌های فوق خواهد بود.

ساختار مقاله در ادامه به این صورت است: در بخش دوم، ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش مرور می‌شود. بخش سوم به روش پژوهش اختصاص یافته است. در بخش چهارم یافته‌های پژوهش و در بخش پایانی خلاصه پژوهش و نتیجه‌گیری ارائه می‌شود.

### پیشینه پژوهش

#### فرضیه بازار کارا

فرضیه بازار کارا این موضوع را بررسی می‌کند که آیا بازار سهام در دریافت و پردازش اطلاعات ورودی به‌طور معقول عمل می‌کند و آیا اطلاعات بلافاصله و بدون سوگیری در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شود (فاما، ۱۹۶۵). بر اساس این فرضیه، هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند در بلندمدت به‌طور سیستماتیک بیشتر از میزان ریسکی که متحمل شده است، بازده کسب کند. در چنین بازاری، قیمت سهام انعکاسی از اطلاعات مربوط به آنهاست و تغییرات قیمت‌ها از الگوی قابل‌پیش‌بینی و خاصی پیروی نمی‌کند (فاما، ۱۹۷۰).

از زمان معرفی و پیدایش فرضیه بازار کارا تاکنون، صاحب‌نظران متعددی صحت آن را مورد تردید قرار داده‌اند. همچنین مشاهده چندین مورد خلاف‌قاعده بلندمدت در بازار سهام باعث شد قدرت این فرضیه زیر سؤال برود. با این حال، یافته‌های فوق صرفاً حاکی از ناقص بودن مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد که فرضیه بازار کارا بر پایه آن شکل گرفته است. از این رو، فاما و فرنچ (۱۹۹۳) متغیرهای دیگری را به مدل قیمت-گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای اضافه کردند که سودآوری اضافی استراتژی‌های مبتنی بر

اندازه شرکت، نسبت درآمد به قیمت سهم، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار هر سهم و ... را توجیه نمایند (هلینکا، ۲۰۰۸).

علاوه بر موارد فوق، خلاف قاعده‌های دیگری نیز در بازار سهام مشاهده شده‌اند. این موارد لزوماً در ارتباط با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای نیستند، اما اعتبار فرضیه بازار کارا را تحلیل می‌برند. از بین این خلاف قاعده‌ها می‌توان به اثر ژانویه که گاهی اوقات اثر پایان سال نیز خوانده می‌شود، و اثر روزهای معاملاتی هفته اشاره کرد (هلینکا، ۲۰۰۸).

#### استراتژی‌های شتاب - معکوس

استراتژی‌های شتاب - معکوس مجموعه دیگری از خلاف قاعده‌های بررسی شده در پژوهش‌های دانشگاهی هستند. استراتژی‌های شتاب بر رابطه بین بازده نسبی سهم و بازار در دوره قبل تمرکز می‌کنند. قاعده ساده استراتژی شتاب این است: سهامی که در گذشته عملکرد بهتر یا ضعیف‌تری را از خود به نمایش گذاشته‌اند در آینده نیز همان روند را ادامه خواهند داد. بنابراین، یک استراتژی شتاب پرتفوی ایجاد می‌نماید که سهام برنده در گذشته را خریداری کرده و سهام بازنده در گذشته را به فروش می‌رساند. به دو طریق می‌توان یک پرتفوی شتاب ایجاد نمود: روش تخصیص وزن برابر یا روش تخصیص وزن بر اساس ارزش بازار. با استفاده از این دو روش سهام موجود در نمونه در چندین پرتفوی جای می‌گیرند. روش تخصیص وزن برابر پرتفوی‌هایی ایجاد می‌کند که در آنها مبلغ سرمایه‌گذاری شده در هر سهم برابر است. در روش تخصیص وزن بر اساس ارزش بازار پرتفوی‌هایی تشکیل می‌شود که در آنها به هر سهم متناسب با ارزش بازار آن وزن تعلق می‌گیرد (سوئینکلز، ۲۰۰۴).

نخستین بار جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) از وجود استراتژی شتابی که طی یک دوره زمانی طولانی، بازده‌های غیرعادی محقق ساخته بود، خبر دادند. این دو در پژوهش خود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک و بورس اوراق بهادار آمریکا را با استفاده از استراتژی‌های شتاب تجزیه و تحلیل کردند. جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) پرتفوی‌هایی ایجاد نمودند که سهام برخوردار از عملکرد بهتر در ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماه قبل (سهام برنده) را خریداری کرده و سهام دارای عملکرد ضعیف‌تر در ۳، ۶، ۹ و ۱۲

ماه قبل (سهام بازنده) را به فروش می‌رساند، اما طول دوره نگهداری آنها با یکدیگر متفاوت بود. جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) دوره نگهداری را ۳، ۶، ۹ یا ۱۲ ماه تعیین و در پایان هر دوره پرتفوی‌های موجود را مجدداً بر اساس عملکرد آنها در دوره موردنظر به‌روز نمودند. این دو همچنین از رویکرد استراتژی‌های هم‌پوشانی بهره بردند. آنچه مشاهده کردند این بود که بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۸۹، با انتخاب سهام بر مبنای عملکردشان در طول ۶ ماه گذشته و نگهداری آنها تا ۶ ماه آینده، به‌طور متوسط بازده مازادی معادل ۱۲/۰۱ درصد در سال محقق می‌گردد. یکی از یافته‌های بااهمیت این بود که میانگین ارزش بازار پرتفوی سهام برنده و سهام بازنده در دوره زمانی ۱۹۸۹ کمتر از میانگین بازار می‌باشد. این موضوع نشان داد شتاب برای سهام یا شرکت‌های کوچک‌تر، قدرتمندتر است.

جگدیش و تیمین (۲۰۰۱) در دوره زمانی بعدی یعنی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸، سهام با قیمت کمتر از ۵ دلار را در ابتدای دوره نگهداری و سهام موجود در پایین‌ترین دهک ارزش بازار (یعنی کوچک‌ترین سهام) را از تجزیه و تحلیل خود حذف نمودند تا به این ترتیب اثر سوگیری سهام کوچک را خنثی کرده باشند. یافته‌های پژوهش نشان داد میانگین بازده اضافی استراتژی شتاب ۱/۳۹ درصد در هر ماه است. در این پژوهش همچنین شتاب بین سال‌های ۱۹۶۵ تا ۱۹۹۸ مورد بررسی قرار گرفت و میانگین بازده اضافی را ماهانه ۱/۲۳ درصد (۱۴/۷۶ درصد سالانه) نشان داد. بنابراین، شتاب مشاهده‌شده در دوره زمانی ۱۹۸۹-۱۹۶۵ ناشی از اندازه نمونه و قلمرو زمانی نبوده است.

سودآوری استراتژی‌های شتاب طی دوره‌های زمانی بلندمدت و در بازارهای مختلف نیز مورد بررسی قرار گرفته است. راونه‌رست (۱۹۹۸) رویکرد جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) را دنبال و شتاب را برای یک پرتفوی بین‌المللی متشکل از ۱۲ بازار اروپایی تحلیل نمود. این پژوهشگر با استفاده از دهک‌ها به‌منظور شناسایی سهام برنده و سهام بازنده براساس عملکرد گذشته آنها، سودآوری استراتژی‌های شتاب را در بازارهای اروپایی مورد بررسی به‌طور متوسط حدود یک درصد در ماه طی دوره زمانی ۱۹۹۵-۱۹۸۰ اعلام کرد. این نتایج هم در مورد سهام کوچک و هم در مورد سهام بزرگ کاملاً مشابه بوده و گویای این

واقعیت است که یافته‌های جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) اتفاقی نبوده است. در واقع، همبستگی بین بازار اوراق بهادار ایالات متحده آمریکا و بازارهای اروپایی نشان می‌دهد عامل شتاب در میان بازارهای مختلف، متداول است.

ماسکوئز و گرینبَلت (۱۹۹۹) سودآوری کلی استراتژی‌های شتاب را در صنایع مختلف بررسی کردند. این دو پژوهشگر برای هر صنعت، استراتژی‌های شتاب جداگانه‌ای را خلق و سودآوری آنها را با یکدیگر مقایسه نمودند. بر مبنای یافته‌های این پژوهش، سودآوری استراتژی‌های شتاب در یک صنعت خاص منشأ تحقق بخش عمده‌ای از سودآوری کلی استراتژی‌های شتاب در بازار است. در پژوهش مزبور مشاهده شد که حتی بعد از وارد کردن عامل‌های اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار در قالب مدل سه‌عاملی فاما- فرنچ، شتاب همچنان وجود داشته و خودنمایی می‌کند. ماسکوئز و گرینبَلت (۱۹۹۹) سپس استراتژی‌های شتاب را بر اساس نوع صنعت تعدیل کرده و نشان دادند سودآوری این استراتژی‌ها [پس از این تعدیل] به شکل چشمگیری کاهش می‌یابد. برخلاف یافته‌های جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) مشاهده شد که استراتژی‌های مبتنی بر نوع صنعت هم برای سهام کوچک و هم برای سهام بزرگ سودآور بوده و اختلاف معناداری با یکدیگر ندارند. گریفین و همکاران (۲۰۰۳) استراتژی‌های شتاب را در چهار کشور مختلف مورد مطالعه قرار داده و دریافتند که استفاده از استراتژی‌های مزبور در آمریکای شمالی، آمریکای لاتین و اروپا سودآور و در آسیا غیرسودآور است.

هلینکا (۲۰۰۸) در پژوهش خود به بررسی تأثیر ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب پرداخت. وی با تقسیم شرکت‌ها به دو گروه حامی و ناقض حقوق سهامداران نشان داد شرکت‌های حامی حقوق سهامداران این امکان را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند که از بازده مثبت و قابل ملاحظه شتاب بهره‌مند گردند، اما بازده استراتژی-های شتاب در شرکت‌های ناقض حقوق سهامداران منفی است. آنتونیو و همکاران (۲۰۱۳) معتقدند که نقدشوندگی تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر سودآوری استراتژی‌های شتاب دارد. وانگ و ژو (۲۰۱۵) در پژوهش خود از وجود رابطه بین صعودی یا نزولی بودن بازار و نوسان‌پذیری آن با سودآوری استراتژی‌های شتاب خبر می‌دهند. یافته‌های پژوهش

آوراموف و همکاران (۲۰۱۶) در ایالات متحده آمریکا، ژاپن و کشورهای عضو اتحادیه اروپا حاکی از آن است که با افزایش نقدشوندگی، سودآوری استراتژی‌های شتاب به شکل قابل توجهی افزایش می‌یابد.

اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۸۹) سودآوری استراتژی سرمایه‌گذاری شتاب را در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه کردند و دریافتند که در بازه زمانی ۳ تا ۱۲ ماه، پدیده تداوم بازده یا شتاب در رفتار بازده سهام عادی وجود دارد و بنابراین می‌توان با اتخاذ راهبرد سرمایه‌گذاری شتاب در بورس اوراق بهادار تهران، بازده سرمایه‌گذاری خود را افزایش داد. سعیدی و همکاران (۱۳۹۰) نشان دادند برای دوره تشکیل ۱ تا ۴ ماه، استراتژی شتاب و برای دوره تشکیل ۵ و ۶ ماه، استراتژی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران سودمند است. تهرانی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین بازدهی حاصل از استراتژی‌های شتاب و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نشان دادند نقدشوندگی تأثیری بر بازده پرتفوی‌های شتاب ندارد. یافته‌های پژوهش بزرگ‌اصل و صاحبقرانی (۱۳۹۲) از آن حکایت دارد که با بررسی نیروی حرکت سود بر حسب صنایع مختلف در بورس اوراق بهادار تهران می‌توان بازده اضافی کسب کرد.

#### تشریح یافته‌های شتاب

با استفاده از دو دیدگاه می‌توان وجود پدیده شتاب را تشریح نمود: دیدگاه مبتنی بر ریسک و دیدگاه رفتاری. دیدگاه مبتنی بر ریسک توسط جگدیش و تیتین (۱۹۹۳) معرفی و ارائه شد. این دو در پژوهش خود وجود شتاب را به‌عنوان پاداشی برای تحمل ریسک، تجزیه و تحلیل کردند. جگدیش و تیتین در قالب مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، بتا (ضریب حساسیت) استراتژی‌های شتاب خود را آزمون نمودند. با این وجود، یافته‌های آنها نشان داد علت وجود شتاب، ریسک بازار نیست، زیرا بتای مدل قیمت-گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای اختلاف معناداری با بتای بازار ندارد یا به عبارت دیگر، استراتژی‌های شتاب پریسک‌تر از پرتفوی بازار نیستند (هلینکا، ۲۰۰۸).

دیدگاه دوم مبتنی بر مدل‌های رفتاری است. در مجموع، استراتژی‌های شتاب سودآور هستند، زیرا بازار به اطلاعات بلافاصله پاسخ نداده و در نتیجه واکنش بیش از اندازه یا



کمتر از اندازه در قیمت سهم رخ می‌دهد. این مدل‌های رفتاری در جستجو برای یافتن مبنایی روان‌شناختی جهت توضیح پدیده واکنش افراطی یا تفریطی [که ناشی از رفتار سرمایه‌گذار است] هستند. دنیل و همکاران (۱۹۹۸) شتاب را یکی از پیامدهای بیش‌برآورد سرمایه‌گذاران از توانایی خود تلقی می‌کنند که بعدها وقوع واکنش افراطی اولیه را موجب می‌شود. اگر سرمایه‌گذاری توانایی‌های خود را بیش از واقع برآورد کند، خطای پیش‌بینی خود را کمتر از اندازه لازم تخمین خواهد زد که نتیجه آن واکنش افراطی قیمت در بازار سهام است.

باربریس و همکاران (۱۹۹۸) واکنش افراطی یا تفریطی قیمت سهم را نتیجه نگاه سوگیرانه سرمایه‌گذاران به بازار سهام می‌دانند. سرمایه‌گذاران سود شرکت را یا به‌عنوان نظام بازگشت به میانگین یا به‌مثابه نظام گرایش و تمایل در نظر می‌گیرند. به‌عنوان مثال، مجموعه‌ای از اطلاعات غیرمنتظره مثبت سرمایه‌گذار را مطمئن می‌کند که در درون نظام گرایش قرار گرفته است. اطلاعات غیرمنتظره منفی که بعد از اطلاعات غیرمنتظره مثبت منتشر می‌شود به سرمایه‌گذار در مورد وجود نظام بازگشت به میانگین اطمینان می‌دهد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود بیشتر از آنکه سطح معناداری آماری اطلاعات را مد نظر قرار دهند، به ثبات و قوام آن توجه می‌کنند. اطلاعیه‌های شرکتی نمونه‌ای از اخبار با قوام پایین و سطح معناداری آماری بالا هستند که سرمایه‌گذاران به آنها واکنش تفریطی نشان می‌دهند. مجموعه‌ای از اطلاعیه‌های رسانه‌ای که تصویر مثبتی از وضعیت شرکت را به نمایش می‌گذارد، نمونه‌ای از اخبار با قوام بالا و سطح معناداری آماری پایین هستند که سرمایه‌گذاران به آنها واکنش افراطی نشان می‌دهند.

هانگ و استاین (۱۹۹۹) دیدگاه رفتاری دیگری را ارائه دادند. این پژوهشگران دو نوع سرمایه‌گذار را مشخص و توصیف کردند: دسته اول افرادی که به پایش اخبار و اطلاعات می‌پردازند و دسته دوم افرادی که با به‌کارگیری استراتژی‌های شتاب خرید و فروش می‌کنند. اگرچه دسته اول با توجه به اخبار و اطلاعات در مورد شرکت‌ها تصمیم‌گیری میکنند، دسته دوم تصمیم‌های خود را بر مبنای عملکرد اخیر قیمت سهام اتخاذ می‌نمایند.

مهمترین فرض هانگ و استاین (۱۹۹۹) این است که اطلاعات به آهستگی در میان جمعیت سرمایه‌گذاران منتشر می‌شود. خصوصاً اینکه اطلاعات منفی تدریجاً پخش می‌شود که همین امر واکنش تفریطی قیمت سهام را در پی خواهد داشت. پایش‌گران اخبار، اطلاعات اولیه را گرفته و به آن واکنش تفریطی نشان می‌دهند. با این حال، در صورت مشاهده و درک احتمال افزایش سود، تقاضا برای خرید سهام را بالا برده و موجبات رشد قیمت آن را فراهم می‌کنند. معامله‌گران متوسل به استراتژی‌های شتاب، بالا رفتن قیمت سهم را در نظر گرفته و اقدام به خرید آن می‌کنند که نتیجه آن واکنش افراطی قیمت سهم خواهد بود. این دیدگاه همچنین پیش‌بینی می‌کند که شتاب برای سهامی که کمتر در معرض پوشش تحلیل‌گران بوده و اطلاعات اندکی پیرامون خود منتشر می‌سازند، مشهودتر است. بنابراین طبق دیدگاه فوق، شرکت‌های کوچک‌تر به خاطر قرار نگرفتن در کانون توجه رسانه‌ها، در مواجهه با پدیده شتاب آسیب‌پذیرتر هستند. اطلاعات، به‌ویژه اطلاعات منفی، در مورد شرکت‌های کوچک معمولاً آهسته و تدریجی بین سرمایه‌گذاران منتشر می‌شود و امکان بهره‌مندی از سود حاصل از استراتژی‌های شتاب را برای آنها فراهم می‌کند (هانگ و همکاران، ۲۰۰۰).

#### راهبری شرکتی

جدایی مالکیت از مدیریت منجر به بروز مسأله نمایندگی شد. برای حل تضاد منافع ناشی از مسأله نمایندگی، سازوکارهایی مطرح شدند که راهبری شرکتی یکی از آنها است. راهبری شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترلی داخلی و خارجی است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود (حساس یگانه و احمدی، ۱۳۹۲). در پژوهش‌های گذشته، رابطه راهبری شرکتی با متغیرهای مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. در ادامه برخی از این پژوهش‌ها مرور می‌گردد.

بورونو و کلاسنس (۲۰۱۰) نشان می‌دهند بین ساختار راهبری و محیط قانونی حامی سهامداران با ارزش شرکت رابطه معناداری حاکم است. امین و همکاران (۲۰۱۰) با استفاده از داده‌های ۲۲ کشور توسعه‌یافته دریافتند که بین امتیاز شاخص راهبری شرکتی (مشکل از ۶۴ عامل) و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. طبق یافته‌های لی و

همکاران (۲۰۱۲)، نقدشوندگی می‌تواند رابطه مثبت بین راهبری شرکتی و ارزش شرکت را بهبود بخشد. طارق و عباس (۲۰۱۳) با انجام پژوهشی در بورس‌های اوراق بهادار کراچی، لاهور و اسلام‌آباد، به این نتیجه رسیدند که تبعیت از آئین‌نامه راهبری شرکتی تأثیر مثبتی روی عملکرد شرکت (که با استفاده از بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و بازده سرمایه اندازه‌گیری می‌شود) دارد. نتایج پژوهش مان (۲۰۱۳) حاکی از آن است که راهبری شرکتی مناسب مدیریت سود را کاهش داده یا به کلی از بین می‌برد. جاوید و صبور (۲۰۱۵) نشان می‌دهند شرکت‌های برخوردار از ساختار راهبری قوی، عملکرد بهتری دارند و با هزینه کمتر به منابع مالی دسترسی پیدا می‌کنند.

بر اساس یافته‌های ثقفی و طالبی نجف‌آبادی (۱۳۹۵)، اصول راهبری شرکتی شامل وجود کمیته حسابرسی، تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره رابطه معناداری با ارزش شرکت‌های عرضه اولیه‌شده ندارند. شعری و همکاران (۱۳۹۵) دریافتند که راهبری شرکتی و ابعاد آن شامل شفافیت، اثربخشی هیئت مدیره، حقوق سهامداران و اثرات مالکیت، رابطه مثبت و معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری دارند. نتایج پژوهش خدادادی و همکاران (۱۳۹۵) حاکی از آن است که از بین معیارهای انتخابی برای راهبری شرکتی، تمرکز مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره تأثیر مثبت و معنادار، و مالکیت مدیریت تأثیر منفی و معنادار بر به‌موقع بودن افشای گزارشگری مالی دارند. صفرزاده و طاوسی (۱۳۹۶) نشان می‌دهند رابطه بین معامله با اشخاص وابسته با درصد مالکیت سهامداران نهادی و تغییر مدیرعامل منفی و معنادار، و رابطه بین معامله با اشخاص وابسته و پاداش هیئت مدیره مثبت و معنادار است.

#### راهبری شرکتی و افشای اطلاعات

در مورد ماهیت ساختار راهبری شرکت‌ها دو فرضیه مطرح شده است. فرضیه اول، فرضیه فشار بازار، بر نقش شرایط راهبری به‌عنوان ابزارهای کمکی مدیران در پیگیری و تحقق اهداف بلندمدت تأکید دارد. شرایط راهبری از مدیران در مقابل جایگزین شدن توسط گروهی دیگر حفاظت می‌کنند. بنابراین، مدیران شرکت‌های مستبد با احتمال بیشتری دست به انتشار اطلاعات محرمانه زده و کمتر زیر فشار برای دستکاری و تغییر بیانیه‌های

حسابداری هستند. فرضیه دوم، فرضیه جبهه‌گیری مدیریت، بیان می‌کند که مدیران ترجیح می‌دهند به جای اهداف شرکت، منافع شخصی خود را دنبال نمایند. مطابق با فرضیه مزبور، مدیران شرکت‌های مستبد ترجیح می‌دهند همه اطلاعات در دسترس خود را افشا نسازند، زیرا بیم آن دارند که شفافیت و افشای بیشتر اطلاعات، منافع شخصی آنها را کاهش دهد (فو و لیو، ۲۰۰۷).

فو و لیو (۲۰۰۷) با بررسی رابطه فی‌مابین ماهیت راهبری شرکتی و افشای اطلاعات توسط شرکت، این دو فرضیه را آزمون کردند. یافته‌های آنها نشان داد مدیران شرکت‌های مستبد در مقایسه با هم‌تایان خود در شرکت‌های دموکراتیک نه تنها با احتمال بیشتری به پیش‌بینی سود اقدام می‌کنند که تمایل دارند انتشار اطلاعاتی پیش‌بینی خود را تا اواخر فصل نیز به تعویق بیاورند. بنابراین، یافته‌های فو و لیو (۲۰۰۷) مؤید فرضیه فشار بازار است.

هدف پژوهش پیش‌رو، تأیید وجود یکی از دو فرضیه معرفی‌شده در بالاست. به این منظور، استراتژی‌های شتاب هم برای شرکت‌های دموکراتیک و هم برای شرکت‌های مستبد ایجاد شده و سودآوری آنها یکی از دو فرضیه فشار بازار و جبهه‌گیری مدیریت را تأیید یا رد خواهد کرد. در فرضیه فشار بازار پنداشت عمومی این است که شرکت‌های مستبد اطلاعات محرمانه بیشتری منتشر می‌سازند. سودآوری استراتژی‌های شتاب از انتشار آهسته و تدریجی اطلاعات محرمانه در بین سرمایه‌گذاران نشأت می‌گیرد. لذا، سودآوری استراتژی‌های شتاب باید برای شرکت‌های مستبد، کمتر و برای شرکت‌های دموکراتیک، بیشتر باشد. درون‌مایه فرضیه جبهه‌گیری مدیریت این است که شرکت‌های مستبد با احتمال کمتری اقدام به انتشار اطلاعات محرمانه می‌کنند. بنابراین، سودآوری استراتژی‌های شتاب باید برای شرکت‌های مستبد در مقایسه با شرکت‌های دموکراتیک بیشتر باشد (هانگ و همکاران، ۲۰۰۰).

## روش پژوهش

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب است. به همین منظور، داده‌های ماهانه نمونه‌ای متشکل از ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران [به‌جز بانک‌ها، مؤسسات مالی اعتباری، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ و بیمه] طی بازه زمانی ۱۳۸۷/۰۱/۳۱ تا ۱۳۹۶/۱۲/۲۹ مورد بررسی قرار می‌گیرد. این نمونه آماری شامل شرکت‌هایی است که سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند بوده، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و در بازه زمانی فوق بیشتر از ۳ ماه توقف نماد معاملاتی نداشته‌اند. در این پژوهش از چند مجموعه داده و منابع اطلاعاتی مختلف به شرح زیر استفاده شده است: (۱) داده‌های قیمت و بازده سهام موجود در نمونه از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید، (۲) داده‌های راهبری شرکتی از طریق مراجعه به گزارش‌ها و اطلاعیه‌های شرکت‌ها در سامانه کدال و سایت اینترنتی آنها جمع‌آوری شد، (۳) داده‌های صنعت برای محاسبه بازده‌های تعدیل‌شده بر اساس این عامل از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین مورد استفاده قرار گرفت، (۴) داده‌های مدل سه‌عاملی فاما-فرنچ نیز با استفاده از صورت‌های مالی شرکت‌ها و نرم‌افزار ره‌آورد نوین به‌دست آمد. در ادامه، ابتدا توضیحاتی در مورد نحوه تعیین ماهیت شرکت‌ها از منظر راهبری شرکتی (دموکراتیک یا مستبد بودن) ارائه شده، سپس به ترتیب، استراتژی‌های شتاب، آلفای مدل سه‌عاملی فاما-فرنچ و تعدیل بازده و امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی بر اساس نوع صنعت تشریح می‌گردد.

## تشکیل پرتفوی‌های دموکراتیک و مستبد

در اکثر پژوهش‌های پیشین، ماهیت حاکمیت شرکتی تنها با توجه به یک ویژگی ساختار حاکمیتی یعنی حمایت از حقوق سهامداران مد نظر قرار گرفته و بر مبنای آن دموکراتیک یا مستبد بودن شرکت‌ها تعیین شده است. بررسی ویژگی‌های سازوکار حاکمیتی به‌طور مجزا، این واقعیت را نادیده می‌گیرد که سایر ویژگی‌ها ممکن است تأثیر دیگری بر ویژگی مورد بررسی داشته یا اینکه ویژگی تجزیه و تحلیل‌شده خود می‌تواند معرف سایر ویژگی‌ها باشد (احمدوند، ۱۳۸۸). این پژوهش، از روش متفاوتی بهره برده و به‌جای توجه

صرف به ویژگی حمایت از حقوق سهامداران، زیرمجموعه‌های مختلف ساختار حاکمیتی را در نظر گرفته و از مجموع آنها یک شاخص ترکیبی ایجاد نموده است. در تهیه شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی مجموعاً از ۵۰ عامل راهبری استفاده شده که همگی اسمی هستند و برای ارزش‌گذاری صفر یا یک را می‌پذیرند.

این عوامل در چهار زیرمجموعه قرار می‌گیرند: (۱) حقوق سهامداران و ذینفعان (۲) هیئت مدیره و کمیته‌های آن (۳) حسابرسی و (۴) افشا عمومی و شفاف‌سازی. وزن و تعداد عوامل تشکیل‌دهنده هر زیرمجموعه در جدول (۱) ارائه شده است. از ضرب وزن در نمره هر زیرمجموعه، ارزش عددی آن زیرمجموعه به دست می‌آید. مجموع ارزش عددی زیرمجموعه‌ها، امتیاز شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی را مشخص می‌کند که عددی بین صفر و ۱۲/۱ خواهد بود (فلاح شمس و همکاران، ۱۳۹۶). برای تعیین دموکراتیک یا مستبد بودن ساختار راهبری شرکت‌ها به صورت زیر عمل می‌شود: ابتدا، شرکت‌های موجود در نمونه بر اساس امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی از بیشترین به کمترین مرتب شده، سپس ۴۰ درصد پایینی (از امتیاز صفر تا ۴/۸۴) در پرتفوی مستبد و ۴۰ درصد بالایی (از امتیاز ۷/۲۶ تا ۱۲/۱) در پرتفوی دموکراتیک جای می‌گیرند. مابقی شرکت‌ها (از امتیاز ۴/۸۴ تا ۷/۲۶) بی‌تفاوت تلقی می‌شوند (توداس و کاراتاناسیس، ۲۰۰۷؛ یاسر، ۲۰۱۱) [جدول (۲)].

جدول (۱). وزن و تعداد عوامل تشکیل‌دهنده زیرمجموعه‌های حاکمیت شرکتی

تعداد عوامل تشکیل‌دهنده	وزن (درصد)	زیرمجموعه
۱۱	۳۵	حقوق سهامداران و ذینفعان
۲۶	۲۰	هیئت مدیره و کمیته‌های آن
۶	۱۰	حسابرسی
۷	۳۵	افشا عمومی و شفاف‌سازی
۵۰	۱۰۰	جمع

جدول (۲). ماهیت ساختار راهبری شرکت‌ها براساس امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی

نوع شرکت	محدوده امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی
مستبد	صفر تا ۴/۸۴
بی تفاوت	۴/۸۴ تا ۷/۲۶
دموکراتیک	۷/۲۶ تا ۱۲/۱

### استراتژی‌های شتاب

استراتژی‌های شتاب مبتنی بر خرید سهام برنده در گذشته و فروش سهام بازنده در گذشته هستند. ایجاد پرتفوی‌های سهام برنده و بازنده بر مبنای عملکرد گذشته آنها طی دوره‌های ۶ ماهه است. بنابراین، از انتهای فروردین ۱۳۸۷ تا انتهای اسفند ۱۳۹۶ برای هر یک از سهام موجود در نمونه آماری پژوهش، میانگین بازده ۶ ماه گذشته محاسبه می‌شود. سپس، استراتژی‌های شتاب با پیروی از روش جگدیش و تیمین (۱۹۹۳) شکل می‌گیرد. این استراتژی‌ها سهام را بر مبنای عملکردشان در  $J$  ماه گذشته انتخاب و آنها را به مدت  $K$  ماه نگهداری می‌کنند (استراتژی  $J$  ماه/ $K$  ماه؛  $J = 6$  و  $K = 3, 6, 12$ ). در انتهای هر ماه،  $t$  سهام با توجه به عملکرد  $J$  ماه گذشته خود به ترتیب صعودی رتبه‌بندی می‌گردند.

بر اساس این رتبه‌ها، پنج پنجگ تشکیل و به سهام موجود در آنها وزن برابر تخصیص داده می‌شود. ۲۰ درصد بالایی (سهام با بدترین عملکرد در  $J$  ماه گذشته) در پنجگ اول و ۲۰ درصد پایینی (سهام با بهترین عملکرد در  $J$  ماه گذشته) در پنجگ پنجم جای می‌گیرند. پنجگ اول شامل سهام بازنده و پنجگ پنجم مشتمل بر سهام برنده خواهد بود. در هر ماه،  $t$  استراتژی شتاب، پرتفوی سهام برنده را خریداری کرده و پرتفوی سهام بازنده را به فروش می‌رساند و این موضع را به مدت  $K$  ماه حفظ می‌نماید. تفاوت بین بازده پرتفوی-های سهام برنده ( $W$ ) و بازنده ( $L$ )، سودآوری استراتژی شتاب را تعیین می‌کند ( $WML$ ). برای تشخیص معنادار بودن یا نبودن این بازده‌ها از مقدار آماره آزمون  $t$  زوجی با نمونه‌های مستقل استفاده می‌شود. استراتژی‌های شتاب توصیف شده در بالا به منظور تکرار رویکرد جگدیش و تیمین (۲۰۰۱) مورد استفاده قرار می‌گیرند. برای تحلیل رابطه ماهیت راهبری شرکتی و سودآوری استراتژی‌های شتاب هم در پرتفوی سهام دموکراتیک و هم

در پرتفوی سهام مستبد، از ۳ استراتژی استفاده می‌گردد: کوتاه‌مدت (۳/۶)، میان‌مدت (۶/۶) و بلندمدت (۱۲/۶). در اینجا نیز سطح معناداری آماری هر استراتژی از طریق مقدار آماره آزمون  $t$  زوجی با نمونه‌های مستقل سنجیده می‌شود.

### آلفای مدل سه‌عاملی فاما- فرنچ

جهت بررسی رابطه علی سودآوری استراتژی‌های شتاب از مدل سه‌عاملی فاما- فرنچ (۱۹۹۳) استفاده می‌شود. این مدل در مقایسه با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای دربردارنده دو عامل اضافی است،  $SMB$  و  $HML$ ، تا بتواند بازده مازادی را که شاید ناشی از تأثیر این عامل‌هاست توجیه نماید. پارامترهای مدل سه‌عاملی با استفاده از رگرسیون میانگین بازده تخمین زده می‌شود. افزون بر این، به منظور شناسایی علت وجود پدیده شتاب، آلفای محاسبه‌شده مدل با میانگین بازده استراتژی‌های شتاب مقایسه می‌گردد. اگر آلفا تفاوت معناداری با عدد صفر داشته باشد، مدل سه‌عاملی نمی‌تواند تفاوت در بازده‌های محقق‌شده را با موفقیت توجیه نماید.

طبق یافته‌های ماسگوتز و گرینبالت (۱۹۹۹)، شتاب را می‌توان به نوع صنعت شرکتهای حاضر در پرتفوی نیز نسبت داد. بنابراین، به منظور از بین بردن اثر احتمالی عامل مزبور لازم است بازده و امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی بر اساس نوع صنعت شرکت موردنظر تعدیل گردد. تعدیل بازده به صورت زیر خواهد بود:

$$R_{ijt} = r_{ijt} - \bar{r}_{jt} + \bar{r}_t \quad \text{معادله شماره (۱)}$$

جایی که:

$i$ : سهم (شرکت)

$j$ : نوع صنعت

$t$ : زمان (ماه)

$R_{ijt}$ : بازده تعدیل‌شده سهم  $i$  متعلق به صنعت  $j$  در زمان  $t$

$r_{ijt}$ : بازده سهم  $i$  متعلق به صنعت  $j$  در زمان  $t$

$\bar{r}_{jt}$ : میانگین بازده صنعت  $j$  در زمان  $t$

$\bar{r}_t$ : میانگین بازده بازار در زمان  $t$



تعدیل بازده بر اساس نوع صنعت ( $R_{ijzt}$ ) عملکرد کل آن صنعت را مشخص می‌سازد. داده‌های تعدیل‌شده، اثر صنعت را در نظر می‌گیرند و مانع از آن می‌شوند که پدیده شتاب ناشی از عملکرد این عامل باشد. در واقع، اگر شتاب همچنان وجود داشته باشد می‌توان علت آن را به عامل‌هایی غیر از نوع صنعت نسبت داد. افزون بر این لازم است، امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی نیز بر اساس اثر صنعت تعدیل شود. فرمول ریاضی تعدیل امتیاز شاخص مذکور به صورت زیر خواهد بود:

$$CGI_{ijzt} = cgl_{ijzt} - \overline{cgl}_{jt} + \overline{cgl}_t \quad \text{معادله شماره (۲)}$$

جایی که:

$i$ : سهم (شرکت)

$j$ : نوع صنعت

$t$ : زمان (ماه)

$CGI_{ijzt}$ : امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی سهم  $i$  متعلق به صنعت  $j$  در زمان  $t$

$\overline{cgl}_{jt}$ : میانگین امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی صنعت  $j$  در زمان  $t$

$\overline{cgl}_t$ : میانگین امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی بازار در زمان  $t$

$CGI_{ijzt}$ : امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی تعدیل‌شده سهم  $i$  متعلق به صنعت  $j$  در زمان  $t$

شرکتی که به خاطر دارا بودن امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی کمتر از ۷/۲۶ در پرتفوی دموکراتیک جای نگرفته است، پس از این تعدیل می‌تواند جزئی از آن گردد. این مورد تنها زمانی ممکن است رخ دهد که میانگین امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی صنعت موردنظر کمتر از میانگین امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی بازار باشد. عکس این حالت برای شرکت‌های مستبد مصداق خواهد داشت.

### یافته‌های پژوهش

در جدول (۳)، آماره‌های توصیفی نمونه مورد استفاده در پژوهش شامل حداقل، حداکثر، میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی بازده پرتفوی‌های شتاب، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی ارائه شده‌اند. جدول‌های (۴) و (۵)، میانگین بازده ماهانه استراتژی‌های شتاب کوتاه‌مدت (۳/۶)،

میان مدت (۶/۶) و بلندمدت (۱۲/۶) را نشان می‌دهند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که در بازه زمانی ۱۳۸۷/۰۱/۳۱ تا ۱۳۹۶/۱۲/۲۹، از بین سه استراتژی شتاب فوق، تنها استراتژی شتاب میان مدت که از دوره تشکیل و نگهداری ۶ ماهه استفاده می‌کند، سودآور است. جگدیش و تیتیم (۲۰۰۱) میانگین بازده سالانه استراتژی شتاب (۶/۶) را برای سهام بزرگ طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۸، ۱۰/۵۶ درصد اعلام می‌کنند. در پژوهش پیش‌رو، میانگین بازده ماهانه استراتژی مذکور و مقدار آماره  $t$  آن با استفاده از داده‌های خام (تعدیل‌نشده) در بازه زمانی مورد اشاره، به ترتیب ۲/۳۹ درصد و ۲/۲۸ است. اعمال تعدیلهای مرتبط با نوع صنعت، میانگین بازده ماهانه را به ۲/۱۵ درصد و مقدار آماره  $t$  را به ۲/۰۶ می‌رساند. ارقام ذکر شده نشان می‌دهد این استراتژی شتاب در طول زمان سودآور باقی‌مانده، هرچند معناداری آماری آن کاهش یافته است.

آلفاهای مدل سه‌عاملی گزارش شده در جدول‌های (۴) و (۵) نشان می‌دهد پیش‌بینی مدل تا چه اندازه از عملکرد واقعی فاصله داشته است. آلفاهای مثبت مدل سه‌عاملی که از میانگین بازده ماهانه استراتژی‌های شتاب بزرگ‌تر هستند، از وجود پدیده شتابی خبر می‌دهند که توسط مدل مذکور توضیح داده نشده است.

جدول (۳) آمار توصیفی

کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین	حداک ثر	حدافل	
۰/۰۸	-۰/۵۲	۲۴/۷۸	۰/۵۰	-۱/۴۴	۳۰/۳۱	-۴۶/۸۴	<b>Return (%)</b>
۰/۱۴	۰/۶۷	۱/۶۹	۱۳/۶۶	۱۳/۸۵	۱۸/۸۸	۱۰/۴۱	<b>Size</b>
۲/۷۰	۱/۴۰	۰/۴۳	۰/۴۸	۰/۶۰	۲/۸۶	-۱/۲۱	<b>BTM</b>
-۰/۷۲	۰/۱۱	۱/۳۰	۶/۲۵	۶/۲۷	۹/۳۰	۳/۲۲	<b>CGI</b>

**Return:** بازده پرتفوی‌های شتاب

**Size:** اندازه شرکت (لگاریتم ارزش بازار)

**BTM:** نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

**CGI:** امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی

جدول (۴). سودآوری استراتژی‌های شتاب با استفاده از داده‌های خام

K												J
۱۲				۶				۳				
FFα	WML	L	W	FFα	WML	L	W	FFα	WML	L	W	
%۳/۷۷	-%۶/۳۰	%۴۹/۵۳	%۴۳/۲۳	%۴/۷۲	%۲/۳۹	%۱۹/۹۴	%۲۲/۳۳	%۱/۱۶	-%۰/۴۱	%۱۰/۳۶	%۹/۹۵	۶
۱/۰۱	۲/۲۴	۳/۷۸	۳/۵۷	۱/۳۳	۲/۲۸	۲/۵۶	۲/۷۸	۰/۸۴	۱/	۲/۴۹	۲/۳۱	

J: دوره تشکیل

K: دوره نگهداری

W: میانگین بازده ماهانه پرتفوی برنده

L: میانگین بازده ماهانه پرتفوی بازنده

WML: بازده استراتژی شتاب

FFα: آلفای مدل سه‌عاملی فاما - فرنچ

جدول (۵). سودآوری استراتژی‌های شتاب با استفاده از داده‌های تعدیل‌شده بر اساس صنعت

K												J
۱۲				۶				۳				
FFα	WML	L	W	FFα	WML	L	W	FFα	WML	L	W	
%۳/۶۸	-%۶/۷۳	%۵۱/۱۸	%۴۴/۴۵	%۴/۳۸	%۲/۱۵	%۲۱/۴۰	%۲۳/۵۵	%۱/۰۹	-%۰/۵۸	%۹/۴۱	%۸/۸۳	۶
۱/۰۹	۲/	۳/۸۶	۳/۵۵	۱/۳۷	۲/۰۶	۲/۵۵	۲/۶۷	۰/۹۵	۱/۳۱	۲/۵۲	۲/۲۲	

پرتفوی‌های دموکراتیک و مستبد - امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی به‌منظور تمایز قائل شدن بین سبک دموکراتیک و مستبدانه راهبری شرکتی از امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی استفاده شده است. شرکت‌های دارای امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی حداقل ۷/۲۶ در پرتفوی دموکراتیک جای می‌گیرند. پس از اعمال تعدیل‌های لازم بر اساس نوع صنعت، معیار قرار گرفتن در پرتفوی دموکراتیک دارا بودن امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی حداقل ۷/۱۰ خواهد بود. شرکت‌هایی که امتیاز شاخص ترکیبی راهبری شرکتی آنها قبل از اعمال تعدیل‌ها حداکثر ۴/۸۴ و پس از آن حداکثر ۴/۹۰ است، پرتفوی مستبد را تشکیل می‌دهند. در جدول‌های (۶) تا (۸)، نتایج مقایسه اثر شتاب در پرتفوی‌های دموکراتیک و مستبد با استفاده از داده‌های خام ذکر شده است.

جدول (۶). سودآوری استراتژی شتاب (۳/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
٪۱۱/۹۷	-٪۴/۳۳	٪۷/۶۴	
۲/۷۵	۲/۰۶	۲/۲۲	
٪۱۳/۴۵	-٪۵/۰۱	٪۸/۴۴	<b>FFa</b>
۳/۲۳	۲/۱۶	۱/۶۶	

*Democracy WML*: بازده استراتژی شتاب در پرتفوی‌های دموکراتیک

*Dictatorship WML*: بازده استراتژی شتاب در پرتفوی‌های مستبد

جدول (۷). سودآوری استراتژی شتاب (۶/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
٪۲۰/۲۱	-٪۶/۶۶	٪۱۳/۵۵	
۳/۲۳	۲/۱۹	۳/۰۱	
٪۲۰/۶۸	-٪۶/۶۷	٪۱۴/۰۱	<b>FFa</b>
۳/۶۷	۲/۳۲	۲/۱۱	

جدول (۸). سودآوری استراتژی‌های شتاب (۱۲/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
-%۰/۲۲	-%۲/۵۵	-%۲/۷۷	
۰/۵۵	۱/۰۳	۱/۴۴	
%۶/۹۱	-%۳/۲۴	%۳/۶۷	<b>FFa</b>
۲/۲۵	۱/۹۹	۱/۵۵	

جدول‌های (۹) تا (۱۱) نیز نتایج مقایسه اثر شتاب در پرتفوی‌های دموکراتیک و مستبد را با استفاده از داده‌های تعدیل شده بر اساس صنعت نشان می‌دهد.

جدول (۹). سودآوری استراتژی‌های شتاب (۳/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
%۱۰/۷۴	-%۴/۴۳	%۶/۳۱	
۲/۸۹	۱/۹۹	۲/۰۴	
%۱۲/۲۳	-%۴/۷۸	%۷/۴۵	<b>FFa</b>
۳/۶۳	۱/۸۹	۲/۱۲	

جدول (۱۰). سودآوری استراتژی‌های شتاب (۶/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
%۱۷/۸۷	-%۶/۱۱	%۱۱/۷۶	
۳/۴۴	۲/۳۳	۲/۶۷	
%۱۸/۰۵	-%۵/۵۶	%۱۲/۴۹	<b>FFa</b>
۳/۲۶	۲/۵۴	۲/۰۴	

جدول (۱۱). سودآوری استراتژی‌های شتاب (۱۲/۶) با توجه به ماهیت راهبری شرکتی

<i>(Democracy WML) – (Dictatorship WML)</i>	<i>Dictatorship WML</i>	<i>Democracy WML</i>	
-%۱/۰۹	-%۳/۷۸	-%۴/۸۷	
۰/۹۱	۱/۸۹	۱/۰۷	
%۷/۹۱	-%۵/۶۷	%۲/۲۴	<b>FFa</b>
۲/۳۴	۱/۷۸	۱/۲۴	

با توجه به جدول‌های (۶) تا (۱۱)، مشاهده می‌شود که در بین شرکت‌های دموکراتیک، استراتژی‌های شتاب کوتاه و میان‌مدت، عایدی مثبت و قابل ملاحظه‌ای را نصیب سرمایه‌گذاران می‌کنند، اما عایدی هر سه استراتژی شتاب در شرکت‌های ناقص حقوق سهامداران منفی و معنادار است. همچنین می‌توان گفت که این عایدی‌ها ناشی از اثر صنعت نبوده و با استفاده از مدل سه‌عاملی فاما- فرنچ قابل توجیه نمی‌باشد. آن قسمت از عایدی‌های استراتژی‌های شتاب که قابل انتساب به عامل نوع صنعت نیست، منطقاً باید ناشی از سایر عوامل باشد. در مدل سه‌عاملی این موضوع آزمون می‌شود که آیا وجود پدیده شتاب مربوط به سه عامل معرفی شده در مدل مزبور است یا خیر. حتی با استفاده از مدل سه‌عاملی و آلفاها (مقادیر ثابتی) که اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را در نظر می‌گیرند، باز هم بخش قابل ملاحظه‌ای از پدیده شتاب بدون توجیه باقی می‌ماند.

تفاوت مابین اثر شتاب در پرتفوی‌های دموکراتیک و مستبد یکی از یافته‌های مهم این پژوهش است. با توجه به نظریه انتشار تدریجی اطلاعات هانگ و همکاران (۲۰۰۰)، نتایج پژوهش پیش‌رو حاکی از آن است که بازار سهام به اطلاعات منتشر شده توسط شرکت‌های مستبد واکنش افراطی نشان می‌دهد. در مقابل، واکنش تفریطی بازار سهام به اطلاعات منتشر شده توسط شرکت‌های دموکراتیک آنها را با اثر شتاب مثبت مواجه می‌سازد. به این ترتیب، فرضیه فشار بازار تأیید و فرضیه جبهه‌گیری مدیریت رد می‌شود. طبق فرضیه فشار بازار، شرکت‌های دموکراتیک با احتمال کمتری اقدام به انتشار اطلاعات محرمانه می‌کنند. در مقابل، فرضیه جبهه‌گیری مدیریت نشان می‌دهد احتمال انتشار همه اطلاعات در دسترس توسط مدیران شرکت‌های مستبد کمتر است، زیرا آنها مایلند به جای تمرکز بر اهداف شرکت، مقاصد شخصی خود را دنبال نمایند. اگر فرضیه جبهه‌گیری مدیریت صحیح باشد، در این صورت شرکت‌های مستبد در مقایسه با شرکت‌های دموکراتیک اثر شتاب بیشتری را از خود نشان می‌دهند.

سودآوری استراتژی‌های شتاب کوتاه و میان‌مدت مورد استفاده در پژوهش پیش‌رو، فرضیه بازار کارا را نیز نقض می‌کند. طبق فرضیه مزبور، همه اطلاعات موجود در قیمت

سهم منعکس می‌شود و سرمایه‌گذاران نمی‌توانند با استفاده از استراتژی‌های معاملاتی بدون ریسک بازده بیشتری را نسبت به بازار کسب کنند. مدل سه‌عاملی که نسخه تعدیل-شده مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است و فرضیه بازار کارا قادر به توجیه بازده غیرعادی مورد اشاره در این نوشتار نیستند.

### خلاصه پژوهش و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، نقش ماهیت راهبری شرکتی در بروز اثر شتاب با استناد به داده‌های نمونه‌ای متشکل از ۱۱۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۷/۰۱/۳۱ تا ۱۳۹۶/۱۲/۲۹ تجزیه و تحلیل شد. اثر شتاب یا استمرار بازده در میان‌مدت، که طی دو دهه گذشته در بازارها و دوره‌های زمانی متفاوت مشاهده شده است، با استفاده از دو دیدگاه قابل تشریح می‌باشد: دیدگاه مبتنی بر ریسک و دیدگاه رفتاری. دیدگاه اول، وجود اثر شتاب را به‌عنوان پاداشی برای تحمل ریسک معرفی می‌کند، اما دیدگاه دوم آن را ناشی از واکنش افراطی یا تفریطی سرمایه‌گذاران می‌داند.

افزون بر این، شرکت‌ها با توجه به امتیاز شاخص ترکیبی راهبری خود در یکی از دو طبقه دموکراتیک یا مستبد قرار گرفتند. طبقه دموکراتیک شامل شرکت‌های مدافع حقوق سهامداران و طبقه مستبد دربرگیرنده شرکت‌های ناقض حقوق سهامداران است. همچنین، به‌منظور بررسی رابطه راهبری شرکتی و میزان افشای اطلاعات، دو فرضیه رقیب معرفی شد: فرضیه فشار بازار و فرضیه جبهه‌گیری مدیریت. طبق فرضیه اول، مدیران شرکت‌های دموکراتیک، برخلاف هم‌تایان خود در شرکت‌های مستبد، به‌دلیل فشار وارده از جانب سهامداران برای ایجاد بازده مثبت در کوتاه‌مدت، اطلاعات محرمانه و به‌خصوص اطلاعات منفی اندکی را منتشر می‌کنند. طبق فرضیه دوم، مدیران شرکت‌های مستبد، برخلاف مدیران شرکت‌های دموکراتیک، برای جلوگیری از کاهش مزایای شخصی خود در نتیجه افزایش شفافیت، اطلاعات محرمانه کمتری را افشا می‌کنند.

در پژوهش پیش‌رو، برای توصیف اثر شتاب، دوره تشکیل ۶ ماهه و دوره‌های نگهداری ۶،۳ و ۱۲ ماهه، انتخاب شد. ابتدا سودآوری سه استراتژی شتاب کوتاه‌مدت (۳/۶)، میان‌مدت (۶/۶) و بلندمدت (۱۲/۶) مورد بررسی قرار گرفت و مشاهده شد که در

بازه زمانی فوق هم با استناد به داده‌های خام و هم با توجه به داده‌های تعدیل شده بر اساس صنعت، تنها استراتژی شتاب میان‌مدت که از دوره تشکیل و نگهداری ۶ ماهه استفاده می‌کند، سودآور است. سپس، سودآوری استراتژی‌های شتاب در هر یک از دو طبقه دموکراتیک و مستبد مورد مطالعه قرار گرفت.

نتایج پژوهش نشان داد ماهیت راهبری شرکتی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب تأثیرگذار است. استراتژی‌های شتاب کوتاه‌مدت و میان‌مدتی که سهام برنده پرتفوی دموکراتیک و سهام بازنده پرتفوی مستبد را خریداری کرده و سهام بازنده پرتفوی دموکراتیک و سهام برنده پرتفوی مستبد را به فروش می‌رسانند، ماهانه بازدهی معادل ۱۱/۹۷ و ۲۰/۲۱ درصد را به‌طور میانگین کسب می‌کنند. با در نظر گرفتن اثر نوع صنعت و اعمال تعدیل‌های مربوطه، سودآوری استراتژی‌های فوق به ترتیب به ۱۰/۷۴ و ۱۷/۸۷ درصد کاهش می‌یابد. بنابراین، عامل نوع صنعت قادر به توضیح کامل یافته‌های این پژوهش نیست. همچنین، آلفاهای مثبت و معنادار مدل سه‌عاملی حاکی از آن است که مدل مزبور با استفاده از عامل‌هایی مانند اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نمی‌تواند این بازده‌های غیرعادی را توجیه نماید.

علاوه بر این، بر اساس یافته‌های پژوهش پیش‌رو، در بین شرکت‌های دموکراتیک، استراتژی‌های شتاب کوتاه و میان‌مدت، عایدی مثبت و قابل‌ملاحظه‌ای را نصیب سرمایه‌گذاران می‌کنند، اما عایدی هر سه استراتژی شتاب در شرکت‌های ناقص حقوق سهامداران منفی است. تحقق بازده قابل‌ملاحظه حاصل از به‌کارگیری استراتژی‌های شتاب کوتاه‌مدت و میان‌مدت توسط شرکت‌های دموکراتیک و مواجهه شرکت‌های مستبد با بازده منفی حاصل از هر سه استراتژی شتاب، شاهدی دال بر وجود فرضیه فشار بازار است. این موضوع تصدیق می‌نماید که مدیران شرکت‌های پشتیبان حقوق سهامداران در مقایسه با هم‌تایان خود در شرکت‌های ناقص حقوق سهامداران، اطلاعات محرمانه کمتری را افشا می‌کنند. افزون بر این، مشاهده شد که بازده‌های استراتژی‌های شتاب فوق‌الذکر پس از اعمال تعدیل‌های مرتبط با نوع صنعت، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، همچنان استواری خود را حفظ می‌کنند.



پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی با انتخاب نمونه آماری بزرگ‌تر و قلمرو زمانی طولانی‌تر سودآوری استراتژی‌های شتاب سود و شتاب صنعت در قالب فرضیه‌های مورد اشاره بررسی شود، تأثیر نماگرهای کلان اقتصادی، معیارهای کیفیت سود و معیارهای کیفیت اطلاعات حسابداری بر سودآوری استراتژی‌های شتاب قیمت، شتاب سود و شتاب صنعت مطالعه شود، نقش وضعیت بازار سهام در سودآوری استراتژی‌های شتاب تحلیل شود، اثرگذاری بحران مالی بر سودآوری استراتژی‌های شتاب مورد بررسی قرار گیرد، و رابطه بین سودآوری استراتژی‌های شتاب با ساختار سرمایه و ساختار مالکیت مطالعه شود.

## منابع

- احمدوند، میثم (۱۳۸۸). بررسی رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ نبوی چاشمی، سیدعلی؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود و ایکانی، صدیقه (۱۳۸۹). «بررسی سودآوری استراتژی سرمایه‌گذاری مومنتوم در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات کمی در مدیریت*، شماره ۱، صص ۷۸-۴۹.
- بزرگ‌اصل، موسی و صاحبقرانی، امیرعباس (۱۳۹۲). «پیش‌بینی بازده غیرعادی بر مبنای مدل مبتنی بر شتاب سود و صنعت در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۱، شماره ۳۸، صص ۶۷-۵۳.
- تهرانی، رضا؛ انصاری، حجت‌اله و سارنج، علیرضا (۱۳۹۲). «بررسی رابطه بین بازده حاصل از استراتژی شتاب و نقدشوندگی». *راهبرد مدیریت مالی*، سال ۱، شماره ۲، صص ۲۱-۱.
- ثقفی، علی و طالبی نجف‌آبادی، عبدالحسین (۱۳۹۵). «تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۳، شماره ۵۰، صص ۲۴-۱.
- حساس یگانه، یحیی و احمدی، مرتضی (۱۳۹۲). «رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۱، شماره ۳۸، صص ۵۲-۲۹.
- خدادادی، ولی؛ نیک‌کار، جواد و ویسی، سجاد (۱۳۹۵). «تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر به‌موقع بودن افشای گزارشگری مالی». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۳، شماره ۵۲، صص ۷۴-۵۳.
- سعیدی، علی؛ رهنمای رودپشتی، فریدون و بیگ‌زاده عباسی، فرزانه (۱۳۹۰). «کاربرد راهبردهای توالی و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۹، شماره ۳۱، صص ۱۴۱-۱۲۱.

شعری، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی و نره‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). «ارتباط حاکمیت شرکتی و ابعاد آن با کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۳، شماره ۵۲، صص ۱-۲۸.

صفرزاده، محمدحسین و طاوسی، ساجده (۱۳۹۶). «رابطه بین حاکمیت شرکتی و معامله با اشخاص وابسته». *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، سال ۱۳، شماره ۵۳، صص ۱۶۴-۱۳۵.

فلاح شمس، میرفیض؛ احمدوند، میثم و خواجه‌زاده دزفولی، هادی (۱۳۹۶). «اندازه‌گیری ریسک نکول با استفاده از مدل بلک-شولز-مرتون و آزمون رابطه آن با عوامل حاکمیت شرکتی». *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، دوره ۸، شماره ۳۰، صص ۱۶۸-۱۴۷.

- Ammann, M., Oesch, D. and Schmid, M. M. (2010). «Corporate governance and firm value: International evidence». Available at: <http://ssrn.com/abstract=1692222>.
- Antoniou, C., Doukas, J. A. and Subrahmanyam, A. (2013). «Cognitive dissonance, sentiment and momentum». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(1): 245-275.
- Avramov, D., Cheng, S. and Hameed, A. (2016). «Time-varying liquidity and momentum profits». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 51(6): 1987-1923.
- Barberis, N., Shleifer, A. and Vishny, R. (1998). «A model of investor sentiment». *Journal of Financial Economics*, 49(3): 307-343.
- Bruno, V. and Claessens, S. (2010). «Corporate governance and regulation: Can there be too much of a good thing?». *Journal of Financial Intermediation*, 19(4): 461-482.
- Daniel, K., Hirshleifer, D. and Subrahmanyam, A. (1998). «Investor psychology and security market under- and overreactions». *The Journal of Finance*, 53(6): 1839-1885.
- Fama, E. F. (1965). «The behaviour of stock market prices». *The Journal of Business*, 38(1): 34-105.
- Fama, E. F. (1970). «Efficient capital markets: A review of theory and empirical work». *The Journal of Finance*, 25(2): 383-417.

- Fama, E. F. and French, K. R. (1993). «Common risk factors in the returns on stocks and bonds». *Journal of Financial Economics*, 33(1): 3-56.
- Fu, H. and Liu, M. (2007). «Anti-takeover provisions and corporate disclosure». Working Paper, University of Kentucky.
- Fu, L., Andrews, R. L. and Thompson, Y. Y. (2014). «Liquidity and corporate governance: Evidence from family firms». Available at: <http://ssrn.com/abstract=2433764>.
- Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003). «Corporate governance and equity prices». *Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-155.
- Griffin, J. M., Ji, S. and Martin, J. S. (2003). «Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole». *The Journal of Finance*, 58(6): 2515-2547.
- Gu, L. and Hackbarth, D. (2013). «Corporate governance and equity prices: Does transparency matter?». *Review of Finance*, 17: 1989-2033.
- Hlinka, M. (2008). «Corporate governance and momentum strategies». Master Thesis, Eastern Kentucky University.
- Hong, H. and Stein, J. (1999). «A unified theory of under-reaction, momentum trading, and overreaction in asset markets». *The Journal of Finance*, 54(6): 2143-2184.
- Hong, H., Stein, J. and Lim, T. (2000). «Bad news travels slowly: Size, analyst coverage, and the profitability of momentum strategies». *The Journal of Finance*, 55(1): 265-296.
- Javaid, F. and Saboor, A. (2015). «Impact of corporate governance index on firm performance: Evidence from Pakistani manufacturing sector». *Journal of Public Administration and Governance*, 5(2): 1-21.
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (1993). «Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency». *The Journal of Finance*, 48(1): 65-91.
- Jegadeesh, N. and Titman, S. (2001). «Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations». *The Journal of Finance*, 56(2): 699-720.
- Li, W. X., Chen, C. C. and French, J. J. (2012). «The relationship between liquidity, corporate governance, and firm valuation: Evidence from Russia». *Emerging Markets Review*, 13(4): 465-477.

- Man, C. K. (2013). «Corporate governance and earnings management: A survey of literature». *The Journal of Applied Business Research*, 29(2): 391-418.
- Moskowitz, T. and Grinblatt, M. (1999). «Do industries explain momentum?» *The Journal of Finance*, 54(4): 1249-1290.
- Rowenhorst, G. (1998). «International momentum strategies». *The Journal of Finance*, 53(1): 267-284.
- Swinkels, L. (2004). «Momentum investing: A survey». *Journal of Asset Management*, 5(2): 120-143.
- Tariq, Y. B. and Abbas, Z. (2013). «Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance». *Economic Modelling*, 35: 565-575.
- Toudas, S. K. and Karathanassis, G. (2007). «Corporate governance and firm performance: Results from Greek firms». Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=1067504> or [http://dx.doi.org/ 10.2139/ssrn.1067504](http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1067504).
- Walker, S. (2013). «Corporate governance: Its effect on share price». RIBM Doctoral Symposium 2013.
- Wang, K. Q. and Xu, J. (2015). «Market volatility and momentum». *Journal of Empirical Finance*, 30, 79–91.
- Yasser, Q. R. (2011). «Corporate governance and performance (A case study for Pakistani communication sector)». *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 2(3): 204-211.