بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکتهای پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران مطالعه موردی: صنعت مواد غذایی و آشامیدنی

فاطمه مهربانی[1]
دکتر یدا... دادگر[2]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۷/۶
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۸/۲۵

چکیده

هدف این مقاله آن است که با استفاده از آمار و اطلاعات شرکتهای منتخب صنعت مواد غذایی پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۹-۱۳۸۰ به بررسی اثر شاخص‌های حاکمیت شرکتی و ارتباط بین حاکمیت شرکتی درونی و انضباط بازار بیرونی بر بهره‌وری کل عوامل تولید بپردازد. روش شناسی تحقیق عبارت است از تحلیلی- استنتاجی با استفاده از آمارهای منتشر شده توسط سازمان و شرکت بورس اوراق بهادار، سایت کدال وابسته به بازار بورس و دو نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین، به کمک روشهای اقتصادسنجی. نتایج این بررسی حاکی از آن است که از ۵ شاخص حاکمیت شرکتی معرفی شده شاخص‌های شفافیت و رعایت حقوق سهامداران بر بهره‌وری کل عوامل تولید این صنعت تاثیر گذار می‌باشند. همچنین بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی درونی، انضباط بازار بیرونی و بهره‌وری کل عوامل تولید بیانگر این واقعیت است که شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی بر این مهم تاثیر گذار می‌باشند. بعلاوه هر دو شاخص معرفی شده برای انضباط بازار بیرونی که یکی به بررسی میزان رقابت بین شرکتهای موجود در صنعت و دیگری به وضعیت کنترل شرکتها می‌پردازند هردو بر بهره‌وری کل عوامل تولید صنعت هم بصورت مستقیم و هم بصورت غیر مستقیم از طریق بهبود شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی موثر هستند.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی درونی، بهره‌وری کل عوامل تولید، انضباط بازار بیرونی، بازار بورس اوراق بهادار تهران، صنعت مواد غذایی و آشامیدنی، پانل دیتا

۱. مقدمه

عملکرد شرکتها که در گزارشات مالی شان نمود می‌یابد یکی از عوامل کلیدی و موثر بر جذب سرمایه و سهامداران می‌باشد هر چه شاخص‌های عملکردی شرکتی بهتر باشد آن شرکت در یافتن جایگاه مناسب و سرمایه بیشتر موفق‌تر خواهد بود. اما با توجه به تجربیات گذشته مانند انرون، ورلد کام، آدلفیا و ... در زمینه دستکاری اطلاعات مالی شان طی سالهای اخیر اعتماد سرمایه‌گذاران کاهش یافته است و بحثی که طی سالهای اخیر بشدت در جریان بوده، آن است که چگونه می‌توان اعتماد از دست رفته سرمایه‌گذاران را به آنها باز گرداند؟ و اینکه چگونه می‌توان اطمینان یافت که اطلاعات منتشره توسط شرکتها نشانگر وضعیت واقعی آنها می‌باشد؟ جواب این سوالات نهفته در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها می‌باشد. از سوی دیگر، اندازه گیری بهره وری یکی از اساسی‌ترین فعالیت‌هایی است که در سطوح مختلف می تواند راهگشای مدیریت در تصمیم گیری باشد. اندازه گیری بهره وری در سطح بنگاه‌ها راهنمای مدیران ارشد در زمینه تأمین و تخصیص منابع رشد تولید از جمله نیروی انسانی و سرمایه می باشد. مدیران به کمک نتایج حاصل از تحلیل شاخص بهره وری کل عوامل تولید می توانند بنگاه تحت مدیریت خود را از نظر سرمایه بر بودن و یا کاربر بودن بهتر شناخته و تصمیمات درستی در زمینه تزریق منابع جدید به بنگاه اتخاذ نمایند (مقیمی و جلالی ۱۳۸۶).

۱.دانشجوی دوره دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، نویسنده مسئول fatemeh.mehrabani@hotmail.com
۲.دانشیار گروه اقتصاد، دانشگاه شهید بهشتی yydadgar@gmail.com

Archive of SID
www.SID.ir

شواهد تجربی بیانگر وجود ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها می‌باشد. بر اساس این شواهد این تحقیق به بررسی اثر نوسانات حاکمیت شرکتی و حاکمیت شرکتی درونی، انضباط بازار بیرونی بر عملکرد شرکتهای منتخب می‌پردازد، ما عملکرد شرکتها را با استفاده از بهره‌وری کل عوامل تولید (TFP)[۳] مورد سنجش قرار می‌دهیم[٤]. ما بهره‌وری را بعنوان باقیمانده محصول تولید شده بعد از در نظر گرفتن هزینه عوامل تولید تعریف می‌نماییم، که بطور مستدل عملکرد اقتصادی واقعی بنگاهها را اندازه‌گیری می‌نماید.

با توجه به ادبیات موجود بنظر می‌رسد که حاکمیت شرکتی خوب با سودآوری مالی بالا، ارزش بازاری بالا و بهره‌وری بالاتر مرتبط می‌باشد. لذا در این تحقیق ما به بررسی این موضوع می‌پردازیم که آیا این اثرات و ارتباط در بین شرکتهای موجود در صنعت مواد غذایی وجود دارد یا خیر بر این اساس بخش‌های تشکیل دهنده این مقاله عبارتند از: (۲). مبانی نظری و پیشینه تحقیق، (۳). مفهوم و اهمیت حاکمیت شرکتی، (٤). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری، (۵). روش شناسی و برآورد مدل. (٦). نتیجه‌گیری.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

برلی و مینز[۵] (۱۹۳۲) اولین کسانی بودند که براساس یک کار ابتدایی، به بررسی اهمیت حاکمیت شرکتی درونی بر عملکرد مالی بنگاهها پرداختند. بیشتر مطالعات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی متمرکز بر یکی از چهار بعد آن یعنی: ساختار مالکیت، ویژگی‌های هیات مدیره، پاداش مدیران و حقوق سهامداران متمرکز بوده‌اند.

شلیفر و ویشنی[٦] (۱۹۸٦) رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های سهامی عام را مورد بررسی قرار دادند. جامعه آماری آنها شامل ۳۷۱ شرکت و از نسبت Q توبین بعنوان معیار عملکرد استفاده کرده‌اند. در زمینه مالکیت، درصدی از سهام که متعلق به هیات مدیره و مدیران ارشد بود در نظر گرفتند. آنها در رگرسیون خطی، رابطه ای بین عملکرد و مالکیت مشاهده نکردند. لیکن رگرسیون خطی مقطعی، رابطه ای سینوسی شکل بین عملکرد و مالکیت نشان داد. در واقع زمانی که مالکیت مدیران صفر تا پنج درصد از کل سهام را تشکیل میداد رابطه با Q توبین مثبت بوده است. اما در محدوده ۵ تا ۲۵ درصد رابطه منفی و پس از ۲۵ درصد مجددا رابطه مثبت نشان داده شد.

جینز کوک[۷] (۲۰۰۱). در مقاله ای با استفاده از داده بنگاههای صنعتی آلمان طی سالهای ۱۹۹٦-۱۹۸٦ به بررسی اثر حاکمیت شرکتی، انضباط بازار بر رشد بهره‌وری پرداختند. آنها دریافتند بنگاههایی که از مالکیت متمرکز برخوردارهستند بطور معنی داری از رشد بهره‌وری بالاتری برخودار هستند. همچنین فشار مالی بستانکاران بطور مثبت بر رشد بهره‌وری اثر دارد، به ویژه برای بنگاهها در شرایط اضطرار مالی. وقتی رقابت در بازارهای تولید افزایش یابد منجر به بهبود انظباط بازار و رشد بهره‌وری می‌گردد. ولی آنها رابطه ای را بین اندازه اعضای هیات مدیره و رشد بهره‌وری نیافتند.

---

۱. Total Factor Productivity

۲. این شیوه پیشتر توسط Hill and Snell(۱۹۸۹), Palia and Lichtenberg(۱۹۹۹), Barth et al(۲۰۰۵) پذیرفته شده است.

۵.Berle and Means

٦. Shleifer and Vishny

۷. Jens KÖke

Archive of SID

www.SID.ir

جینز کوک و لوک رینیبوگ[۸] (۲۰۰۲) در مقاله ای تحت عنوان « آیا حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند منجر به رشد بهره‌وری گردد؟» به بررسی اثر حاکمیت شرکتی و بازار تولید رقابتی بر رشد بهره‌وری کل عوامل تولید در آلمان و انگلستان پرداختند. در آلمان که از یک سیستم حاکمیت بانک محور برخوردار است، رشد بهره‌وری در بنگاههایی که از طریق موسسات مالی کنترل می‌شوند (به خصوص بانکها و شرکتهای بیمه) سریع‌تر است. بعلاوه، اهمیت بستانکاران آلمانی برای رشد بهره‌وری در بنگاههایی که مشکلات مالی یا اضطرار مالی را تجربه کرده‌اند بیشتر است. برای انگلستان که سیستم حاکمیتی بازار محور دارد آنها هیچ مدرکی که بستانکاران نقش تنظیمی را بازی کنند نیافتند. اما شواهد قوی دال بر اینکه کنترل سهامداران (از طریق موسسات مالی، به صورت درونی و بیرونی) منجر به افزایش بهره‌وری بنگاههایی که عملکرد ضعیفی دارند می‌گردد وجود دارد. آنها همچنین شواهدی دال بر اینکه بازار تولید رقابتی در انگلستان جانشین کنترل بلاک هلدر هستند بدست آوردند.

یدالله دادگر و محمود نادری(۲۰۰۸)، در کار خود به بررسی حاکمیت شرکتی خوب در بازار سرمایه کشورهای مسلمان پرداخته‌اند. کار این دو براساس الگویی است که بانک جهانی در مورد حاکمیت شرکتی ارائه کرده است. برای این کار ۱۰ کشور مسلمان و ۱۰ کشور غیر مسلمان را در نظر گرفتند. از مهمترین فرضیات آنها این است که حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد بازار سرمایه می باشد که نتایج حاصله این فرضیه را تایید می‌کند.

تیان و تویت (۲۰۰۹). با استفاده از نمونه ای از شرکتهای استرالیایی طی دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۰۰، به بررسی اثر حاکمیت شرکتی درونی بر بهره‌وری کل عوامل تولید پرداختند. و به این نتیجه رسیدند که برای بنگاههایی که در صنایع غیررقابتی فعالیت می‌کنند، اعضای هیات مدیره کارآمد و پاداش بالاتر CEO با بهره‌وری بالاتر بنگاهها مرتبط است. برای بنگاههایی که در شرایط و صنایع رقابتی فعالیت می‌کنند حاکمیت شرکتی از اهمیت کمتری برخوردارند. اما آنها شواهدی مبنی بر اینکه بین ساختار مالکیت بنگاه و بهره‌وری رابطه وجود دارد نیافتند(Gloria Y. Tian and Garry Twite, ۲۰۰۹).

۳. مفهوم و اهمیت حاکمیت شرکتی برای اقتصاد

عبارت حاکمیت شرکتی بطور وسیعی در دهه ۱۹۸۰ برای تشریح اصول کلی که بوسیله آنها مدیران و کسب و کار شرکتها کنترل می‌شد به کار گرفته شد. اگرچه امروزه این اصطلاح به صورت وسیع و رایج بکار گرفته می‌شود، اما تعریف جامع و واحدی برای حاکمیت شرکتی که بتوان آن را در همه شرایط و حوزه‌ها بکار گرفت وجود ندارد. تعاریف متعدد و متنوعی که امروزه در مورد حاکمیت شرکتی وجود دارد بطور گسترده ای به قوانین و مقررات و وضعیت کشور وابسته است. با توجه به این موضوع در ذیل و بطور خلاصه به ارائه چند تعریف از حاکمیت شرکتی می‌پردازیم.

اقتصاددانان و اندیشمندان علوم اجتماعی تمایل دارند که حاکمیت شرکتی را به صورت وسیعی بعنوان " نهادهایی که بر چگونگی تخصیص منابع و بازدهی شرکتها موثر هستند"و " سازمانها و قوانینی که بر انتظارات در مورد اعمال کنترل بر منابع موجود در بنگاه موثر هستندتعریف می‌کنند." بعلاوه اقتصاددانان پا را از این نیز فراتر نهاده و حاکمیت شرکتی را چنین تعریف می‌کنند" حاکمیت شرکتی چارچوب نهادی است که در آن معاملات منسجم و بی نقصی صورت می‌گیرد(Mary O'sullivan, ۲۰۰۰)." این تعاریف تنها بر قوانین رسمی و نهادهای حاکمیت شرکتی متمرکز نمی باشند بلکه در بر گیرنده فعالیتهای غیر رسمی که در غیاب یا حضور قوانین و مقررات ضعیف صورت می‌پذیرد نیز می‌باشد، بعلاوه آنها تنها به ساختار در ونی شرکت توجه ننموده‌اند بلکه به محیط بیرونی شرکت شامل بازارهای سرمایه و نیروی کار، سیستم ورشکستگی و سیاستهای رقابتی دولت نیز توجه کرده‌اند.

در مقابل مدیران شرکت، سیاستگذاران، قانون گذاران تمایل دارند تعریف محدودتری را بکار گیرند برای آنها حاکمیت شرکتی عبارت است از سیستمی از قوانین و مقررات که تعیین کننده کنترل و رهبری می‌باشد.

۸. Luc Renneboog

Archive of SID

www.SID.ir

تعریف سازمان همکاری و توسعه اقتصادی(OECD): در سال ۱۹۹۹این سازمان اصول حاکمیت شرکتی را انتشار داد و بر این اساس حاکمیت شرکتی را چنین تعریف نمود." ابزارهای درونی که بوسیله آنها شرکتها عمل و کنترل می‌شوند [...] و شامل برقراری روابط بین مدیریت شرکت، اعضای هیات مدیره، سهامداران و دیگر ذینفعان می‌باشد. همچنین حاکمیت شرکتی ساختاری را که از طریق آن اهداف شرکت برقرار می‌گردد و ابزارهایی که به دستیابی این اهداف کمک می‌کنند را مهیا می‌نماید. حاکمیت شرکتی خوب باید مشوق‌ها و انگیزه‌های مناسبی را برای اعضای هیات مدیره و مدیریت به منظور تعقیب اهدافی که مورد نظر شرکت و سهامداران می‌باشد مهیا نماید و همچنین باید نظارت موثری را بر شرکت به منظور تشویق بنگاهها جهت استفاده کاراتر از منابع برقرار نماید. "

تعریف پارکینسون (۱۹۹٤): حاکمیت شرکتی عبارت است از" فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت منطبق با منافع سهامداران"

تعریف ولفن سون رئیس پیشین بانک جهانی(۲۰۰۰): "حاکمیت شرکتی درصدد ارتقای انصاف، شفافیت و پاسخگویی در شرکت است".

تعریف بانک جهانی: "حاکمیت شرکتی به دنبال برقراری تعادل میان اهداف اقتصادی، اجتماعی و میان اهداف فردی و همگانی است. چارچوب حاکمیت شرکتی برای تقویت استفاده موثر از منابع و همچنین ایجاد التزام برای پاسخگویی در مورد استفاده از آن منابع بوجود آمده است."

تعریف دادگر و مهربانی (۱۳۸۹): حاکمیت شرکتی عبارت است از"چارچوب و مجموعه ای از قوانین و مقررات که به دنبال برقراری انصاف، شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت پذیری در روابط ارکان اصلی شرکت یعنی مدیران، اعضای هیات مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان می‌باشد. نتیجه بکارگیری چنین چارچوبی در سطح خرد (یا بنگاه) عبارت است از هدایت و کنترل کاراتر بنگاه، تقویت منافع سهامداران، کاهش تضاد منافع، کاهش ریسک سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه سرمایه‌گذاری، حداکثر شدن بازده بنگاه، تخصیص کاراتر منابع و بهبود بهره‌وری بنگاه و در سطح کلان دسترسی آسانتر به بازارهای جهانی،جذب سرمایه‌های خارجی، سطح بالاتر رشد اقتصادی و بهره‌وری و رسیدن به توسعه پایدار می‌باشد."

از سوی دیگر، در طول دهه گذشته، سیاستگذاران در گوشه و کنار جهان بر نیاز برای توسعه سیاستهای حاکمیت شرکتی و اجرای این سیاستها تاکید نموده‌اند. افزایش شواهد تجربی نشان دهنده این موضوع است که حاکمیت شرکتی خوب دسترسی شرکت را به بازارهای سرمایه تسهیل می‌نماید بنابراین به توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی کمک می‌نماید.

بطور کلی می‌توان عنوان نمود که بکارگیری و رعایت اصول حاکمیت شرکتی بر تمام بخش‌های یک کشور اثر می‌گذارد.

- **منافع حاکمیت شرکتی خوب برای شرکتها**

۱. بهبود دسترسی به بازارهای سرمایه و مالی

۲. کمک به باقی ماندن در محیط رقابتی از طریق ادغام شرکتها، تملک، مشارکت و کاهش ریسک از طریق متنوع کردن دارایی

۳. تهیه سیاستهای خروج[۹] و تضمین انتقال بین نسلی ثروت و سرمایه‌گذاری دارایی‌های خانواده، بعلاوه کاهش احتمال تقویت و افزایش تضاد منافع

٤. همچنین پذیرش اصول حاکمیت شرکتی خوب منجر به سیستم کنترل درونی بهتر و بنابراین منجر به پاسخگویی بیشتر و منافع نهایی بیشتر می‌گردد.

۱. Exit Policy

Archive of SID

www.SID.ir

۵. بکارگیری حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند راهی را برای رشد آینده، تنوع، یا فروش شامل توانایی جذب دارایی سرمایه‌گذاران – داخلی و خارجی– فراهم آورد. همچنین هزینه وام‌ها و اعتبارات را برای شرکتها کاهش دهد

٦. بسیاری از فعالیتهای تجاری جدید در جستجوی وجوه جدید هستند بنابراین غالبا خودشان را درگیر تعهدات جدی در مورد رفرمهای حاکمیت شرکتی با هزینه بسیار گزاف و در مورد تقاضای خارجیان در مواقع بحران می‌بینند. وقتی بنیانها قبلا ایجاد شده‌اند سرمایه‌گذاران و شرکای اصلی به سرمایه‌گذاری یا بسط عملیات شرکت مطمئن خواهند بود.

- **منافع برای سهامداران**

۱. حاکمیت شرکتی خوب انگیزه‌های مناسبی را برای اعضای هیات مدیره و مدیریت به منظور تعقیب اهدافی که در راستای منافع شرکت و سهامداران هستند ایجاد می‌نماید، بعلاوه نظارت موثر را نیز تسهیل می‌نماید.

۲. حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند سهامدارانی را با تضمین سرمایه‌گذاری شان فراهم نماید.

۳. حاکمیت شرکتی خوب این اطمینان را به سهامداران می‌دهد که بقدر کافی از تصمیمات شرکت در موضوعات اساسی شرکت مانند اصلاح اساسنامه یا آیین نامه‌های شرکت، فروش دارایی‌ها و غیره مطلع هستند.

- **منافع حاکمیت شرکتی برای جامعه**

۱.ایجاد جامعه ای بازتر و شفاف‌تر

۲. جلوگیری از فساد

۳. حاکمیت قانون[۱۰]: عدالت و انظباط

٤. تقویت خلق ثروت اخلاقی[۱۱]

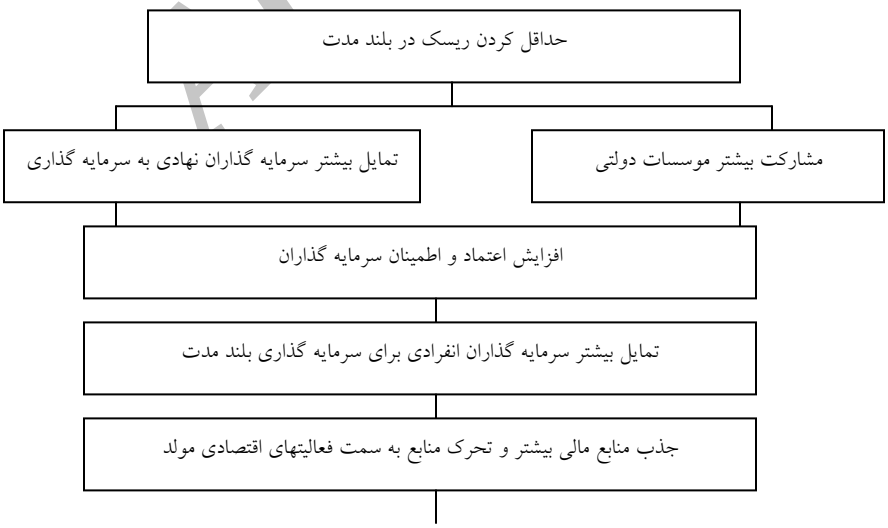
- **منافع حاکمیت شرکتی برای اقتصاد ملی**

۱. شواهد و مداراک بیانگر این واقعیت است که بیش از ۸٤ درصد سرمایه‌گذاران نهادی تمایل به پرداخت پاداش برای سهام شرکتهایی که خوب حاکمیت شده‌اند نسبت به شرکتهایی که بد حاکمیت شده‌اند دارند.

۲. شرکتهایی که اصول حاکمیت شرکتی را پذیرفته‌اند و به آن عمل می‌کنند از ارزش شرکتی بالاتری برخوردارند.

نمودار(۱) بطور خلاصه بیانگر منافع حاکمیت شرکتی می‌باشد.

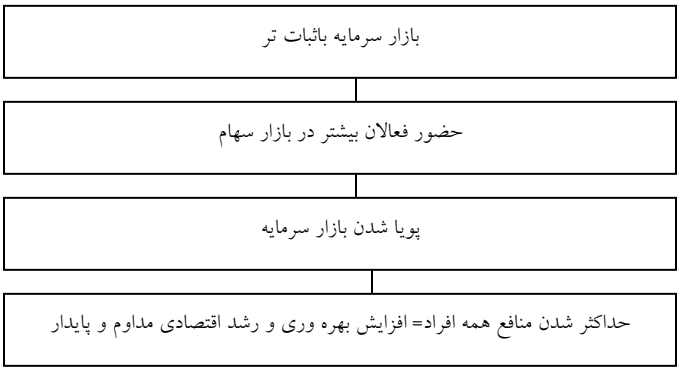
نمودار۱- منافع حاکمیت شرکتی



۱۰. Rule of Law

۱۱. Promoting ethical wealth creation

www.SID.ir



ماخذ: محققین

در حقیقت اگر کشوری بدنبال تقویت و اجرای حاکمیت شرکتی نباشد، جریان سرمایه‌ها از آن کشور به سوی کشورهای دیگر حرکت می‌نماید. اگر سرمایه‌گذاران به سطح افشاگری اطمینان نداشته باشند باز هم جریان سرمایه به جای دیگری حرکت می‌نماید. اگر کشوری در پذیرش استانداردهای حسابداری و گزارش دهی دچار سهل انگاری گردد جریان سرمایه مجددا به سمت خارج جهت می‌گیرد و این امر باعث می‌گردد که همه بنگاهها دچارضرر و زیان گردند(ارتور لویت رئیس سابق کمیته اوراق بهادار و ارز امریکا[۱۲]).

٤. حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل عوامل تولید

تحقق و تداوم رشد اقتصادی، در گرو بهبود و افزایش بهره‌وری عوامل تولید می‌باشد. هر چه بهره‌وری عوامل تولید بنگاهی بالاتر باشد آن بنگاه در جذب سرمایه بیشتر موفق‌تر خواهد بود. از سوی دیگر یکی از عوامل موثر بر بهبود بهره‌وری عوامل تولید و رشد اقتصادی سرمایه می‌باشد. امروزه بازار سرمایه و مهمترین نماد آن یعنی بازار بورس اوراق بهادار در تجهیز و هدایت سرمایه‌ها یا بطور کلی‌تر منابع مالی نقش تعیین کننده ای دارند. بنابراین بسیاری از شرکتها برای دستیابی به سرمایه‌های بیشتر و تامین مالی به این بازار می‌پیوندند.

در تحقیقی که در سال ۲۰۰۰ توسط بارتلسمن و دمز (Bartelsman,E.J, and M. Doms,۲۰۰۰) صورت گرفت مشخص شد که چهار عامل در رشد بهره‌وری در سطح خرد تاثیر گذار هستند: (۱). تکنولوژی و سرمایه انسانی که بر کارایی تولید اثر می‌گذارد، (۲). قوانین و مقررات دولتی که انگیزه‌ها برای نوآوری، ورود به بازار، و بدست آوردن سهم بازار تغییر می‌دهد، (۳). رقابت (بین المللی) در بازارهای تولید که باعث می‌گردد بنگاهها دانش خود را در مورد تکنولوژی جدید سریعا افزایش دهند، (٤). مالکیت بنگاه که انتخابهای بنگاهها را در مورد تکنولوژی و داده‌ها افزایش می‌دهند. اما آنچه که پیش‌تر و بیش‌تر از این چهار عامل بر رشد بهره‌وری تاثیر می‌گذارد استقرار و تقویت حاکمیت شرکتی می‌باشد. زیرا حاکمیت شرکتی از طریق تقویت حقوق مالکیت، کاهش هزینه مبادله و هزینه سرمایه و نهایتا گسترش و توسعه بازار سرمایه منجر به بهبود عملکرد شرکتها و افزایش کارایی و بهره‌وری شرکتها می‌گردد. به بیان دیگر بهبود بهره‌وری مستلزم به فعل درآوردن توان بالقوه است، از این رو این حرکت به یک ابزار محرک نیاز دارد که حاکمیت شرکتی موتور مناسبی در این رابطه است.

ارتقاء بهره وری سبب پیشرفت و توسعه یافتگی می شود و اکثر کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به منظور اشاعه نگرش بـه مقوله بهره وری و تعمیم بکارگیری فنون و روشهای ارتقاء آن، سرمایه‌گذاریهای زیادی انجام داده‌اند. بررسی عملکرد کشورهایی که طی چند دهه اخیر رشد اقتصادی قابل توجهی داشته‌اند، حاکی از آن است که اکثر این کشورها رشد را از طریق افـزایش بهـره وری بدست آورده‌اند. زیرا میان نیازهای بشری به کالاها و خدمات و قابلیت دسترسی به منابعی که در تولید آنها بکار می رود، محدودیت

۱. Arthure Levitt. Securities & Exchange Commission

www.SID.ir

وجود دارد. از یک سو افزایش جمعیت موجبات افزایش تقاضا و مصرف می شود و از سوی دیگر پیشرفت استانداردهای زندگی بر گستره نیازهای مصرفی در سطح وسیعی می افزاید، درحالیکه منابع موجود محدود می باشند. به همین دلیل در اکثر کشورهای در حال توسعه اهمیت ارتقاء بهره وری بعنوان یکی از مهمترین عوامل توسعه مطرح می شود. از سوی دیگر، با عنایت به مبانی اقتصاد خردی در مدیریت بنگاه در صورت بهبود بهره‌وری در سطح بنگاه و در شرایط رقابت می‌توان این انتظار را داشت که در میان مدت این فرآیند موجب ارتقای بهره‌وری کل عوامل تولید و نهایتا موجب رشد اقتصادی خواهد شد. مطالعات و مشاهدات تجربی حکایت از آن دارد که اعمال حاکمیت شرکتی در سطح بنگاه نقش موثری را در فرآیند مذکور ایفا می‌کند.

۵. روش شناسی و برآورد مدل

۱-۵. بهره‌وری کل عوامل تولید: ما بهره‌وری کل عوامل تولید را مشابه مطالعات تجربی پیشین (Palia and Lichtenberg(۱۹۹۹),Bulan et al(۲۰۰۷),Tian and Twite (۲۰۰۹)) محاسبه می‌نماییم. بر این اساس ما از تابع کاب- داگلاس به منظور استخراج بهره‌وری کل عوامل تولید استفاده می‌کنیم. ما به محاسبه TFP برای هریک از شرکتها، در هر سال با استفاده از تفاوت بین تولید واقعی و تولید محاسبه شده می‌پردازیم. فرآیند محاسبه به صورت زیر می‌باشد:

$$Y_{it} = A_{it} \times L_{it}^{\beta_L} \times K_{it}^{\beta_K}$$

$$y_{it} = \alpha_{it} + \beta_L l_{it} + \beta_K k_{it} + \varepsilon_{it}$$

Subject to: $\beta_L + \beta_K = 1$

$$\alpha_{it} = y_{it} - (\hat{\beta}_L l_{it} + \hat{\beta}_K k_{it})$$

که در آن:

Y: عبارت است از محصول (تولید)، L: هزینه نیروی کار، K: هزینه فیزیکی نهاده سرمایه می‌باشد.

۲-۵.حاکمیت شرکتی درونی و انضباط بازار بیرونی و بهره‌وری کل عوامل تولید

سوالات و فرضیات مورد بحث در این بخش عبارتند از:

سوالات

- آیا حاکمیت شرکتی می‌تواند بر افزایش و بهبود بهره‌وری کل عوامل تولید شرکتهای منتخب تاثیر بگذارد؟
- آیا حاکمیت شرکتی درونی بر بهره‌وری شرکتهای منتخب موثر است؟
- آیا انضباط بازار بیرونی بر ارتباط بین حاکمیت درونی و بهره‌وری شرکتهای منتخب موثر است؟

فرضیات

۱. حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکتهای منتخب تاثیر گذار است.

۲. بهبود حاکمیت درون شرکتی می‌تواند بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکتهای منتخب تاثیر بگذارد.

۳. انضباط بازار بیرونی بر ارتباط بین حاکمیت درونی و بهره‌وری شرکتهای منتخب موثر است.

به منظور بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و بهره‌وری کل عوامل تولید شرکتهای منتخب از رابطه زیر استفاده می‌گردد:

Archive of SID

www.SID.ir

$$TFP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CEO_{it} + \alpha_2 BO_{it} + \alpha_3 BODSIZE_{it} + \alpha_4 NEDS_{it} + \alpha_5 DIC_{it} + \alpha_6 INAUDIT_{it} + \alpha_7 SOBLOCK_{it} + \alpha_8 SOMINOR_{it} + \alpha_9 SOFIN_{it} + \alpha_{10} OWN_{it} + \alpha_{11} FSIZE_{it} + \alpha_{12} AGE_{it} + + \alpha_{13} LEVERAGE_{it} + \alpha_{14} ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

به منظور ایجاد شاخص حاکمیت شرکتی برای شرکتهای منتخب تهران ما پراکسی‌هایی را برای ۵ شاخص اساسی آن یعنی ساختار و مسئولیت پذیری هیات مدیره، حقوق سهامداران، شفافیت و افشاگری، ساختار مالکیت و کنترل، تعهدات و الزامات معرفی می‌کنیم.

متغیرهای هیات مدیره: تعداد اعضای هیات مدیره (BODSIZE)، جدا بودن رئیس هیات مدیره از مدیر عامل (CEO) در صورت جدا بودن این دو فرد متغیر موهومی مقدار یک را به خود می‌گیرد، نسبت مدیران غیر موظف به اعضای هیات مدیره (NEDS).

متغیرهای مالکیت و سهامداران: این زیر شاخص به بررسی این موضوع می‌پردازد که مدیران شرکت تا چه اندازه در جهت منافع سهامداران فعالیت می‌کنند و شاخص‌های آن عبارتند از: درصد سهامی که توسط سهامدران عمده نگهداری می‌شود (SOBLOCK)، درصد سهامی که توسط سهامداران اقلیت نگه داری می‌شود (SOMINOR)، درصد سهامی که توسط موسسات مالی نگه داری می‌شود (SOFIN)، (BO) این متغیر برابر یک می‌باشد در صورتی که شرکت دارای سهامداری با مالکیت ۲۵٪ یا بالاتر سهام باشد، (OWN) تعداد سهامدارن عمده.

شفافیت، افشاگری و حسابرسی: داشتن حسابرسی داخلی (INAUDIT) برای شرکتهایی که دارای حسابرسی داخلی هستند مقدار متغیر موهومی برابر یک است، رتبه شفافیت شرکتها (DIC)[۱۳]

متغیرهای کنترلی

ROA: بازده دارایی شرکتها: سود خالص به کل دارایی‌های شرکت

LEVERAGE: ارزش دفتری بدهی کل شرکت به ارزش دفتری دارایی کل شرکت

اندازه بنگاه (FSIZE): ارزش دفتری دارایی کل شرکت

AGE: لگاریتم تعداد سالهایی که شرکت در بازار بورس پذیرفته شده است. به نظر می‌رسد که هر چه تعداد سالهایی که شرکت در بورس پذیرفته شده طولانی‌تر باشد این امر باعث می‌گردد تا سهامداران با سهولت بیشتری به اطلاعات و آمارهای شرکت دسترسی داشته باشند و به نحو بهتری بتوانند عملکرد شرکتها را مورد بررسی قرار دهند. که این امر باعث می‌گردد تا شرکتها در جذب سرمایه‌ها موفق‌تر باشند.

از سوی دیگر، متغیرهای مورد استفاده در تعیین هریک از شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی و انضباط بازار بیرونی بطور خلاصه در جدول (۱) ارائه شده‌اند.

جدول۱- تعریف متغیرها

نام متغیر	تعریف
GOV : حاکمیت درون شرکتی	
BO: وجود بلاک هلدر در شرکت	این شاخص برابر یک است در صورتی که شرکت سهامداری با مالکیت

[۱۳] آمارهای مربوط به این شاخص از سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است.

Archive of SID
www.SID.ir

NEDS: مدیران غیر موظف	سهام ۲۵٪داشته باشد.
BODSIZE: اندازه هیات مدیره	نسبت مدیران غیر موظف به مدیران موظف در هیات مدیره شرکت
	لگاریتم تعداد اعضای هیات مدیره
MKT: انضباط بازار بیرونی	
Competion	این شاخص خود متشکل از دو شاخص دیگر می‌باشد که عبارتند از:
	P: حاشیه سود که شدت رقابت بین شرکتها را نشان می‌دهد که با ساختار بازار مرتبط است.
	CO: این شاخص برابر یک است در صورتی که شرکت در صنعتی فعال باشد که شاخص IHERF[۱۴] بالاتری داشته باشد.
MktControl	این شاخص برابر یک است در صورتی که کنترل بازاری برای شرکت وجود داشته باشد.
CONTROL: متغیرهای کنترل	
سطح بنگاه	
ROA	بازده دارایی شرکت
SIZE	لگاریتم دارایی کل شرکت
AGE	لگاریتم تعداد سالهایی که شرکت در بازار بورس پذیرفته شده است
LEVERAGE	نسبت بدهی کل به دارایی کل

به منظور بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی درونی، انضباط بازار بیرونی و بهره‌وری کل عوامل تولید از رابطه زیر استفاده می‌نماییم.

$$a_{i,t} = \alpha_i + \gamma_1 (GOV)_{i,t} + \gamma_2 (MKT)_{i,t} + \gamma_3 (GOV)_{i,t} \times (MKT)_{i,t} + \gamma_4 (CONTROLS)_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

که در آن

a_{it}:بهره‌وری کل عوامل تولید

GOV: حاکمیت شرکتی درونی

MKT: وضعیت تنظیم بازار بیرونی

γ_3: اثر حاکمیت شرکتی درونی و محیط بیرونی بازار را نشان می‌دهد.

۳-۵. یافته‌های تجربی تحقیق

با توجه به جدول ۲ و نتایج درج شده در آن متوجه می‌شویم که هیچ یک از شاخص‌های معرفی شده برای هیات مدیره بر بهره‌وری کل عوامل تولید در صنعت مورد نظر تاثیر گذار نمی باشند. تنها شاخص تعداد بلاک هلدرها از کل شاخص‌های معرفی شده برای حقوق صاحبان سهامداران بر بهره‌وری تاثیر گذار است با توجه به علامت مثبت این شاخص می‌توان نتیجه گرفت که هر چه تعداد این سهامداران بیشتر باشد با توجه به اینکه سرمایه بیشتری را با خود وارد شرکت می‌نمایند، و از آنجایی که یکی از

۱.این شاخص اندازه بنگاه را در رابطه با صنعت و همچنین رقابت مابین بنگاهها را می سنجند. در صورتی که این شاخص کمتر از ۱۰۰ باشد بیانگر آن است که بنگاه در یک صنعت کاملا رقابتی فعالیت می نماید، در صورتی که این شاخص کمتر از ۱۰۰۰ باشد شاخص غیر متمرکز است، در صورتی که شاخص بین ۱۰۰۰تا ۱۸۰۰ باشد بیانگر تمرکز نسبی است.

Archive of SID
www.SID.ir

اجزای مهم و تاثیر گذار بر بهبود بهره‌وری سرمایه می‌باشد تاثیر مثبت و معناداری را بر بهره‌وری خواهد داشت. از سوی دیگر بجز متغیر LEVERAGE تمام متغیرهای کنترلی که بیانگر عملکرد شرکتها می‌باشند بر بهره‌وری کل عوامل تولید تاثیر گذار هستند. بر این اساس فرضیه اول تایید و پاسخ سوال اول نیز مثبت می‌باشد.

جدول ۲- اثر حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل صنعت مواد غذایی ۱۳۸۹-۱۳۸۰

نام متغیر	ضرایب	احتمال
CO	۰.۷۰۲	۰.۰۰۰۰
CEO	-۰.۰۵۵	۰.۸۷٤۱
NEDS	-۰.۱۸۰	۰.۲۱۸۹
BODSIZE	۰.۰۰۷	۰.۸۸۲۰
OWN	-۰.۰۰۲۷	۰.۸۲۱
BO	۰.۱٦٤	۰.۰۰۳۸
SOBLOCK	-۰.۰۱۳	۰.٤٦۰۰
SOMINOR	-۰.۰۰۵۳	۰.۷۸٤۲
SOFIN	۰.۰۰٦٤	۰.۲۰۳۰
INAUDIT	۰.۱۳۱	۰.۰۳۹٦
DIC	-۰.۱۳٤	۰.٦۹۷۳
ROA	۰.٦۷	۰.۰۰۷۲
LEVERAGE	۰.۸۵۰	۰.۰۸٦
SIZE	۰.۰۷٤	۰.۰۲۷٤
AGE	۰.۳۲	۰.۰۰۰۳
R^2		۰.۹۹
DW		۲.۱

ماخذ: محاسبات محققین

بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی درونی، انضباط بازار بیرونی و بهره‌وری کل عوامل تولید روشنگر آن است که مدل اول نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی درونی و بهره‌وری کل عوامل تولید ارتباط معناداری وجود دارد از سوی دیگر حاشیه سود بعنوان یک متغیر نشانگر انضباط بازار بیرونی هم بطور مستقیم و هم بصورت غیر مستقیم از طریق بهبود و تاثیر بر شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی بر بهبود و افزایش بهره‌وری کل عوامل تولید موثر است. براساس مدل (۱) می‌توان چنین نتیجه گرفت که هرچه محیطی که شرکتها در آن فعالیت دارند رقابتی‌تر باشد بهره‌وری شرکتهای موجود در صنعت و به طبع بهره‌وری صنعت افزایش می‌یابد.

Archive of SID

www.SID.ir

مدل (۲). نیز همانند مدل (۱) بیانگر وجود ارتباط و تاثیر حاکمیت شرکتی درونی و شاخص‌های عملکردی شرکتها بـر بهـره‌وری کل عوامل می‌باشد. از سوی دیگر این مدل بیانگر این واقعیت است که شاخص انضباط بازار بیرونی نه بصورت مستقیم و نه غیـر مستقیم بر بهره‌وری کل عوامل تولید تاثیر گذار نمی باشد. مدل (۳) نیز نشان می‌دهد که شاخص کنترلی انضباط بازار بیرونی بطور مستقیم بر TFP تاثیر گذار نمی باشد اما بطور غیر مستقیم تاثیر گذار می‌باشد. با توجه به سه مدل ارائه شده فرضیه (۲) و (۳) تایید و پاسخگو سوالات ۲و ۳ نیز مثبت می‌باشد.

جدول۳- ارتباط بین حاکمیت شرکتی، انضباط بازار بیرونی و بهره‌وری کل عوامل تولید

	مدل (۱).		مدل(۲)		مدل(۳)	
متغیر توضیحی	ضرایب	احتمال	ضرایب	احتمال	ضرایب	احتمال
C	۰.۰۹۱	۰.۰۰۰۰	۰.۳۲	۰.۰۰۰۰	۰.۰۷	۰.۰۰۰۰
Bo	۰.٤۳٥	۰.۰۱٦٦	۰.۱۲۱	۰.۰۱۱	-۰.۰٦٦	۰.۳۲۹٤
bodsize	-۰.۰۱٦	۰.۷٦۹۷	-۰.۲٤	۰.۰۰۰۰	۰.٤۹٦	۰.۰۰۰۰
neds	-۰.۱۲۸	۰.۲۸٤٤	۰.۰۰۱	۰.۹۸٦۱	-۰.۰٦٦	۰.۳۰۳۹
P	۰.۷۲	۰.۰۳۸۳	–	–	–	–
P*bo	۰.٦۰٥	۰.۰۰۰۰		–	–	–
P*bodsize	۰.۱۸۲	۰.۳۷	–	–	–	–
P*neds	۰.۹۳	۰.۰۲۲٤	–	–	–	–
Co	–	–	۰.۱۷٦	۰.۸٤۹٦	–	–
co*bo	–	–	۰.۷٤	۰.٦۷۷۱	–	–
co*bodsize	–	–	-۰.۱٥٦	۰.٥۳۹۷	–	–
Co*neds	–	–	-۰.۱۹٦۷	۰.٥۹۹۷	–	–
mktcon	–	–	–	–	-۰.۱۲٤	۰.٦۲۳
Mktcon*bo	–	–	–	–	۰.۲٥٦	۰.۰٤۳۷
mktcon*bodsize	–	–	–	–	۰.۱۱	۰.۲٦۸۲
mktcon*neds	–	–	–	–	-۰.۱۰۰	۰.٤۲٥۱
ROA	۰.۰٤٦	۰.۱٤۲	۰.۰٦۰	۰.۰۰٦٦	۰.۰۷	۰.۱۳۷
LEVERAGE	۰.٥۷	۰.۰۲۸	۰.٦۲٤	۰.۰۲٦٤	۰.۷۱۰	۰.۰۲۳٦
SIZE	-۰.۰٤۱	۰.۱۹۷	۰.۰۸۰	۰.۰۰۷۰	۰.۰۹٥۷	۰.۰۰٥۲
AGE	۰.۲۷۳	۰.۰۰۰٦	۰.۲٥	۰.۰۰۰۰	۰.۲۳۷	۰.۰۰۰۰
	R^2=۰.۹۹ DW= ۲.۰۷		R^2=۰.۹۹ DW= ۲.۰٤		R^2=۰.۹۹ DW=۲.۰٥	

ماخذ: محاسبات محققین

٦. نتیجه‌گیری

حاکمیت شرکتی یکی از مباحث نوین در اقتصاد ایران می‌باشد. که عمر آن قریب به یک دهه شده است، اما با این وجود بررسی‌ها حاکی از بی توجهی مسئولان و مقامات بازار سرمایه کشور به این مهم دارد. این در حالی است که با توجه به تاثیر و اهمیـت ایـن موضوع شواهد تجربی حاکی از آن است که بسیاری از کشورهای در حـال توسـعه ملاحظـات اساسـی را پیرامـون ایـن موضـوع

Archive of SID

www.SID.ir

داشته‌اند و تلاش نموده‌اند تا حاکمیت شرکتی را در بازارهای مالی خود (اعم از پول و سرمایه) گسترش دهند و در این راه از هیچ تلاشی فرو گذار ننموده‌اند.

بررسی ما در زمینه وضعیت حاکمیت شرکتی در صنعت مواد غذایی و آشامیدنی حاکی از ضعف این مهم و عدم توجه به بحث و رعایت حاکمیت شرکتی در این صنعت دارد. از سوی دیگر بررسی ما نشان از این واقعیت دارد که بهبود حاکمیت شرکتی شرکتی و اصول مربوط به آن باعث می‌گردد تا شرکتهای موجود در این صنعت و نهایتها خود صنعت از بهره‌وری بالاتر و عملکرد بهتری برخودار گردد که نتیجه این امر عبارت است از داشتن جایگاه بهتر این صنعت و شرکتهای موجود در آن در بین شرکتها و صنایع دیگر پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران و جذب بیشتر سهامداران و نهایتا جذب سرمایه‌های بیشتر. بنابراین پیشنهاد می‌گردد با توجه به منافع بسیار زیاد حاکمیت شرکتی هیات مدیره شرکتهای موجود در این صنعت و متصدیان این صنعت تلاش نمایند تا کمیته حاکمیت شرکتی را ایجاد نمایند و به منظور تشویق شرکتها به رعایت اصول حاکمیت شرکتی سالانه بهترین شرکت را در این زمینه معرفی نمایند و مشوق‌هایی را برای شرکت مذکور در نظر داشته باشند.

منابع و ماخذ:

۱. اصول اندازه گیری بهره وری کارایی و بهره وری، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ۱۳۸٤

۲. مقیمی، فرشاد، جلالی، غلامرضا (۱۳۸٦). « اندازه‌گیری شاخص بهره‌وری کل عوامل تولید در سطح بنگاههای اقتصادی (مطالعه موردی)». فصلنامه بررسی‌های بازرگانی شماره ۲۷، بهمن و اسفند ۸٦، ص ۵۰-۳۹

۳. آسیب شناسی بازار مالی. موسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصاد ۱۳۸۸.

٤. بابایی، زکلیکی، محمد رضا و احمدوند، ژیلا (۱۳۸۷). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲٦.

۵. بانک مرکزی ج.ا.ا. خلاصه تحولات اقتصادی کشور سالهای مختلف

٦. تک روستا،علی(۱۳۸۷). " بررسی نقش بازار اوراق بهادار خارج از بورس بر توسعه بازار سرمایه ایران. مجله دانش و توسعه، شماره۲۲.

۷. تنگناهای ساختاری بازار سرمایه ایران" (۱۳۷۵) .گزارش مرکز پژوهشهای مجلس

۸. حساس یگانه، یحیی وباغومیان، رافیک(۱۳۸٤). «حاکمیت شرکتی وکیفیت گزارشگری مالی» فصلنامه حسابدار رسمی دی ماه.

۹. خدادادی، ولی و آقاجری، ولی ا...(۱۳۸۸). « ارزیابی بین ساختار مالکیت شرکت و سیاستهای سود سهام در ایران». فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲.

۱۰. داداشی، ایمان (۱۳۸۸). " تاثیر حاکمیت شرکتی بر تصمیمات حسابرسان در باره ریسک و برنامه ریزی". پایان نامه کارشناسی ارشد.

۱۱. رحیمیان، نظام الدین، صالح نژاد، سید حسین، سالکی،علی (۱۳۸۸). « رابطه میان برخی سازو کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی حسابداری و حسابرسی دوره ۱٦، شماره ۵۸، ص ۸٦-۷۱.

۱۲. عبدی، مسعود(۱۳۸۸). " بررسی بازار سرمایه در ایران". موسسه تحقیقاتی تدبیر اقتصادی

۱۳. عنایت سید ابراهیم (۱۳۸۰). " مشکلات و تنگناهای بازار سرمایه" فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳، ۱٦۲-۱۳۹.

Archive of SID

www.SID.ir

١٤. فرید، داریوش. بردبار، غلامرضا، منصوری، حسین.« بررسی موانع تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بـورس اوراق بهـادار تهران با استفاده از مفهوم کارایی بازار سرمایه»» مجموعه مقالات اولین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مـالی در ایـران اردیبهشت ماه ١٣٨٨

١. http://www.seo.ir
٢. http://www.codal.ir
٣. http://www.irbourse.com

٤. Allen, F. (١٩٩٣), "Stock markets and resource allocation", in C. Mayer and X. Vives (eds), Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge Cambridge University Press.
٥. Agrawal, A., Knoeber, C .R., (١٩٩٦). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis ٣١ (٣), ٣٧٧– ٣٩٧.
٦. Bartelsman, E. j., and M. Doms. (٢٠٠٠), "understanding Productivity: Lesson from longitudinal micro data", Journal of literature ٣٨, ٥٦٩–٥٩٤.
٧. Bebchuk L. A, Cohen. A, and Ferrell. A. (٢٠٠٩). What matters in corporate governance? Review of Financial Studies; ٢٢; ٧٨٣–٨٢٧.
٨. Berglöf E. and. Claessens S, (٢٠٠٦). Enforcement and good corporate governance in developing countries and transition economies. World Bank Res. Observer ٢١, pp. ١٢١–١٥٠.
٩. Brown, L .D. and M. l. Claylor. (٢٠٠٤). Corporate Governance and Firm Performance. Gorgia state University, USA. (Working Paper).
١٠. Bulan L, Sanyal P, Yan Z. (٢٠٠٧). CEO incentives and firms productivity. Working paper: Brandies University.
١١. Dadgar,Yadollah and Naderi, Mahmud. (٢٠٠٩). Corporate governance in capital market of Muslim countries" Amicus™ Books, p١٥٦–١٨٨. http://www.ssrn.com
١٢. Davis, E.P., (١٩٩٥a). Pension Funds, Retirement-Income Security and Capital Markets: An International Perspective. Oxford University Press
١٣. Davis, E.P., Madsen, J., (٢٠٠١). Productivity and equity returns: a century of evidence for nine OECD countries, Working Paper ٠١–١٢. Department of Economics and Finance, Brunel University
١٤. De Nicolo. Gianni, Laeven Luc and Ueda Kenichi (٢٠٠٨). Corporate governance quality: Trends and real effects. International Monetary Fund, working paper
١٥. Jensen, M. C., (١٩٩٣). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control mechanisms. J. Finance ٤٨, ٨٣١–٨٨٠.
١٦. Jensen, M.C., Ruback, R.S., (١٩٨٣). The market for corporate control: the scientific evidence. J. Financial Econ. ١١, ٥–٥٠
١٧. Koke, jens. (٢٠٠١). Corporate governance, market discipline, and productivity growth. ZEW Discussion paper No. ٠١–٥٥.
١٨. Marck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. (١٩٨٨). Management ownership and market valuation: an empirical analysis, Journal of Financial Economics, (٢٠) pp.٢٩٣–٣١٥.
١٩. Shleifer, A., Vishny, R.W.(١٩٩٧). A survey of corporate governance. Journal of Finance ٥٢, ٧٣٧–٧٧٧.

Archive of SID

www.SID.ir

۲۰. Tian, Gloria Y and Twite, Garry. (۲۰۰۹). corporate governance, external market discipline and firm productivity. http://www.SSRN.com

Archive of SID

www.SID.ir