Archive of SID

مجله مطالعات مالی
شماره هشتم
زمستان ۱۳۸۹

تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر حمیدرضا وکیلی‌فرد[۱]
لیدا باوندپور[۲]

تاریخ دریافت: ۸۹/۹/۲۵ تاریخ پذیرش: ۸۹/۱۱/۲۰

چکیده

هدف از انجام این تحقیق بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد می باشد. معیارهای حاکمیت شرکتی در این پژوهش شامل سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیر موظف هیئت مدیره و کیفیت اطلاعات مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد دو متغیر Qتوبین و رشد سود خالص می باشد. در این پژوهش نمونه ای مشتمل بر ۹۴ شرکت در دوره مالی ۵ ساله از سال مالی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ با توجه به در نظر گرفتن شرایط واحد برای کلیه شرکتهای نمونه از بورس اوراق بهادار تهران و با کمک روش آماری تحلیل پانلی فرضیه های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از این است که :

بین وجود سهامداران نهادی و با عملکرد شرکتها رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد، حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تاثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضای غیر موظف هیئت مدیره در ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکتها رابطه معنی‌دار و معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی رابطه‌ای با عملکرد شرکتها ندارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، سهامداران نهادی، اعضای غیر موظف هیئت مدیره، کیفیت اطلاعات مالی، شاخص Q توبین.

۱- استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.
۲ - دانش آموخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکتها، اندازه گیری عملکرد آنها می باشد. اندازه گیری عملکرد مالی شرکتها از آنجا که پایه بسیاری از تصمیم گیری ها در داخل و خارج از شرکت می باشد، دارای اهمیت است . تصمیم گیری مربوط به سرمایه گذارای ها، افزایش سرمایه شرکت‌ها، رابطه نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر، همگی مبتنی بر اندازه گیری عملکرد است .

پس از پیدایش مشکلات نمایندگی به جهت حفظ منافع عمومی می بایست اطلاعات مصون سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو می شد .لذا از مکانیسم های مختلفی در این خصوص استفاده شد مثل کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد چارچوب نظری و استانداردهای حسابداری، کنترل های داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیر اجرایی در هیئت مدیره، به کار گیری رویه های بلند مدت پاداش حتی قانون گذاری بوسیله دولت . با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده بلکه دارای پیچیدگی های بیشتری شد .علت آن شاید نبود مکانیسم هایی از راهبری شرکتی است که بتواند علاوه بر مطابقت بر تمام معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش ارزش شرکت منجر شود .حاکمیت شرکتی عاملی است که می تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شده و برخی سازوکارهای مختلف آن عبارتند از : سرمایه گذاران نهادی، مدیران غیر اجرایی، حسابرسی مستقل شرکت، کنترل های داخلی، کمیته حسابرسی، نظارت قانونی و...)

بر اساس یافته های دانشمندانی همچون بلک (۲۰۰۱)[۱۵] ،کلاپر و لاو (۲۰۰۳)[۱۶]، گامپرس، ایشیل و متریک (۲۰۰۳)[۱۷] و بینر و اسچیمد (۲۰۰۵)[۱۸] حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت ایفا می کند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد .

حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن شرکت‌های تجاری، نظارت و کنترل می‌شوند. حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت‌ها را بین شرکای مختلف در شرکت از قبیل هیئت مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان مشخص می کند و قوانین و

www.SID.ir

Archive of SID

رویه‌های تصمیم گیری در امور شرکتی را تعیین می نماید. با انجام این کار، ساختارهایی فراهم می شوند که از طریق آنها هدفهای شرکت تبیین و ابزار رسیدن به این هدف‌ها و نظارت بر عملکرد نیز فراهم می شوند .

اگر چه ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، نقش‌های مختلفی را در جهت اطمینان از موفقیت شرکت‌ها، بر عهده دارد، اما در نهایت تنها نقش پاسخگویی است که بر اقتصاد تجاری اثر می‌گذارد. وان دن برگه[19] ۲۰۰۱ بیان می کند که عملکرد، در نهایت نتیجه بسیاری از عوامل به هم پیوسته است که در آنها حاکمیت شرکتی تنها یک عنصر ممکن در مجموعه کلی محرک های عملکرد است طبق تحقیقات انجام شده اگر شرکتها در جهت بهبود و ارتقای وضعیت حاکمیت شرکتی تلاش کنند این موضوع تاثیر مثبتی بر عملکرد و ارزش شرکت می تواند داشته باشد . (Lindelof peter2005)

این مقاله به صورت تجربی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد .

پیشینه تحقیق

بررسی تحقیقات انجام شده پیشین نشان می دهد عملکرد آتی یک شرکت از ویژگی هایی غیر از مواردی که ماهیت مالی دارند، اثر می پذیرد. (zopounidis 1982) . در بسیاری از یافته های تجربی، رابطه بین عملکرد شرکت، متغیرهای ساختار مالکیت و نیز حاکمیت شرکتی با یافته های غیر شفاف و مبهم مورد بررسی قرار گرفته است .

مورک ،شیفلروویشنی[20] (۱۹۸۱) توجه خود را به رابطه ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای سهامی عام معطوف نموده‌اند. جامعه آماری ایشان ۳۷۱ شرکت که سنجش عملکرد مورد استفاده را Q توبین اختیار کرده و در زمینه مالکیت درصدی از سهام (حداقل ۲۰ ٪ از کل) متعلق به هیئت مدیره و مدیران ارشد است، را برگزیده اند، ایشان در رگرسیون خطی برقرار شده رابطه‌ای بین عملکرد و مالکیت مشاهده ننمودند .

www.SID.ir

Archive of SID

پیتر کلین و دانیل شاپیرو (دانشگاه سیمسون فریز) و خب یانگ (مدیر بخش پژو هش گروه اسمپیوس)[۲۱] در سال ۲۰۰۴ پژوهشی را با موضوع حاکمیت شرکتی، مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت در شرکتهای کانادایی انجام دادند. جامعه آماری ۲۶۳ شرکت کانادایی و استفاده از Q توبین برای بررسی اطلاعات بود. نتایج بدست آمده حاکی از آن بود که مدارکی دال بر تاثیر مثبت مستقل بودن اعضای هیئت مدیره و عملکرد پیدا نشد .

بنابراین اعمال حاکمیت شرکتی خوب با هر نوع ساختار مالکیت منجر به بهبود عملکرد شده و در جهت تامین منابع سهامداران می باشد .

فاسبرگ [۲۲](۱۹۹۰) هیچ گونه رابطه ای را بین نسبت مدیران غیرموظف و معیارهای مختلف عملکرد پیدا نکرد. امابالتر و باسینگر[۲۳] (۱۹۹۱) ارتباط مثبتی را بین نسبت مدیران غیرموظف (یک شاخص برای استقلال هیئت مدیره) و عملکرد شرکت پیدا کرد.

پتسما وهمکاران [۲۴] در سال ۱۹۹۹ ،رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و تیم ارشد مدیریت و عملکرد شرکت را در نمونه ای متشکل از ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس آمستردام مورد بررسی قرار دادند.

نتیجه حاصل ازآزمون فرضیه ها روشن ساخت که حضور اعضای غیرموظف تاثیرمعناداری بر عملکرد شرکت ندارد.

کلز و همکاران [۲۵] در سال ۲۰۰۲ رابطه بین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را بر عملکرد مورد بررسی قرار دادند.آنان با انتخاب ۱۴۴ شرکت از شرکت های آمریکائی به این نتیجه رسیدند که:

شرکت هائی که تعداد بیشتری از اعضای غیرموظف در هیئت مدیره به خدمت می گیرند نسبت به شرکت هائی که تعداد اعضای موظف آنها در هیئت مدیره بیشتر است عملکرد بهتری دارند.

دی هائن و همکاران[۲۶] در سال ۲۰۰۱ با انتخاب نمونه ای متشکل از ۱۲۲ شرکت و استفاده از تجزیه و تجلیل رگرسیون خطی، به بررسی رابطه بین عملکرد شرکت و ترکیب

www.SID.ir

Archive of SID

هیئت مدیره در شرکت های بلژیکی پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از این است که بین تعداد اعضای هیئت مدیره و عملکرد رابطه معنا داری وجود ندارد .

کلمن وبایکپی[۲۷] رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و دوگانگی هیات مدیره را با عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار غنا طی سالهای ۲۰۰۱ – ۱۹۹۰ مورد بررسی قرار دادند. نتیجه حاصل از تجزیه وتحلیل این مدل، وجود رابطه منفی ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکت و رابطه مثبت تفکیک نقشهای رئیس هیئت مدیره و مدیرعامل با عملکرد شرکت‌ها در غنا بود.

لائینگ و ویر[۲۸] در سال ۱۹۹۹،تحقیقی مبنی بر بررسی رابطه بین ساختار حاکمیت پیشنهاد شده توسط کدبری و عملکرد شرکت در بریتانیا ،به انجام رسانند.

فاسیو، و لاسفر[۲۹]، در سال ۲۰۰۰ رابطه ی بین مالکیت مدیریتی، ساختار هیئت مدیره و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نمونه ی تحقیق آنها ۱۶۵۰ شرکت غیر مالی از بورس اوراق بهادار لندن بود که طی دوره ی زمانی ۱۹۹۶ تا ۱۹۹۷ آزمون گردیدند. محققان به این نتیجه رسیدند که بین مالکیت، مدیریت و ارزش شرکت رابطه ای وجود ندارد و یا در صورت وجود بسیار ضعیف است.

یرماک[۳۰] (۲۰۰۴) با نمونه ای از ۴۵۲ شرکت در فاصله سالهای ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۳ نشان داد زمانیکه مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره دو فرد مجزا باشند،شرکت ارزش بیشتری دارد.

لارکر و هال تاوسن[۳۱] (۲۰۰۵) یافتند که اگر پست هیئت مدیره و مدیر عامل از هم جدا باشد، پاداش مدیر عامل کمتر است .ماتریک، ایشیلی و گامپرس[۳۲] (۲۰۰۳) با استفاده از داده های IRRC به این نتیجه رسیدند که شرکت هائی که کمتر حقوق سهامداران را رعایت می کنند ارزش شرکتی کمتری دارند وهمچنین بازده سهام آنها نیز پائین تر است .

ان کی چیدامباران [۳۳](۲۰۰۵) در پژوهشی تحت عنوان "آیا حاکمیت شرکتی بهتر موجب بهبود عملکرد شرکت می شود؟ " به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی وعملکرد

www.SID.ir

Archive of SID

پرداخته است در این پژوهش او به این نتیجه رسیده است که تغییر مثبت در عناصر حاکمیت شرکتی باعث بهبود عملکرد شرکت می شود.

رانگ ران (۲۰۰۴) در پایان‌نامه دکتری خود از مدل شبیه‌سازی شده برای بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر خط‌مشی و عملکرد شرکت برای شرکت‌های آسیای شرقی و اروپای غربی استفاده نمود.. بررسی‌های تجربی نشان داده‌اند که انتخاب رویه‌ها به هم وابسته بوده و دارای اثرات مثبت بهم پیوسته‌ای بر عملکرد شرکت می‌باشند.

فرضیه های تحقیق

فرضیه اول): بین نسبت سهامداران نهادی و عملکرد شرکتها رابطه معنی دار وجود دارد .

فرضیه دوم): بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکتها رابطه معنی دار وجود دارد .

فرضیه سوم): بین نسبت حضور اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد شرکتها رابطه معنی دار وجود دارد .

فرضیه چهارم): بین کیفیت اطلاعات مالی و عملکرد شرکتها رابطه معنی دار وجود دارد.

٤- متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

متغیر مستقل متغیری است که به گونه ای مثبت یا منفی بر متغیر وابسته تاثیر می گذارد. در این تحقیق حاکمیت شرکتی متغیر مستقل می باشد

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین می‌کنند. در این پژوهش از ساختار مالکیت شرکتها، ترکیب هیئت مدیره، و کیفیت اطلاعات مالی به عنوان بازیگران صفحه حاکمیت شرکتی استفاده شده که شامل متغیرهای: سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت (سهامداران عمده)، اعضای غیر موظف هیئت مدیره، و کیفیت اطلاعات مالی (اقلام تعهدی اختیاری) می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

- سهامداران نهادی:

در این پژوهش میزان مالکیت سهامداران نهادی در هر شرکت از طریق بررسی ساختار مالکیت شرکتها و جمع نمودن درصد مالکیت انواع مختلف سهامداران نهادی که در شرکت حضور دارند، محاسبه گردیده است.

-تمرکز مالکیت:

در این پژوهش تمرکز مالکیت به عنوان تعداد بلوکه عمده سهامداران به این صورت تعریف می شود ؛تعداد دارندگان سهام با مالکیت بیش از ۵ ٪ از کل سهام شرکت در هر یک از سال های مالی مورد نظر که به صورت اعداد صحیح تعریف شده است .

- اعضای غیر موظف هیئت مدیره:

در این پژوهش به صورت نسبت درصد اعضای غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره تعریف شده است .

- کیفیت اطلاعات مالی:

یک معیار مبتنی بر حسابداری که با استفاده از میزان اقلام تعهدی محاسبه می‌گردد. با استفاده از مدل تعدیل شده جونز[۳۴] و به صورت مقطعی (سال به سال) اقلام تعهدی اختیاری را اندازه گیری کرده و به عنوان شاخص کیفیت اطلاعات مالی به کار برده است.

مدل تعدیل شده جونز به شرح زیر می‌باشد:

1) $TA_{it}/A_{it-1}=\alpha_1(1/A_{it-1})+\alpha_2(\triangle REV_{it}-\triangle AR_{it})/A_{it-1}+\alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1})+\varepsilon_{it}$

2) $NDA_{it}=\alpha_1(1/A_{it-1})+\alpha_2(\triangle REV_{it}-\triangle AR_{it})/A_{it-1}+\alpha_3(PPE_{it}/A_{it-1})$

3) $DA_{it}=(TA_{it}/A_{it-1})-NDA_{it}$

REV_{it}، تغییرات در درآمد حاصل از فروش شرکت i بین سالهای t و t-1

AR_{it} تغییرات در حسابهای دریافتنی شرکت i بین سالهای t و t-1

PPE_{it} ارزش ناخالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات (داراییهای ثابت) شرکت i در سال t

TA_{it} معرف مجموع اقلام تعهدی، A_{it} مجموع دارایی‌ها،

NDA_{it} اقلام تعهدی غیر اختیاری، DA_{it} اقلام تعهدی اختیاری است.

$\alpha_3,\alpha_2,\alpha_1=$ پارامترهای برآورد کننده مختص شرکت.

www.SID.ir

Archive of SID

متغیر وابسته در این تحقیق عملکرد مالی شرکت می باشد .

شاخص های ارزیابی عملکرد در این تحقیق عبارت است از :

Q **توبین:** از طریق تقسیم ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارائیهای شرکت به دست می آید اگر شاخص محاسبه شده برای شرکت از عدد یک بیشتر باشد، انگیزه زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد. که در این پروهش به صورت زیر محاسبه شده است:

مجموع کل ارزش دفتری دارایی ها /(ارزش دفتری کل بدهیها +ارزش بازار شرکت)=TOBINS Q

رشد سود خالص: سود خالص به معنای سود پس از کسر مالیات در صورتحساب سود و زیان می باشد و برای به دست آوردن رشد سود خالص از معادله زیر استفاده می کنیم:

سود خالص / (سود خالص در سال (t-۱) – سود خالص در سال t) = رشد سود خالص در سال t

- متغیر کنترلی:

اندازه شرکت: در این پژوهش مجموع دارائیهای شرکت به عنوان معیار اندازه گیری اندازه شرکت در نظر گرفته شده است. جهت محاسبه و بررسی رابطه متغیر کنترلی با متغیر وابسته و مستقل از لگاریتم دارایی های هر سال مالی استفاده شده است .

اهرم مالی (نسبت اهرمی): اهرم مالی، نمایانگر میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت است که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

روش شناسی تحقیق

از آنجا که تحقیق حاضر بر روابط بین متغیر ها تمرکز دارد، به همین خاطر این تحقیق، توصیفی از نوع تحقیقات همبستگی و پس رویدادی می باشد. در این نوع پژوهش ها، هدف بررسی روابط موجود بین متغیر ها ست و داده‌ها از محیطی که به گونه ای طبیعی وجود داشته اند و یا از وقایع گذشته که بدون دخالت مستقیم پژوهشگر رخ داده است، جمع آوری و تجزیه و تحلیل می شود.

جامعه و نمونه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد . برای تعیین حجم نمونه ابتدا باید بررسی شود که اطلاعات این شرکت ها تا چه حد در دسترس می باشد . پس از بررسی های بعمل آمده در مورد انتخاب نمونه، در بهترین شرایط برای یک دوره ۵ ساله (۱۳۸۳– ۱۳۸۷)، ۹۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید . شرط اولیه برای انتخاب شرکتها موجود بودن اطلاعات صورتهای مالی قرار داده شد . در مرحله بعد شرایط زیر نیز اعمال گردیده است :

- پایان دوره مالی منتهی به ۱۲/۲۹ باشد .
- جزء شرکت های سرمایه گذاری نباشد .
- قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد .
- در دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی، تغییر فعالیت و توقف معاملات نداشته باشد .
- عدم زیان دهی شرکت در دوره مورد مطالعه

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

در تحقیق حاضر برای تدوین ادبیات و پیشینه تحقیق از روش کتابخانه ای استفاده می گردد . داده های مورد نیاز برای آزمون مدل به روش کتابخانه ای از بانک های اطلاعاتی ره آورد نوین و جمع آوری داده های مورد نیاز از آرشیو بورس اوراق بهادار تهران

www.SID.ir

Archive of SID

صورت پذیرفته است . تحقیق حاضر برای تجزیه و تحلیل داده ها از تجزیه و تحلیل پانلی استفاده می کند . مهمترین مزیت استفاده از داده های پانل کنترل نمودن ویژگی های نا همگن و در نظر گرفتن تک تک افراد، شرکتها، ایالات و کشورها می‌باشد. در حالی که مطالعات مقطعی و سری زمانی این نا همگنی را کنترل نمی کنند و با تخمین مدل با استفاده از این روش ها احتمال اریب بودن، نتایج می باشد . (Baltagi 1995,7) .

در این پژوهش از آزمون هاسمن برای تشخیص مدل با اثرات تصادفی و ثابت استفاده شده است همچنین پیش فرضهای رگرسیونی از جمله وجود نقاط پرت، توزیع نرمال برای متغیر وابسته، همسانی واریانس و عدم خود همبستگی با استفاده از آزمون‌های مناسب و یا نمودارها کنترل شده است.

مبنای استنباط از روی سطح معناداری یا P-value یا Significant Level بوده است بدین گونه که هر گاه مقدار احتمال یا سطح معناداری آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان رد می شود .

در این پژوهش برای آزمون نرمال بودن توزیع داده ها از آزمون کولموگروف اسمیرنف استفاده شده است . فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می‌شود.

$$\begin{cases} H_0: & \text{داده ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی می کند .} \\ H_1: & \text{داده‌ها برای متغیر وابسته از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند} \end{cases}$$

همان گونه که در جدول زیر مشاهده می شود، سطح معنی داری برای رشد سود خالص بیشتر از ۵ درصد است بنابراین در سالهای ذکر شده، متغیر یاد شده توزیع نرمالی دارند.

اما در مورد Q توبین سطح معناداری در تمام سالها کمتر از ۵ درصد بدست آمده است با تبدیل لگاریتمی، مقادیر سطح معنی دار بیشتر از ۵ درصد گردیده است . بنابراین لازم است در برآورد مدلها از تبدیل لگاریتمی به جای خود متغیر استفاده نمود .

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۱:آزمون کولموگروف - اسمیرنف

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	سال	N	Normal Parameters[a,b] Mean	Std. Deviation	Most Extreme Differences Absolute	Positive	Negative	Kolmogorov -Smirnov Z	Asy mp. Sig. (2-tailed)
tobins Q	83	94	2.749	5.266	.345	.339	-.345	3.342	.000
	84	94	2.191	4.010	.363	.343	-.363	3.516	.000
	85	94	1.931	3.167	.349	.345	-.349	3.382	.000
	86	94	1.662	1.771	.297	.289	-.297	2.882	.000
	87	94	1.286	1.047	.239	.234	-.239	2.314	.000
Ln(tobins Q)	83	94	.633	.662	.156	.156	-.149	.721	.676
	84	94	.455	.596	.172	.172	-.151	.808	.531
	85	94	.375	.561	.141	.129	-.141	.942	.337
	86	94	.307	.523	.143	.143	-.130	.811	.527
	87	93	.149	.414	.147	.147	-.107	.815	.520
G.NET ERNING	83	94	.061	.441	.120	.067	-.120	1.160	.136
	84	92	.103	.340	.079	.051	-.079	.760	.610
	85	92	.073	.378	.133	.086	-.133	1.278	.076
	86	91	.094	.378	.134	.084	-.134	1.275	.077
	87	92	.103	.441	.125	.075	-.125	1.201	.112

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

بررسی مدل اول (Q-tobin)

مدل به صورت زیر خواهد بود.

$$Ln(Q-tobin_{it}) = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 L/E_{it} + \beta_6 Ln(T.Assets)_{it} + \varepsilon_{it}$$

برچسب متغیر ها در این پژوهش به شرح زیر است.

نسبت سهامداران نهادی به کل سهامداران	بلوک عمده سهامداران	نسبت حضور اعضای غیر موظف هیات مدیره به کل اعضاء	کیفیت اطلاعات مالی
X1	X2	X3	X4

www.SID.ir

Archive of SID

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی‌داری مدل به صورت زیر است

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = ... = \beta_6 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \qquad i = 1,2,3,...,6 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1 : & \text{مدل معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

آزمون اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی

آزمون تصریح هاسمن یک آزمون کلاسیک برای آن است تا مشخص شود، آیا از مدل اثرات ثابت استفاده گردد، یا مدل اثرات تصادفی . سوال اصلی این آزمون آن است، آیا یک همبستگی معنی دار بین اثرات تصادفی مشاهده نشده اعضا و متغیرهای توضیحی وجود دارد ؟ اگر چنین همبستگی وجود نداشته باشد، پس مدل اثرات تصادفی می تواند قوی تر باشد . اگر این همبستگی وجود داشته باشد، مدل اثرات ثابت، بطور نا سازگاری برآورد میشود . در نتیجه مدل اثرات ثابت انتخاب می شود .

آزمون هاسمن برای مدل اول:

برای بررسی اینکه آیا مدل با اثرات ثابت مناسب است یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب است} \\ H_1 : & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب نیست} \end{cases}$$

مقدار احتمال برای آزمون کای – دو برابر با ۰/۰۰۰۰ است که حاکی از رد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان است یعنی مدل با اثرات ثابت مناسب است .

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۲: آزمون هاسمن برای مدل اول شاخص کیو توبین

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Pool: POOL1				
Test cross-section random effects				
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary	
0.000	6.000	75.593	Cross-section random	
Cross-section random effects test comparisons:				
Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.840	0.033	0.475	0.438	X1?
0.859	0.000	-0.009	-0.010	X2?
0.002	0.003	-0.154	-0.313	X3?
0.674	0.001	0.196	0.206	X4?
0.004	0.000	0.034	0.024	Z1?
0.000	0.001	-0.284	-0.460	Z2?
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: LY1?				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/27/08 Time: 02:45				
Sample: 1383 1387				
Included observations: 5				
Cross-sections included: 94				
Total pool (unbalanced) observations: 457				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.000	13.834	0.464	6.412	C
0.046	2.002	0.219	0.438	X1?
0.586	-0.546	0.019	-0.010	X2?
0.014	-2.479	0.126	-0.313	X3?
0.129	1.522	0.136	0.206	X4?
0.015	2.450	0.010	0.024	Z1?
0.000	-13.242	0.035	-0.460	Z2?
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
0.391	Mean dependent var		0.893	R-squared
0.579	S.D. dependent var		0.863	Adjusted R-squared
-0.052	Akaike info criterion		0.214	S.E. of regression
0.850	Schwarz criterion		16.397	Sum squared resid
0.303	Hannan-Quinn criter.		111.896	Log likelihood
1.260	Durbin-Watson stat		30.032	F-statistic
			0.000	Prob(F-statistic)

www.SID.ir

Archive of SID

مدل با اثرات ثابت برای مدل اول :

همانگونه که در بخش قبل مشخص گردید مدل با اثرات ثابت نسبت به اثرات تصادفی ترجیح داده می شود در ادامه مدل اثرات ثابت ارائه شده است.

در این مدل متغیرهای X_1, X_3 و متغیرهای کنترلی معنادارند همچنین اثرات ثابت برای هر شرکت برآورد شده است مدل برآوردی به شرح زیر است:

$$Ln(Q-tobin_{it}) = 6/4 + 0/44X_{1it} - 0/31X_{3it} + 0/02L/E - 0/46Ln(T.Assets)_{it}$$

جدول شماره ۳: مدل با اثرات ثابت مدل اول – کیو توبین

Dependent Variable: LY1?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 03/27/08 Time: 02:44				
Sample: 1383 1387				
Included observations: 5				
Cross-sections included: 94				
Total pool (unbalanced) observations: 457				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.000	13.834	0.464	6.412	C
0.046	2.002	0.219	0.438	X1?
0.586	-0.546	0.019	-0.010	X2?
0.014	-2.479	0.126	-0.313	X3?
0.129	1.522	0.136	0.206	X4?
0.015	2.450	0.010	0.024	Z1?
0.000	-13.242	0.035	-0.460	Z2?
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
0.391	Mean dependent var		0.893	R-squared
0.579	S.D. dependent var		0.863	Adjusted R-squared
-0.052	Akaike info criterion		0.214	S.E. of regression
0.850	Schwarz criterion		16.397	Sum squared resid
0.303	Hannan-Quinn criter.		111.896	Log likelihood
1.260	Durbin-Watson stat		30.032	F-statistic
			0.000	Prob(F-statistic)

www.SID.ir

Archive of SID

بررسی مدل دوم، (رشد سود خالص)

مدل به صورت زیر خواهد بود.

$$NPG_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 L/E_{it} + \beta_6 Ln(T.Assets)_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرض صفر و فرض مقابل برای معنی‌داری مدل به صورت زیر است.

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = ... = \beta_6 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \qquad i = 1,2,3,...,6 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1 : & \text{مدل معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

آزمون هاسمن برای مدل دوم: برای بررسی اینکه آیا مدل با اثرات ثابت مناسب است یا تصادفی از آزمون هاسمن استفاده میشود فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب است} \\ H_1 : & \text{مدل با اثرات تصادفی مناسب نیست} \end{cases}$$

www.SID.ir

Archive of SID

جدول شماره ۳: آزمون هاسمن برای مدل دوم – رشد سود خالص

Correlated Random Effects - Hausman Test				
Pool: POOL1				
Test cross-section random effects				
Prob.	Chi-Sq. d.f.	Chi-Sq. Statistic	Test Summary	
0.983	6.000	1.055	Cross-section random	
Cross-section random effects test comparisons:				
Prob.	Var(Diff.)	Random	Fixed	Variable
0.904	0.172	0.044	0.093	X1?
0.902	0.001	-0.002	0.002	X2?
0.929	0.048	0.072	0.052	X3?
0.810	0.032	0.246	0.203	X4?
0.369	0.000	-0.008	-0.022	Z1?
0.891	0.004	0.005	-0.004	Z2?
Cross-section random effects test equation:				
Dependent Variable: Y2?				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/27/08 Time: 02:43				
Sample: 1383 1387				
Included observations: 5				
Cross-sections included: 94				
Total pool (unbalanced) observations: 450				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.928	0.090	0.868	0.078	C
0.823	0.223	0.418	0.093	X1?
0.945	0.069	0.036	0.002	X2?
0.829	0.216	0.242	0.052	X3?
0.437	0.778	0.261	0.203	X4?
0.240	-1.177	0.018	-0.022	Z1?
0.952	-0.060	0.065	-0.004	Z2?
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
0.078	Mean dependent var		0.138	R-squared
0.389	S.D. dependent var		-0.106	Adjusted R-squared
1.242	Akaike info criterion		0.409	S.E. of regression
2.155	Schwarz criterion		58.494	Sum squared resid
1.602	Hannan-Quinn criter.		-179.451	Log likelihood
2.215	Durbin-Watson stat		0.565	F-statistic
			1.000	Prob(F-statistic)

www.SID.ir

Archive of SID

مقدار احتمال برای آزمون کای – دو برابر با ۰/۹۸ است که حاکی از عدم رد فرض صفر در سطح ۹۵ درصد اطمینان است یعنی مدل با اثرات تصادفی مناسب است .

مدل با اثرات تصادفی: در این مدل همانگونه که مشخص است مقدار احتمال F برابر با ۰/۸۱ است که حاکی از بی معنی بودن مدل است زیرا از مقدار ۰/۰۵ بزرگتر است همچنین مقدار ضریب تعیین برابر یا نزدیک به صفر است و مقادیر احتمال برای ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی هیچکدام کمتر از ۰/۰۵ نیست که نشان از عدم ارتباط بین متغیرهای مستقل و کنترلی است. یعنی مدل معنی داری وجود ندارد . برآورد اثرات تصادفی برای شرکتها نیز صفر است یعنی شرکتها به صورت مجزا هم اثری ندارند.

جدول شماره ۵: مدل با اثرات ثابت برای مدل دوم – رشد سود خالص

Dependent Variable: Y2?				
Method: Pooled EGLS (Cross-section random effects)				
Date: 03/27/08 Time: 02:43				
Sample: 1383 1387				
Included observations: 5				
Cross-sections included: 94				
Total pool (unbalanced) observations: 450				
Swamy and Arora estimator of component variances				
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.801	-0.252	0.204	-0.051	C
0.456	0.745	0.059	0.044	X1?
0.910	-0.113	0.014	-0.002	X2?
0.482	0.704	0.102	0.072	X3?
0.199	1.286	0.191	0.246	X4?
0.442	-0.769	0.010	-0.008	Z1?
0.739	0.333	0.014	0.005	Z2?
Effects Specification				
Rho	S.D.			
0.000	0.000	Cross-section random		
1.000	0.409	Idiosyncratic random		
Weighted Statistics				
0.078	Mean dependent var		0.007	R-squared
0.389	S.D. dependent var		-0.007	Adjusted R-squared
67.387	Sum squared resid		0.390	S.E. of regression

www.SID.ir

Archive of SID

1.922	Durbin-Watson stat	0.499	F-statistic
		0.809	Prob(F-statistic)
Unweighted Statistics			
0.078	Mean dependent var	0.007	R-squared
1.922	Durbin-Watson stat	67.387	Sum squared resid

نتیجه گیری و بحث

بر اساس شواهد بدست آمده، از تجزیه و تحلیل ها، بین سهامداران نهادی با عملکرد شرکت‌ها با استفاده از ارزیابی شاخص Q توبین رابطه مثبت و مستقیمی موجود دارد، که با نتایج تحقیقات جنسن مل لینگ (۲۰۰۴) و مورالی پتی باتدالا [۳۵](۲۰۰۴)، دمستزند وبلالونگا [۳۶](۲۰۰۷) همسو می باشد. اما با تحقیقات مورک، شیفلر و ویشنی (۱۹۸۱)، چگانتی و دامناپور[۳۷] (۱۹۹۱)، مک کنل و سرواس[۳۸](۱۹۹۰)، گاننس و رایت [۳۹](۲۰۰۵) همسو نمی‌باشد زیرا نتایج تحقیقات آنان نشان دهنده یک رابطه معکوس بین نسبت سهامداران نهادی و عملکرد شرکت می باشد .

بر اساس این پژوهش با افزایش نسبت سهامداران نهادی در ساختار مالکیت عملکرد شرکت افزایش می یابد .

بین تعداد سهامداران عمده و عملکرد شرکتها (هم شاخص Q توبین و هم شاخص رشد سود خالص) در این پژوهش رابطه ای یافت نشد که با تحقیق مورک، شیفر و ویشنی ۱۹۸۱ همسو بوده و با تحققی کارتون و اسمیت (۲۰۰۲) و سایفرت، گاننس و رایت (۲۰۰۵) همسو نمی باشد زیرا نتیجه تحقیقات آنها حاکی از وجود رابطه بین مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت می شود . بنابراین حضور سهامداران عمده بر عملکرد شرکتها تاثیر چندانی ندارد.

بین نسبت اعضای غیر موظف در هیئت مدیره و عملکرد با متغیر وابسته Q توبین رابطه معنی‌دار و منفی وجود دارد. یعنی حضور اعضای غیر موظف هیئت مدیره با عملکرد رابطه معکوسی دارد. که با تحقیقات یرماک (۱۹۹۶)و پتسما و همکاران (۱۹۹۹) همسو میباشد.

www.SID.ir

Archive of SID

اما در تحقیقات انجام شده توسط دی هائن و همکاران (۲۰۰۱)، لفرت (۲۰۰۷)، بالتر و بایسینگر (۱۹۹۱) رابطه معنی دار و مثبتی مشاهده شده است.

بین کیفیت اطلاعات مالی و عملکرد در این پژوهش رابطه معنا داری یافت نشد که با توجه به اینکه کیفیت اطلاعات مالی در این پژوهش بر اساس اقلام تعهدی اختیاری سنجیده شده است و با توجه به تاثیر گذاری این اقلام بر کیفیت ومدیریت سود و در نهایت کیفیت اطلاعات مالی می تواند به عنوان یکی از مولفه های حاکمیت شرکتی مورد سنجش قرار گیرد. که با نتیجه تحقیق دادالت و دیوید سون همسو نمی باشد اما با تحقیق رامیسی و مدر همسو می باشد زیرا نتایج تحقیق آنها یک رابطه ضعیف و معکوس بین کیفیت اطلاعات مالی مشاهده نمودند.

در این پژوهش بین تمامی متغیر های مستقل (سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیر موظف هیئت مدیره و کیفیت اطلاعات مالی) با شاخص رشد سود خالص رابطه معنی داری یافت نشد.

نتایج تحقیق حاضر نشان دهنده آن است که رعایت اصول و مکانیزم های حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها موجب بهبود عملکرد شرکت می شود. برای اظهار نظرهای بیشتر در این مورد نیاز به انجام تحقیقات گسترده تر با دوره های زمانی متفاوت و تعداد نمونه های بیشتر می باشد. با توجه به تحقیق حاضر حداقل پیشنهادی که می توان نمود، آن است که وجود حاکمیت شرکتی و پیاده سازی آن در اکثریت شرکت‌ها و همچنین بها دادن به سهامداران نهادی در ساختار مالکیت، توجه به سایر ویژگی های هیئت مدیره به غیر از مسئولیت اجرایی آنها، موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت در بازارهای مالی و در اختیار قرار دادن اطلاعات مربوط و به موقع به استفاده کنندگان خواهد شد.

www.SID.ir

Archive of SID

فهرست منابع

۱) حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۹) ."پایندگی و حاکمیت شرکتی" . مجله حسابدار شماره ۲۱۷

۲) حساس یگانه، یحیی و رافیک باغومیان، (۱۳۸۵)، "نقش هیئت مدیره در حاکمیت شرکتی"، ماهنامه حسابدار،شماره های ۱۷۳و۱۷۴.

۳) حسینی، سید رسول و محمدی، مهدی (۱۳۸۸) " نقش اقلام تعهدی در عدم تقارن زمانی شناسایی سود و زیان اقتصادی " مجله حسابداری مدیریت شماره اول

۴) شریعت پناهی، سید مجید، (۱۳۸۰)، "اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

۵) قنبری، فرحناز ؛ (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا

۶) طالب نیا، قدرت ا.. و تفتیان، اکرم (۱۳۸۸) " بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و هیات مدیره با مدیریت سود " مجله پژوهش های مدیریت شماره ۸۳

۷) مشایخی ، بیتا (۱۳۸۸) . "بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره با عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " مجله حسابداری مدیریت پیش شماره سوم

8) Rashid ,K (2008) ," A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets", Victoria University Melbourne

9) Aras, Guler, David Cowther (2008), " Governance and sustainability: an investigation into the relationship between corporate Governance and corporate sustainability :. Manangment Decision vol. 46 No .3,pp.433-448 .

10) Black, B, Love, I and Rachinsky, A (2006), 'Corporate governance indices and firms market values: time series evidence from Russia', Emerging Markets Review, vol. 7, pp. 361-379

www.SID.ir

Archive of SID

11) Fosberg, R. (1989). Outside directors and managerial monitoring. Akron Business and E conomic Review 20 (Summer): 24-32.
12) Gompers, P, Ishii, J and Metric, A (2003), 'Corporate governance and equity prices', Quarterly Journal of Economics, vol. 118, no. 1, pp. 107-155.
13) Jensen, M and Meckling, W (1976), 'Theory of the firm: managerial behavior, agencycosts, and ownership structure', Journal of Financial Economics, vol. 3, pp. 305-360.
14) Morin, R and Jarrell, S (2001), Driving Shareholders Value: Value-Building Techniques for Creating Shareholder Wealth, McGraw-Hill Publishers, Sydney.
15) OECD (1999), OECD Principles of Corporate Governance, Organization for Economic Cooperation and Development, Paris.
16) Yermack, D (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', Journal of Financial Economics, vol. 40, no. 2, pp.185-215

یادداشت‌ها

[15] - Black (2001)
[16] - Klapper and Love (2003)
[17] - Gompers, Ishii and Metric (2003)
[18] - Beiner and Schmid (2005)
[19] Van Den Berghe
[20] Morck , SHifler and Vishni
[21] Klein&Shapiro&Young2004
[22] Fosberg
[23] Bysinger & Bulter
[24] Petsma and co - workers
[25] Kolz and co - workers
[26] Dihaen and CO-Workers
[27] Colman and Baikepi
[28] Laeing and Vier
[29] Facio and Lasfer
[30] Yermack
[31] Holthausen & Larcker
[32] Gompers & Ishili & Matrick
[33] N.K.CHidambaran
[34] - Jones

www.SID.ir

Archive of SID

[35] Murali patibandla
[36] Demsetszand villalonga
[37] CHaganti &Domnapour
[38] Mcconnell & Servaes
[39] Gonece &Wright

www.SID.ir