مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شـیراز
دوره اول، شماره اول، پاییز ۱۳۸۸، پیاپی ۵۷/۳
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها

دکتر محمدحسین قائمی *
دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره)

مهدی شهریاری **
دانشگاه امام صادق (ع)

چکیده

هدف این مقاله، تعیین رابطه‌ی بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی؛ شامل ترکیب هیأت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات با عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. نمونه‌ی مورد بررسی؛ شامل ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی زمانی سه ساله‌ی ۸۲ تا ۸۴ می‌باشد. متغیر وابسته‌ی تحقیق عملکرد مالی می‌باشد که بر مبنای رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام تعیین شده است. متغیرهای مستقل نیز؛ شامل ترکیب هیأت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات و متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد، بین افشای اطلاعات و عملکردمالی شرکت‌ها رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: ۱. حاکمیت شرکتی ۲. اعضای غیر موظف هیات مدیره ۳. سهام شناور آزاد ۴. افشای اطلاعات ۵. عملکرد مالی و ساختار مالکیت.

۱. مقدمه

با جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها، این امکان به وجود می‌آید که مدیران تصمیم‌هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهامداران باشد. (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶) تضاد منافع که از آن به عنوان "مساله‌ی نمایندگی"[1] تعبیر می‌شود، ناشی از دو علت عمده است: اول اینکه هر یک از صاحب نفع‌های شرکت‌های سهامی‌عام ترجیهات متفاوتی دارند و دیگر این که هیچ کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدام‌ها، دانش و ترجیحات دیگری ندارد. (برل و مینز، ۱۹۳۲)

---

* استادیار بخش حسابداری
** کارشناس ارشد مدیریت مالی

Archive of SID
www.SID.ir

رسوایی‌های گسترده مالی اخیر در شرکت‌هایی؛ چون انرون[۲]، ورلدکام[۳]، آدلفی[۴]، و افزایش بحران‌ها و جرایم مالی در موارد مشابه دیگر در سطح جهان، به مساله‌ی نمایندگی مربوط می‌باشد. بر همین اساس، جهت کاهش جرایم مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها باید سازوکارهای نظارتی ایجادکرد که با اجرای آن فاصله‌ی ایجاد شده بین مالکیت و کنترل کاهش یابد. از جمله چنین سازو کارهای نظارتی، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی[۵] می‌باشد. مبانی اولیه‌ی نظام حاکمیت شرکتی، از اوایل دهه‌ی ۱۹۹۰ با تهیه‌ی گزارش کادبری[۶] در انگلیس، گزارش دی[۷] 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[۸] را منتشر کرد. این قانون، حاوی ترمیم‌هایی در محافظت از حقوق سرمایه گذاران از طریق بهبود روشهای شفاف سازی در شرکت‌ها می‌باشد. در این راستا، گزارش‌های مشابهی؛ مانند گزارش هیگز[۹] در سال ۲۰۰۳ و گزارش اسمیت[۱۰] در بریتانیا منتشر شد. نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه‌ی علمی‌از قبیل؛ حسابداری، اقتصاد، مالی وحقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده‌ی کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب‌نفع‌های خود می‌گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث اختصاص بهینه‌ی منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه‌ی اقتصادی گردد. (جان و سنبت، ۱۹۹۸)

علاوه بر این، نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از مهمترین سازوکارهای کنترلی و نظارتی می‌تواند عامل مهمی‌در جهت برپایی عدالت گردد. ایجاد و اجرای نظام حاکمیت شرکتی برای کشورهایی که قصد اجرای برنامه‌های خصوصی سازی به ویژه از طریق انتشار سهام را دارند، به صورت یک الزام سیاسی و اقتصادی است. اگر چه سطح مالکیت شرکت‌های سهامی‌بزرگتر، در کل جامعه‌ی ایران فراگیر نشده است اما، واگذاری سهام عدالت و تحقق شعار عدالت محوری در سطح جامعه، ضرورت توجه به نظام حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهد.

سازمان همکاری و توسعه اقتصادی[۱۱] ابعاد ششگانه زیر را برای نظام حاکمیت شرکتی با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارض‌های موجود در قوانین کشورهای مختلف، ارایه داده است که مبنای بسیاری از بررسی‌ها و تحقیق‌ها و مورد استفاده‌ی گسترده‌ی کشورها و سازمانهای مختلف ملی و بین المللی قرار گرفته است. ابعاد اصلی قابل بررسی برای سنجش وضعیت حاکمیت شرکتی، عبارتند از:

۱. کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتی اثر بخش؛
۲. حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت؛
۳. رفتار عادلانه نسبت به سهامداران؛
۴. نقش صاحب نفعها درحاکمیت شرکتی؛
۵. شفافیت مالی و افشای اطلاعات؛

Archive of SID

www.SID.ir

۶. ترکیب هیات مدیره.

هر یک از ابعاد ذکر شده در بالا می‌تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتی اثر داشته باشد و آن را تقویت و یا تضعیف کند. یکی از مهمترین ابعاد مورد بررسی، نقش صاحب‌نفع‌ها در حاکمیت شرکتی می‌باشد. می‌توان با مشارکت دادن صاحب‌نفع‌ها شرکت از طریق سازوکارهایی در ساختار مالکیت، ترکیب هیأت مدیره و همچنین قراردادهای شرکت بر عملکرد شرکت تأثیر گذار بود.

یکی از روش‌های حل مشکل قراردادهای بین شرکت و صاحب‌نفع‌ها این است که از طریق مالکیت، رابطه‌ی بین شرکت و صاحب‌نفع‌ها به هم نزدیک شود. به عبارت دیگر، صاحب‌نفع‌ها در مالکیت شرکت سهیم شوند. با مشارکت صاحب‌نفع‌ها در شرکت، آنها اهمیت بیشتری برای روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل خواهند بود. لذا، در اثر منافعی که برای این صاحب‌نفع‌ها حاصل می‌شود، اثر مثبت بر عملکرد شرکت قابل انتظار است.

روش دوم ترکیب هیأت مدیره است. در شرکت‌هایی که مالکیت از مدیریت جدا است، مسؤولیت تعریف و تغییر ارزش شرکت به مدیریت شرکت واگذار می‌شود. مشارکت صاحب‌نفع‌ها در این زمینه، ممکن است از طریق انتصاب عضوغیرموظف از طرف آنها در هیأت مدیره، باشد. حتی ممکن است که اعضای هیأت مدیره گروههای مالکیت دیگری را نیز جزء اعضای هیأت مدیره انتخاب کنند. لذا، با مشارکت دادن صاحب‌نفع‌ها در هیأت مدیره، می‌توان بر عملکرد شرکت تأثیر گذاشت.

صاحب‌نفع‌ها سوم، افزایش قابلیت اطمینان صاحب‌نفع‌ها از طریق آگاهی از قراردادهای شرکت و اطلاع‌رسانی نسبت به قراردادها، حاصل می‌شود. به عبارت دیگر، در این روش، صاحب‌نفع‌ها با مشارکت در این قراردادها (قراردادهایی که شرکت مشخص می‌کند) و در نتیجه‌ی افزایش اطلاعات آنها نسبت به فعالیتهای شرکت و در نتیجه‌ی قابلیت اطمینان آنها به شرکت، باعث اثر گذاری بر عملکرد شرکت می‌شوند. با توجه به مطالب ذکر شده به نظر می‌رسد بررسی رابطه‌ی هیأت مدیره، شفافیت اطلاعات و ساختار مالکیت با عملکرد شرکت‌ها از اهمیت بالایی برخوردار است. بر این اساس، پرسش‌های پژوهش به شرح زیر بیان می‌شود:

- آیا ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت مؤثر است؟
- آیا ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت مؤثر است؟
- آیا افشای اطلاعات بر عملکرد شرکت مؤثر است؟

۲. ادبیات موضوع

مفهوم حاکمیت شرکتی، از واژه‌ی لاتین "Gubernare" به معنای "هدایت کردن"، مشتق شده است، که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می‌رود. تعاریف حاکمیت شرکتی بسیار گسترده می‌باشد. در یک بیان، می‌توان تعاریف ذکر شده را به دیدگاه محدود که تعاریف را در رابطه‌ی بین سهامداران و شرکت محدود می‌کند و دیدگاه گسترده که به بیان رابطه‌ی شرکت با سایر صاحب‌نفع‌ها

Archive of SID

www.SID.ir

از جمله سهامداران می‌پردازد، تقسیم بندی نمود. (یحیی حساس یگانه، ۱۳۸۴)

در چارچوب تئوری نمایندگی، سیستم بازار به گونه‌ای سازماندهی می‌گردد که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت واگذار می‌نمایند و بر همین اساس، جدایی مالکیت از مدیریت موجب ایجاد مساله‌ی نمایندگی می‌شود. اگر چه راس[۱۲] برای اولین بار این موضوع را بررسی نمود، ولی جزئیات مبانی نظری آن اولین بار از طریق جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) مطرح گردید. به زعم آنان، رابطه‌ی نمایندگی عبارت است از: قراردادی که طی آن کارگمار[۱۳] شخص دیگری (کارگزار)[۱۴] را به استخدام در می‌آورد. طی این قرارداد، کارگمار، میزانی از قدرت تصمیم گیری را در اختیار کارگزار قرارمی‌دهد. در شرایطی که هم کارگمار و هم کارگزار، به دنبال افزایش منافع خود هستند، کارگزار، همیشه برای حداکثرکردن منافع کارگمار تلاش نخواهد کرد .مساله‌ی نمایندگی بیان می‌کند که آیا کارگزار، ثروت کارگمار را افزایش می‌دهد؟ (فراست و همکاران، ۲۰۰۰) دلایل اصلی اقدام‌های متفاوت کارگمار و کارگزار، تفاوت نگرش آن‌ها به ریسک، سود تقسیمی‌و افق دید است.

۳. نگرش به ریسک (خطرکردن)

از آنجایی که کارگمار، توانایی متنوع سازی پرتفوی سرمایه گذاری خود را دارد، می‌تواند ریسک خود را به حداقل برساند .سهامدار (کارگمار)، تنها به میزان سهام خود مسوول کاهش ارزش شرکت در آینده است و منافع سهامدار در صورتی که مدیریت در پروژه‌های مطمئن، اما توأم با ریسک، سرمایه گذاری کند، تأمین خواهد شد .اما مدیران ترجیح می‌دهند تا در پروژه‌هایی با بازده و ریسک کمتر سرمایه گذاری کنند، چرا که تخصص مدیریتی آنان که ارزشمندترین دارایی آنان است، در یک شرکت سرمایه گذاری شده است و سرمایه گذاری در پروژه‌های با ریسک بالا، ریسک از دست دادن شغل را برای مدیر به همراه دارد. از این رو، مدیران ترجیح می‌دهند ریسک تملک خود را به حداقل برسانند، تا اینکه به حداکثر کردن ثروت سهامدار بپردازند. ثروت مدیران، در بر گیرنده‌ی حق تلاش خدمت آنهاست و مدیر در مقابل ریسک کل شرکت تهدید می‌گردد، لذا ممکن است دست به اقداماتی بزند که ریسک شرکت را کاهش دهد. (کاپلند و همکاران، ۲۰۰۵)

تفاوت دیگر بین سهام داران و مدیران، ناشی از نگهداری و یا تقسیم سود است. مدیران، به منظورپرداخت جبران خدمت و منافع شخصی و یا افزایش میزان قدرت خود، از پرداخت کل سود به سهامداران امتناع می‌ورزند در صورتی که فرصت سرمایه گذاری با بازده بیشتر برای سهامدار در خارج از شرکت وجود دارد. سهام دار، به میزان تفاوت بین نرخ بازده در داخل و خارج از شرکت، متحمل زیان می‌گردد. (فراست و همکاران، ۲۰۰۰)

مساله‌ی افق دید یا نگرش به افق زمانی که عامل دیگری برای اقدامات متفاوت مدیر و سهامدار است، ناشی ازتفاوت در افق دید زمانی آنها است. سهامداران به جریان‌های نقدی آتی شرکت، علاقه‌مند هستند، اما مدیران به خصوص مدیرانی که قصد انتقال به شرکت دیگری را دارند، به افزایش ظاهری سودآوری شرکت در کوتاه مدت، اقدام می‌کنند. (فراست و همکاران، ۲۰۰۰)

Archive of SID

www.SID.ir

الکساندر فان ناندلستاده[۱۵] و متس روزنبرگ[۱۶] (۲۰۰۳) در تحقیق‌های خود دریافتند، به نسبت شرکت‌های دارای نظام نامطلوب حاکمیت شرکتی، شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی را به طور مناسبی اجرا می‌کنند از بازده سهام، ارزش شرکت و نسبت جریان نقدی از دارایی بالاتری برخوردار هستند. تحقیق آلن چنگ آیک لنگ[۱۷] (۲۰۰۴) بر رابطه‌ی مستقیم بین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی در شرکت و در آمد شرکت اشاره دارد. تحقیق لورنس بران[۱۸] و مارکوس کایلر[۱۹] (۲۰۰۴) نشان می‌دهد که بین بازده دارایی‌ها و حسابرسی، هیأت مدیره، آیین نامه و مقررات، سطح تحصیلات هیأت مدیره، سهام‌دار کردن مدیر عامل و هیأت مدیره، ساختار مالکیت، سن الزامی‌بازنشستگی اعضای هیأت مدیره واستقلال شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. اما تنها شاخص‌های هیأت مدیره، ساختار مالکیت، سطح تحصیلات هیأت مدیره، سهام‌دار کردن مدیر عامل و هیأت مدیره و سن الزامی‌بازنشستگی اعضای هیأت مدیره دارای رابطه‌ی مستقیمی‌با بازده دارایی‌ها می‌باشند. بن و همکاران[۲۰] به این نتیجه رسیدند که تعداد اعضای هیأت مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر گذار است. نتایج تحقیق فانگ مان یو[۲۱] (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که بین مالکیت خارجی و نسبت فروش به دارایی رابطه‌ی مستقیم معنادار وجود دارد ولی بین سایر متغیرهای مستقل، یعنی مالکیت داخلی، مالکیت دولتی، تمرکز مالکیت و ترکیب هیأت مدیره با متغیر وابسته رابطه معناداری وجود ندارد. آبه دی جونگ[۲۲] و همکاران (۲۰۰۲) دریافتند که متوسط تعداد اعضای هیأت مدیره و درصد اعضای غیر موظف در شرکت‌های بلژیکی بیشتر از دو کشور انگلستان و هلند است. آنها همچنین به این نتیجه رسیدند که ارتباط شاخص‌های عملکرد با معیارهای حاکمیت شرکتی در کشورها متفاوت است. فوزبرگ[۲۳] (۱۹۸۹)، دریافت که بین میزان حضور اعضای غیر موظف و متغیرهای عملکرد؛ چون فروش، تعداد کارکنان و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. هرمالین[۲۴] و ویزباچ[۲۵] (۱۹۹۱) و باگات[۲۶] و بلاک[۲۷] (۲۰۰۲) نیز؛ مانند فوزبرگ، به نتایج مشابهی در ارتباط با رابطه‌ی بین درصد حضور اعضای غیرموظف و متغیرهای عملکرد دست یافتند. در حالی که بر خلاف تحقیق‌های فوزبرگ، در تحقیق‌های باتلر[۲۸] و بایسینگر[۲۹] (۱۹۸۵) و روزنشن[۳۰] و ویات[۳۱] (۱۹۹۰) رابطه‌ی معناداری بین درصد حضور اعضای غیر موظف و متغیرهای عملکرد Q توبین، بازده دارائی، گردش دارایی و بازده سهام یافت نشد. یرمارک[۳۲] (۱۹۹۶) در تحقیق‌های خود (۱۹۹۶) به یک رابطه‌ی معکوس بین اندازه‌ی هیأت مدیره و سود آوری، مطلوبیت دارایی و ارزش شرکت دست یافت. او همچنین نشان می‌دهد، هنگامی‌که مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره از هم جدا باشد ارزش شرکت افزایش می‌یابد. یکی از عوامل تناقض در نتایج تحقیقات می‌تواند گوناگونی بافت فرهنگی، حقوقی، اجتماعی، اقتصادی سایر کشورها باشد و از آنجا که حاکمیت شرکتی یک نظام بین رشته‌ای است و ارتباط دهنده‌ی علوم اقتصاد، حقوق، مالی‌وحسابداری می‌باشد، در نتیجه تناقض در نتایج نیزطبیعی به نظر می‌آید.

Archive of SID

www.SID.ir

۴. روش شناسی تحقیق

۱. ۴. فرضیه‌های تحقیق

۱. ۱. ۴. فرضیه‌ی اول: بین ترکیب اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. ترکیب هیات مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین کننده‌ی قدرت هیات مدیره است. لذا، ترکیب هیات مدیره، عامل مهمی‌در تبیین توانایی اعضای بـرای انجـام وظـایف و کمک به عملکرد شرکت می‌باشد. (زهرا و پیرس، ۱۹۸۹) یکی از اصول مهم حاکمیت شرکتی، هیات مدیره‌ی شرکت است. هیات مدیره، با استفاده از قدرت قانونی خود از طریق استخدام، اخراج و جبران گروه‌های مدیریت سازمان، مقدمات کنترل مدیریت را فراهم می‌سازد.

میلیگرام[۳۳] (۱۹۷۴) نشان داد که انسان اشتیاق ذاتی به اطاعت از قدرت دارد. او اعتقاد دارد که اطاعت غیر ارادی افراد؛ مانند مدیران اجرایی شرکت که از قدرت قانونی برخوردار می‌باشند، جزء ذات انسان است. این واکنش غیر ارادی، اعضای هیات مدیره را به فرمانبرداری از مدیر عامل وا می‌دارد و چون با مفاهیم اخلاقی؛ همچون وفاداری، اعتماد و تعهد در ارتباط است، غلبه برآن مشکل خواهد بود. او پیشنهاد می‌کند که اعضای مستقل، اعضای غیرموظف هیات مدیره‌ها و کمیته‌هایی که تمام اعضای آنها مستقل باشند، به رهایی هیات مدیره از اطاعت غیر ارادی کمک می‌کنند. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره‌ی شرکت‌ها، به کاهش تعارض‌های منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند. چراکه مدیران غیر موظف با داشتن رأی مستقل، نقش نظارتی را ایفا می‌نمایند.

با توجه به مطالب ارایه شده یکی از فرضیه‌های این مقاله، سعی در تبیین رابطه‌ی بین ترکیب هیات مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و شاخص‌های مختلف عملکرد مالی شرکت می‌باشد.

۲. ۱. ۴. فرضیه‌ی دوم: بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، رابطه‌ی معناداری وجود دارد. یکی دیگر از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی نقش صاحب‌نفع‌ها؛ از جمله سهامداران شرکت می‌باشد. اعمال کنترل و نظارت از سوی سهامداران به ویژه، سهامدارانی که به طور مستقیم عضو هیات مدیره دارند، بالقوه به عنوان یک ابزار نظارتی جهت بهبود عملکرد مورد توجه قرار دارد. انتظار می‌رود هرچه قدرت سهامداران برای نظارت بر فرآیند شرکت وگزارشگری مالی بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز بهبود یابد. مالکیت صاحب‌نفع‌ها در قالب میزان توانایی آنها بر اعمال کنترل منابع اقتصادی شرکت، تغییر مدیران ناکارآمد و نظارت بر مدیران شرکت منعکس می‌شود.

تمرکز مالکیت از یک طرف، باعث هم سو کردن منافع مدیران و منافع گروه سهامداران گردیده و از طرف دیگر، موجب دسترسی سهامداران پرقدرت به اطلاعات محرمانه وایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران پرقدرت و سایر سهامدارن می‌شود.

بر اساس دیدگاه تئوری صاحب‌نفع‌ها، قدرت مدیران تابعی از میزان مالکیت آنها در شرکت می‌باشد. تحقیق‌های اخیر نشان داده است، مالکان بزرگ و قدرتمند در یک شرکت نیرویی برای

Archive of SID

www.SID.ir

حداکثر سازی ثروت دارایی‌های سهام‌داران می‌باشد. مشارکت دادن صاحب‌نفع‌های شرکت در ساختار مالکیت باعث می‌گردد که آنها اهمیت بیشتری برای روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل شوند و درنتیجه عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت.

در این مقاله، سهم شناور به عنوان شاخصی است که ساختار مالکیت را از لحاظ تمرکز مالکیت تبیین می‌کند. به نظر می‌رسد هرچه درصد سهم شناور آزاد بیشتر باشد، تقارن اطلاعاتی بیشتر و توزیع مالکیت کمتر می‌شود و در نتیجه منافع سایر سهام‌داران به هم نزدیک شده و منجر به توزیع عادلانه‌ی حقوق و بهبود عملکرد می‌گردد. لذا، رابطه‌ی بین ساختار مالکیت به عنوان یکی از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی در فرضیه‌ی دوم بررسی می‌شود.

۳. ۱. ۴. فرضیه‌ی سوم: بین شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. یکی دیگر از مهمترین ابعاد حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات و شفافیت مالی است. افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی؛ از جمله ارایه‌ی پیش‌بینی‌های به موقع و دقیق سود، مساله نمایندگی را با پر کردن شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهام‌داران تعدیل می‌نماید. پیش بینی‌های دقیق و به موقع، موجب بهبود تصمیم‌گیری استفاده کنندگان از گزارش‌های حسابداری می‌شود. افشای مالی ضعیف، موجب گمراه شدن سهام‌داران می‌شود و اثر نامطلوبی بر ثروت آنان دارد. تجزیه و تحلیل نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهام‌داران شرکت، با کاهش تعداد سرمایه گذران و پایین آمدن قدرت نقدشوندگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معامله‌ها و به طور کلی با کاهش منافع اجتماعی از محل این داد و ستدها رابطه‌ی مستقیم دارد.

اطلاع رسانی می‌تواند تقارن اطلاعاتی را تقویت کند و در نتیجه کنترل و نظارت بر شرکت بیشتر شده و کنترل و بهبود عملکرد تسهیل می‌گردد. عملکرد شرکت‌ها، متأثر از قراردادهای رسمی‌و معامله‌ها می‌باشد، در نتیجه اطلاع صاحب‌نفع‌ها از قراردادها موجب می‌شود، افزایش اطلاعات و اطمینان آنان نسبت به شرکت افزایش یابد و به دنبال آن عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت.

۵. متغیرهای تحقیق

۱. ۵. متغیر وابسته

در این مقاله، عملکرد به عنوان متغیر وابسته‌ی تحقیق در نظر گرفته شده است. معیارها و شاخص‌های تبیین کننده عملکرد مالی شرکت عبارت است از:

۱. ۱. ۵. رشد درآمد: معادله‌ی محاسباتی رشد درآمد نمونه‌ها عبارت است از:

رشد درآمد سال t = [درآمد سال t − (درآمد سال t-۱)] / درآمد سال t-۱

با توجه به اینکه دوره‌ی تحقیق سه سال می‌باشد، رشد درآمد، جهت محاسبه‌ی عملکرد به صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

۲. ۱. ۵. رشد سود عملیاتی: معادله‌ی محاسباتی رشد سود عملیاتی نمونه‌ها عبارت است از:

Archive of SID

www.SID.ir

سود عملیاتی سال t-۱ / [(سود عملیاتی سال t-۱) − سود عملیاتی سال t]= رشد سود عملیاتی سال t

با توجه به اینکه دوره‌ی تحقیق سه سال می‌باشد، رشد سود عملیاتی جهت محاسبه‌ی عملکرد بـه صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

۳. ۱. ۵. رشد سود خالص: معادله‌ی محاسباتی رشد سود خالص نمونه‌ها عبارت است از:

سود خالص سال t-۱ / [(سود خالص سال t-۱) − سود خالص سال t] = رشد سود خالص سال t

با توجه به اینکه دوره‌ی تحقیق سه سال می‌باشد، رشد سود خالص جهت محاسبه‌ی عملکـرد بـه صورت میانگین هندسی محاسبه شده است.

۴. ۱. ۵. بازده دارایی‌ها[۳۴]: بازده مجموع دارایی‌ها (ROA)، از طریق رابطه‌ی زیـر محاسـبه شـده است:

ROA = مجموع دارایی‌ها در پایان دوره‌ی مالی / سود عملیاتی دوره‌ی مالی

ROA هر شرکت جهت محاسبه‌ی عملکرد، میانگین حسابی بازده مجموع دارایـی‌هـای محاسـبه شده طی سه سال ۸۲ و ۸۳ و ۸۴ می‌باشد.

۵. ۱. ۵. بازده حقوق صاحبان سهام[۳۵]: بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) از طریق رابطه‌ی زیر محاسبه شده است:

ROE = حقوق صاحبان سهام در پایان دوره‌ی مالی / سود خالص دوره‌ی مالی پس از کسر مالیات

ROE هر شرکت جهت محاسبه‌ی متغیر عملکرد، میانگین حسابی بازده حقـوق صـاحبان سـهام محاسبه شده طی سه سال ۸۲ و ۸۳ و ۸۴ می‌باشد.

پس از محاسبه متغیرهای مذکور، شرکت‌های نمونه را بر اساس هر متغیر رتبه بندی مـی‌نمـاییم. بدین ترتیب، هر نمونه دارای پنج رتبه بر اساس رشد درآمد، رشد سـود عملیـاتی، رشـد سـود خـالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام می‌باشد. سپس رتبه‌های مذکور را جهت محاسبه شـاخص عملکرد به صورت زیر با یکدیگر جمع می‌نماییم:

$$\text{رتبه‌ی عملکرد} = \frac{۱}{\text{رتبه‌ی ROE}} + \frac{۱}{\text{رتبه‌ی ROA}} + \frac{۱}{\text{رتبه‌ی رشد سود خالص}} + \frac{۱}{\text{رتبه‌ی رشد سود عملیاتی}} + \frac{۱}{\text{رتبه‌ی رشد درآمد}}$$

اعداد حاصل را مجدداً رتبه بندی کرده تا رتبه‌ی کلی عملکرد هر نمونه حاصل شود.

۶. متغیرهای مستقل

۱. ۶. ترکیب اعضای هیات مدیره

در این تحقیق، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره بر کل اعضا، شاخص ترکیـب هیـات مـدیره می‌باشد. عضو غیر موظف[۳۵] هیات مدیره، عضو پاره وقت هیات مدیره است کـه از شـرکت حقـوق ثابـت ماهانه یا سالانه دریافت نمی‌کند. از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف در زمان مجمع عـادی سـالیانه بـه تعداد کل اعضای هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره به دسـت مـی‌آیـد. بـا توجـه بـه

Archive of SID

www.SID.ir

دوره‌ی تحقیق، این نسبت در طول سه مقطع زمانی محاسبه شده است. سپس، میانگین حسابی سه مقطع محاسبه گردیده است.

۲. ۶. ساختار مالکیت

سهم شناور آزاد[۳۷] به عنوان شاخص ساختار مالکیت از لحاظ تمرکز مالکیت می‌باشد. سهم شناور آزاد، تعداد سهمی‌است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد، یعنی در مالکیت کسانی است که آماده اند در صورت دریافت پیشنهاد مناسب، آن را بفروشند. در حقیقت درصد سهم شناور آزاد درصد سهامی‌است که در اختیار سهام‌دار راهبردی[۳۸] نباشد. اطلاعات مربوط به درصد سهم شناور آزاد از اطلاعیه‌های سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج گردیده است. سازمان بورس اوراق بهادار در هر سال در چهار مقطع زمانی اقدام به انتشار اطلاعیه‌ی مربوط به سهم شناور آزاد شرکت‌های پذیرفته می‌کند. آخرین اطلاعیه‌ی مربوط به هر سال جهت انتخاب درصد سهم شناور نمونه‌ها در نظر گرفته شده است. با توجه به دوره‌ی تحقیق (سه سال)، متوسط درصد سهم شناور آزاد در سه سال، به عنوان درصد سهم شناور آزاد در نظر گرفته شده است.

۳. ۶. افشای اطلاعات

جهت اندازه گیری و رتبه بندی شرکت‌ها از لحاظ اطلاع رسانی، از مراحلی که سازمان بورس اوراق بهادار تهران با توجه به ماده‌ی پنجم آیین‌نامه‌ی افشای اطلاعات جهت رتبه‌بندی شرکت‌ها از لحاظ اطلاع رسانی ارایه می‌دهد، استفاده شده است. برای امتیاز دهی و در نهایت رتبه بندی شرکت‌ها از لحاظ اطلاع رسانی و شفافیت اطلاعات، از دو عامل سرعت اطلاع رسانی و دقت اطلاع رسانی به شرح زیراستفاده شده است.

طبق مقررات بورس اوراق بهادار، اطلاعات مورد نیاز شرکت‌های تولیدی مشتمل بر، پیش بینی درآمد هر سهم شامل پیش بینی ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه و اطلاعات میان دوره‌ای صورتهای مالی شامل ۳، ۶، ۹، ۱۲ ماهه حسابرسی نشده و ۶ ماهه حسابرسی شده می‌باشد. بر اساس آیین نامه‌ی موجود، اطلاع رسانی جهت اطلاعات میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده ۳، ۶ و ۹ ماهه ۳۰ روز و اطلاعات میان‌دوره‌ای ۶ ماهه‌ی حسابرسی شده و ۱۲ ماهه‌ی حسابرسی نشده ۴۵ روز می‌باشد. (دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان بورس، ۱۳۸۴)

امتیازات بر اساس تأخیر در اطلاع رسانی به صورت زیر در نظر گرفته می‌شود:

تأخیر در اطلاع رسانی($\mathbf{X}$)	امتیاز اکتسابی (کسب شده)
انعکاس امتیاز در مهلت قانونی	۱۰۰
$۰<\mathbf{X}\leq ۱۵$	۹۰
$۱۵<\mathbf{X}\leq ۳۰$	۸۰
$۳۰<\mathbf{X}\leq ۴۵$	۶۰
$۴۵<\mathbf{X}\leq ۶۰$	۴۰
$\mathbf{X}>۶۰$	۲۰

Archive of SID

www.SID.ir

علاوه بر امتیاز داده شده، ضریب‌های اهمیت بر اساس دستور العملی که سازمان جهت محاسـبه‌ی رتبه اطلاع رسانی از آن استفاده می‌کند، به شرح زیر می‌باشد:

- ضریب اهمیت پیش بینی درآمد هر سهم برابر است با ۱
- ضریب اهمیت اطلاعات میان‌دوره‌ای حسابرسی شده برابر است با ٪۷۵
- ضریب اهمیت اطلاعات میان‌دوره‌ای حسابرسی نشده برابر است با ۱

همان‌طور که مشخص است پیش بینی درآمد هر سهم و اطلاعات میـان‌دوره‌ای حـسابرسی شـده، دارای اهمیت بیشتری هستند.

ویژگی دقت در اطلاع رسانی، قابلیت اتکای اطلاعات را نشان می‌دهد. برای محاسبه، ابتدا میانگین درصد تفاوت پیش بینی درآمد هر سهم در طول سال با درآمد واقعی هر سهم محاسبه می‌گردد، سپس عدد به دست آمده از ۱۰۰ کسر شده و امتیاز مرتبط با دقت اطلاع رسانی، به دست می‌آید. بـه عبـارت دیگر:

میانگین درصد تفاوت پیش‌بینی درآمد هرسهم درطول سال، بادرآمد واقعی هر سهم - ۱۰۰ = دقت اطلاع رسانی

با توجه به دو عامل سرعت اطلاع رسانی و دقت اطـلاع رسـانی، امتیازهـا بـه صـورت زیـر تعـدیل می‌گردند:

اگر y را امتیاز دقت اطلاع رسانی در نظر بگیریم آنگاه:

اگر ٪۷۵ < y آنگاه امتیاز اطلاع رسانی شرکت همان امتیاز اکتسابی در سرعت اطلاع رسانی می‌باشد.

اگر ٪۷۵ ≥ y >٪۵۰ آنگاه امتیاز اولیه ×٪۷۵

اگر ٪۵۰ ≥ y >٪۲۵ آنگاه امتیاز اولیه ×٪۵۰

اگر ٪۲۵ ≥ y آنگاه امتیاز اولیه × ٪۲۵

۷. متغیرهای کنترلی

طبق تحقیق‌های انجام شده، اندازه‌ی شرکت و اهرم مالی شـرکت بـه عنـوان متغیرهـای کنترلـی جهت کنترل سایر عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت، در نظر گرفته شده است.

۱. ۷. اندازه‌ی شرکت

در این تحقیق، مجموع دارایی‌های شرکت در تاریخ پایان دوره‌ی مالی بـه عنـوان شـاخص انـدازه شرکت در نظر گرفته شده است. جهت محاسبه و بررسی رابطـه‌ی متغیـر کنترلـی بـا متغیـر وابـسته و مستقل، از میانگین حسابی اندازه‌ی شرکت طی سه سال استفاده شده است.

۲. ۷. اهرم مالی

نشان دهنده‌ی میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه‌ی شرکت است کـه از طریـق تقـسیم کل بدهی‌ها در پایان دوره مالی هر سال، به حقوق صاحبان سهام در پایان دوره‌ی مالی همان سـال بـه دست می‌آید. سپس، از میانگین حسابی اهرمهای مالی سه سال جهت بررسی رابطه‌ی متغیر کنترلی بـا

Archive of SID

www.SID.ir

متغیر وابسته و مستقل استفاده می‌نماییم.

۸. جامعه و نمونه

در این پژوهش، جامعه‌ی آماری کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. قلمرو زمانی تحقیق نیز دوره‌ی سه ساله از ابتدای سال۱۳۸۲ تا ۱۳۸۴ می‌باشد. در ابتدا، کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به عنوان نمونه‌ی انتخاب، سپس شرکت‌هایی که حداقل یکی از موارد زیر در مورد آنها صادق باشد از نمونه حذف شده است:

۱. از سال ۱۳۸۱ به بعد، در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۲. طی سال‌های مالی ذکر شده، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشد.

۳. شرکت‌هایی که دوره‌ی مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه نباشد، به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه از نمونه حذف شده است.

۴. بانک‌ها و موسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت‌های مادر و شرکت‌های لیزینگ).

۵. داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرها در مورد آنها در دسترس نباشد.

با توجه به این موارد، ۷۷ شرکت در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۲ به عنوان نمونه تعیین شد. از آنجایی که این تحقیق سعی در تبیین رابطه‌ی همبستگی بین ابعاد نظام حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت دارد، به همین علت از مدلهای همبستگی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده می‌نماییم. با توجه به رتبه‌ای بودن داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ی صفر (استقلال دو متغیر مستقل و وابسته)، از روش آماری ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن (که یک روش ناپارامتریک است) استفاده شده است و جهت سنجش تأثیر متغیرهای کنترلی بر روابط نیز از آزمون استقلال کای دو، بهره گرفته شده است.

۹. آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌ی اصلی پژوهش، بررسی رابطه‌ی بین ابعاد حاکمتی شرکتی و عملکرد شرکت می‌باشد. فرضیه‌ی اصلی به سه فرضیه‌ی فرعی تقسیم و با استفاده از ضریب همبستگی رتبه‌ای آزمون شده است.

۱. ۹. ترکیب اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت

جهت تبیین ترکیب هیات مدیره، از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ی مربوط، عملکرد به عنوان متغیر وابسته و ترکیب اعضای هیات مدیره‌ی متغیر مستقل می‌باشد. سطح معناداری مورد قبول برای آزمون ۵ درصد در نظر گرفته شده است. فرض H_0 به معنای عدم همبستگی متغیر وابسته و مستقل و H_1 به معنای همبستگی دو متغیر ذکر شده می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری (۰/۳۳۴) بیشتر از سطح معناداری مورد قبول (۰/۰۵)

Archive of SID

www.SID.ir

می‌باشد، فرضیه H_0 را نمی‌توان مردود دانست. نتیجه این‌که همبستگی معنـاداری در سـطح اطمینـان ۹۵ درصد، بین ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. بدین ترتیب، نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که نقش مدیران غیر موظف مطابق با تئوری نمایندگی نمی‌باشد، یعنی به عنوان یک عامل حل تضاد بین سهام‌داران و مدیران نمی‌باشد و توانایی این ابزار نظارتی در بهبـود عملکـرد شـرکت، ضـعیف است.

۲. ۹. ساختار مالکیت و عملکرد شرکت

درصد سهام شناور آزاد به عنوان معیار ساختار مالکیت (متغیر مستقل) و عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. با توجه به اینکه سطح معناداری (۰/۱۶۸) بیشتر از سطح معناداری مـورد قبـول (۵ درصد) می‌باشد، فرضیه‌ی H_0 رد نمی‌شود. لذا، می‌توان اظهار داشت در سطح اطمینـان ۹۵ درصـد بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت، همبستگی معناداری وجود ندارد.

۳. ۹. افشای اطلاعات و عملکرد شرکت

فرض H_0 به معنای عدم همبستگی بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت می‌باشـد. بـا توجـه بـه اینکه سطح معناداری ۰/۰۱۴ کمتر از سطح معناداری مورد قبول (۵ درصد) می‌باشـد، فـرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌گردد. نتیجه این که، می‌توان اظهار داشت بین افشای اطلاعـات و عملکـرد شـرکت همبستگی وجود دارد.

جدول ۱. خلاصه‌ی نتایج آزمون فرضیه‌ها[۳۹]

فرضیه‌ها	ضریب	سطح	تعداد	سطح معناداری	نتیجه‌ی آماری
فرضیه‌ی اول	۰/۱۱۲	۰/۳۳۴	۷۷	۰/۰۵	عدم پذیرش فرضیه‌ی
فرضیه‌ی دوم	۰/۱۵۹	۰/۱۶۸	۷۷	۰/۰۵	عدم پذیرش فرضیه‌ی
فرضیه‌ی سوم	۰/۲۷۹	۰/۰۱۴	۷۷	۰/۰۵	پذیرش فرضیه‌ی تحقیق

۱۰. تجزیه و تحلیل چند متغیری

علاوه بر تحلیل‌های گذشته، با در نظر گرفتن متغیرهـای کنترلـی، روابـط بـین متغیـر مـستقل و وابسته مورد بررسـی قـرار گرفتـه اسـت. متغیـرهـای کنترلـی؛ شـامل انـدازه‌ی شـرکت و اهـرم مـالی می‌باشد. شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه شرکت به سه دسته بزرگ، کوچـک و متوسـط و بـر اسـاس اهـرم مـالی بـه سـه دسـته بـالا، متوسـط و پـایین تقـسیم بنـدی شـده اسـت. شـاخص‌هـای متغیـرهـای مـستقل و وابـسته نیـز بـه گـروه‌هـای مختلـف تقـسیم بنـدی گردیـد. بـه طـوری کـه نمونه‌ها بر اساس شاخص عملکرد به سه گروه بزرگ، متوسط و کوچک و بر اساس نسبت اعـضای غیـر موظف به کل اعضا، به دو گروه بیشتر از پنجاه درصد و کمتر از پنجاه درصد و بر اساس رتبه‌ی شفافیت اطلاعات به سه گروه خوب، متوسط و ضعیف و بر اساس شاخص سهام شناور آزاد به چهار گروه تقسیم

Archive of SID

www.SID.ir

بندی گردید. سپس، برای متغیرعملکرد و متغیرهای مستقل جدول توافقی تشکیل شد و با آزمون کای دو استقلال متغیرهای وابسته و مستقل بر اساس اندازه و اهرم مالی شرکت آزمون گردیده است. نتایج آزمون نشان می‌دهد، فرضیه‌ی صفر تنها در مورد رابطه‌ی بین عملکرد و افشای اطلاعات با ضریب معناداری ۰/۰۴۹ در شرکت‌های متوسط رد می‌شود.

۱۱. نتیجه‌گیری

این تحقیق، به بررسی عملکرد و اجزای ساختار حاکمیت شرکتی؛ از جمله ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد، بین ترکیب هیات مدیره و عملکرد، رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. به نظر می‌زسد دلایل احتمالی رد فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر باشد:

۱. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیات مدیره چند شرکت، ممکن است باعث کاهش اثر بخشی آنها شود . مورک و همکاران (۱۹۸۸) بیان می‌کنند، نظارت بر مدیریت ارشد نیازمند تلاش فراوان و اختصاص زمان کافی است. هر چه تعداد شرکت‌هایی که یک مدیر عضو هیات مدیره آن است بیشتر باشد، مدت زمانی که وی می‌تواند برای نظارت به هر شرکت اختصاص دهد، کاهش می‌یابد.

۲. سطح تجربه و تحصیلات و مدت زمان مدیریت افراد متفاوت است. تجربه، تخصص، دانش و پیشینه‌ی کاری مدیران اجرایی شرکت و آشنایی بیشتر آنها به امور داخلی شرکت می‌تواند استقلال کمتر اعضا را جبران کند. مدیران غیرموظف ممکن است، دانش و تخصص مورد نیاز به خصوص دانش مالی را نداشته باشند و همین امر ممکن است آنها را در جلوگیری ازمواردی؛ مثل بی‌نظمی‌ها، اشتباه‌ها و تقلب، ناکارآمد سازد.

به نظر می‌رسد، حضور اعضای غیرموظف در هیات مدیره به تنهایی کافی نبوده و ممکن است توجه به سایر ویژگیهای اعضای هیات مدیره، اعم از تجربه‌ی اعضای، سطح تحصیلات، آشنایی کافی با فرایند عملیات شرکت، مناسب‌تر باشد.

همچنین نتایج نشان می‌دهد، بین عملکرد و ساختار مالکیت رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. در ایران، بسیاری از شرکت‌ها ساختار دولتی یا شبه دولتی دارند. به نظر می‌رسد این امر موجب شده تا با وجود تمایل به ساختار غیر متمرکز مالکیت و سهام شناور آزاد، عملکرد شرکت‌ها در تحت تأثیر ساختار مالکیت قرار نگیرد.

با توجه به وجود رابطه‌ی بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت در پژوهش حاضر به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، می‌توان به این مهم متذکر شد که سرعت و دقت اطلاع رسانی در جهت بهبود عملکرد می‌تواند مؤثر باشد. پیش بینی عملکرد شرکت‌ها از طریق تحلیل گران مالی می‌تواند این امر را تسهیل کند.

Archive of SID

www.SID.ir

یادداشت‌ها

1. Agency Problem
2. Enron
3. Worldcom
4. Adelphi
5. Corporate Governance
6. Cadbaury
7. Dey
8. Sarbans - Oxely
9. Higgs
10. Smith
11. Organization for economic co-operation and development (OECD)
12. Ross
13. Principal
14. Agent
15. Alexander von Nandelstadh
16. Matts Rosenberg
17. Allan Chang Aik leng
18. Lawrence D. Brown
19. Morcus D. Caylor
20. Bonn et al
21. Fung Man Yau
22. Abe de Jong et al
23. Fosberg
24. Hermalin
25. Weisbach
26. Bhagat
27. Black
28. Butler
29. Baysinger
30. Rosentein
31. Wyatt
32. Yermark
33. Milligram
34. Return on Asset(ROA)
35. Return on Equity (ROE)
36. Non executive directors(Outsider directors)
37. Free float stock
38. Strategic owner

۳۹. برای بسط بهتر نتایج، رابطه‌ی شاخص‌های متغیر عملکرد، یعنی رشد در آمد، رشد سـود عملیـاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام به طور انفرادی با متغیرهای مستقل مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج(گزارش نشده) نشان می‌دهد که از میان شاخص‌های عملکرد تنهـا بـازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام، با سطح افشای اطلاعات رابطه‌ی معنادار و مستقیم وجود دارد.

منابع

الف. فارسی

حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). ***مفاهیم حاکمیت شرکتی.*** **ماهنامه حسابدار**، ۱۶۷، دی.

سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۶). **دستور العمل اجرایی افشای اطلاعات شرکت‌های ثبت شده نزد سازمان.**

ب. انگلیسی

Abe de Jong, et al, (2002). *International Corporate Governance and Firm Performance:an Empirical Analysis.* **Journal of Financial Economics.** 41, 173-202.

Archive of SID

www.SID.ir

Alexander Von Nandelstadh and Matts Rosenberg, (2003). *Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance:Evidence from Finland.* Working Paper, **Swedish School of Economics and Business Administration**, Helsinki, Finland, December 5.

Allan Chang Aik Leng, (2004). *The Impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Componies.* **Asean Economic Bulletin**, Dec; 21, 3; ABI/INFORM GLOBAL, pg.308

Baysinger, Barry, D. and Henry Butler. N. (1985). *Corporate Governance and Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition*. **Journal of Law, Economics and Organization,** 1 (spring), 101-124.

Berle, A. and Means, G. (1932). **Modern Corporateion and Private Property.** NewYork: Macmillan.

Bhagat, Sanjai and Bernard Black. (1999). The *Uncertain Relationship between Board Composition and Firm Performance.* in **Business Lawyer,** 54, 921-963.

Bolbola, A. A., Ayton Fatheldin, Mohammad M. Omran. (2002). **Ownership Structure, Firm Performance, and Corporate Governance: Evidence from Selected Arab Countries.** Economic Policy Institute, Arab Monetary Fund.

Copeland, Thomas, et al, (2005). *Finance* **Theory and Corporate Policy.** 4d. Ed, Bostan: PAW.

Forsberg, R. (1989). *Outside Directors and Managerial Monitoring*. **Akron Business and Economic Review.** 20 (Summer), 24-32.

Frost, Geoff, et al. (2000). **Accounting Theory.** Australia: John Wiley and Sons.

Fung Man Yau. (2003). *Corporate Governance and Performance: An Analysis of Listed Companies in China.* Thesis for the Degree of Doctor of Philosophy, **Department of Accountancy, Faculty of Business & Information System,** The Hong Kong Polytechnic University.

Hermalin, Benjamin E. and Weisbach, Michael S. (2003). *Boards of Directors as An Endogenously Determined Institution: a Survey of The Economic Literature.* **Economic Policy Review,** 1.

Higgs Report, (2003). Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors. **Department of Trade and Industry**, London

www.SID.ir

Jensen, Michael C. and William H. Meckling, (1976). *Theory of The Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure.* **Journal of Financial Economics,** 3, 305-360.

John, K., Senbet, Lemma W., (1998). *Corporate Governance and Board Effectiveness.* **Journal of Banking & Finance.** 22, 371-403.

Lawrence D. Brown, Marcus L. Caylor. (2004). *Corporate Governance and Firm Performance.* **Journal of Corporate Finance**, 9, 295-316.

Morck Randall. et al, (1988). *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis.* **Journal of Financial Economics,** 293-315.

Milgram, S. (1974). **Obedience to Autority: an Experimental View.** New York: Harper and Row.

Rosenstein, S. and Wyat, J. (1990). *Outside Directors: Board Independence and Shareholder Wealth.* **Journal of Financial Economics.** 26 (August), 175-191.

Yermark, D. (1996). *Higher Market Valuation for Firms with a Small Board of Directors.* **Journal of Financial Economics,** 1996 (40), 185-211.

Zahra, Shaker A. and Pearce, John A. (1989). *Boards of Directors and Corporate Governance Financial Performance: A Review and Integrative Model.* **Journal of Management.** 2, 291-334.

Archive of SID

www.SID.ir