Archive of SID

فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی شماره ۸۲

سال بیست و پنجم، تابستان ۱۳۹۶، صفحات ۳۱۰ - ۲۶۱

# نقش حاکمیت شرکتی بر شاخص‌های عملکرد نظام بانکی

اسداله فرزین وش

استاد اقتصاد، دانشگاه تهران

farzinv@ut.ac.ir

یداله دادگر

استاد اقتصاد، دانشگاه شهید بهشتی

yydadgar@gmail.com

محسن مهرآرا

استاد اقتصاد، دانشگاه تهران

mmehrara@ut.ac.ir

ابوالفضل نجارزاده

دکتری اقتصاد، دانشگاه مفید، قم (نویسنده مسئول)

abolfazlnajarzadeh@gmail.com

با توجه به بحران‌های مالی و بانکی سال‌های اخیر، جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها و بنگاه‌های مالی اهمیتی بیش از پیش یافته است. بررسی علل و آسیب‌شناسی فروپاشی برخی از شرکت‌ها و بانک‌های بزرگ که زیان‌های کلانی به ویژه برای سهامداران در پی داشته، نشان می‌دهد این خسارات عمدتا ناشی از ضعف سیستم‌های حاکمیت شرکتی در این سازمان‌ها بوده است. در این مقاله با استفاده از روش کتابخانه‌ای و اسنادی به بررسی نقش حاکمیت شرکتی بر شاخص‌های سودآوری نظام بانکی و مقایسه تطبیقی بین کشورهای در حال توسعه(D8 ) و توسعه یافته(G7) در دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۴ و با حجم نمونه ۱۵ بانک منتخب می‌پردازیم. برای برآورد مدل روش داده‌های تابلویی بکار گرفته شده که برای آزمون اعتبار داده‌های تابلویی از آزمون F و برای انتخاب اثرات ثابت و متغیر از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتایج حاصل از برآورد مدل بیانگر اثرات معنادار متغیرهای حاکمیت شرکتی روی سودآوری بانک‌های منتخب می‌باشد و همچنین سطح معناداری این متغیرها بین کشورهای در حال توسعه(D8 ) و توسعه یافته(G7) متفاوت می‌باشد.

طبقه‌بندی JEL: G34; G2; C23

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، شاخص سودآوری، عملکرد نظام بانکی

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۱/۱۹ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۳/۲۴

www.SID.ir

Archive of SID



## ۱. مقدمه

به دنبال تشکیل شرکت های بزرگ و طرح موضوعاتی مهم در رابطه با نحوه اداره آنها، مسائل مربوط به تفکیک مالکیت از مدیریت در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم در سطح جهانی مطرح شد. موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی ابتدا در دهه ۱۹۹۰ انگلستان، آمریکا و کانادا در پاسخ به مشکلات ناشی از عدم اثربخشی هیأت مدیره در عملکرد شرکت های بزرگ مطرح شد. بعد از بحران آسیا در سال ۱۹۹۷ نگاه‌ها برای نخستین بار معطوف به حاکمیت شرکتی در بانک‌ها شد به‌طوری‌که بانک‌ها و موسسات مالی در سراسر جهان- یکی پس از دیگری- به اهمیت بالای حاکمیت شرکتی پی بردند و در اجرای اصول حاکمیت شرکتی در بانک‌ها تأکید کردند. در این راستا،کمیته نظارتی بال اولین نسخه دستورالعمل در ارتقای حاکمیت شرکتی در واحدهای بانکی را در سال ۱۹۹۹ تدوین کرد که پایه و اساس اصول حاکمیت شرکتی سازمان توسعه و همکاری اقتصادی(OECD) در سال ۲۰۰۴ شد. (روشندل،۱۳۸۶)

در یک تعریف محدود حاکمیت شرکتی به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این الگوی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی ارائه می‌شود. در تعریفی دیگر حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها در میان شرکت‌ها و مالکان آنها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان ، مشتریان، فروشندگان و دارندگان اوراق سهام وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان دیده می‌شود. (حساس یگانه، ۱۳۸۵). بنابراین با عنایت به این تعاریف می‌توان گفت نظام حاکمیت شرکتی یک ابزار نظارتی است که در بنگاه‌های اقتصادی، خصوصا موسسات مالی، به منظور نظارت بر فعالیت‌ها و در جهت دستیابی به اهدافی نظیر پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان بکار می‌رود.

امروزه بانک‌ها نقش اصلی تأمین مالی کشورها را علی الخصوص در کشورهای در حال توسعه بر عهده دارند و با عنایت به ارتباط سیستم بانکی و کل بخش‌های اقتصاد، برقراری حاکمیت شرکتی در بانک‌ها دارای اهمیت است. البته برقراری حاکمیت شرکتی در بانک‌ها متفاوت از برقراری آن در

www.SID.ir

Archive of SID



سایر نهادهای مالی می‌باشد. پیچیدگی فعالیت بانک‌ها، عدم تقارن اطلاعات را افزایش می‌دهد و قدرت نظارت سهامداران را بر مدیریت بانک کاهش می‌دهد. بنابراین استقرار اصول حاکمیت شرکتی در نظام بانکی ضروری به نظر می‌رسد. یک تضاد منافع درون بانک بین سپرده‌گذاران و سهامداران وجود دارد. سهامداران می‌خواهند وارد پروژه‌های پرریسک شوند و ارزش سهام خود را در مقابل افزایش هزینه سرمایه‌گذاری افزایش دهند. برای جلوگیری از ورشکستگی سیستم بانکی، سپرده‌گذاران کوچک بیمه می‌شوند و بانک‌ها بیشتر نظام‌مند می‌شوند. به نظر می‌رسد اجرای حاکمیت شرکتی در بانک ها به بهبود عملکرد بانک کمک نماید، اما برقراری و اجرای حاکمیت شرکتی خوب بدون برقراری مکانیسم کنترل داخلی مناسب نظیر داشتن بخش نظارتی مقتدر و اعمال کنترل توسط هیأت مدیره مستقل و سهامداران امکان‌پذیر نیست (تقوی وهمکاران،۱۳۹۲).

همچنین حاکمیت شرکتی باعث ثبات سیستم بانکی می‌گردد که این ثبات باعث بهبود عملکرد نظام بانکی می‌گردد. یک سیستم بانکی با ثبات، واسطه مالی کارا ایجاد می‌کند و آن را قادر می‌سازد که در تخصیص منابع به سرمایه‌گذاری‌ها موفق‌تر عمل نماید و در نتیجه می‌تواند باعث بهبود رشد اقتصادی و سرمایه‌گذاری شود. وجود سیستم بانکی با ثبات باعث افزایش کارایی عملکرد سیستم بانکی و بهبود توزیع منابع در اقتصاد می‌شود.

بخش بندی مقاله بدین صورت می‌باشد که در ادامه به بررسی ادبیات نظری حاکمیت شرکتی می‌پردازیم، در بخش بعدی جایگاه حاکمیت شرکتی در ایران مورد بررسی قرار گرفته و سپس در بخش چهارم بررسی مطالعات تجربی داخلی و خارجی در زمینه موضوع تحقیق آورده شده است. در نهایت در بخش پایانی به برآورد و تحلیل مدل مطالعه و نتیجه گیری می‌پردازیم.

## ۲. ادبیات نظری حاکمیت شرکتی

نظریه‌های مربوط به حاکمیت معمولاً براساس کارآیی و مدل‌های خلق ارزش در زمینه تئوری‌های سازمان بنا می‌شوند. بر این مبنا هدف هر سازمان می‌بایست ایجاد مازاد به روشی باشد که با تضمین منافع ذی‌نفعان همکاری آنها را در قالب یک مجموعه امکان‌پذیر سازد. پس از این منظر، حاکمیت در یک بنگاه مجموعه‌ای از قواعد بازی است که مدیران آنها را برای خلق ارزش و حصول به

www.SID.ir

Archive of SID



کارآیی بیشتر می‌توانند به کار گیرند. در این راستا دو نظریه، یکی براساس تئوری قراردادها[1] و دیگری بر مبنای رویکرد دانش- بنیاد[2] ارائه شده است.

در رویکرد اول، بنگاه به عنوان یک شبکه‌ای از قراردادها[3] درنظر گرفته می‌شود. به عبارت دیگر بنگاه یک مرکز تصمیم‌گیری است که مسئولیت انجام چانه‌زنی‌ها و امضای قراردادها را به طور متمرکز بر عهده دارد. اما به دلیل مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعات و ناهمسانی منافع برای این مجموعه قراردادها، نمی‌توان انتظار داشت که سازوکار بازار و قیمت‌های رقابتی بتواند حداکثر خلق ارزش را به دنبال داشته باشد. در این صورت این مدیریت قاهرانه[4] براساس دستور[5] است که می‌تواند نتیجه کارآمدتری را حاصل کند. نظریه‌های مبتنی بر نگرش دانش- بنیاد به بنگاه ضمن تأکید بر اهمیت اطلاعات بین «اطلاعات»[6] و «دانش»[7] تمایز قائل می‌شوند. از نگاه فرانسمن[8] (۱۹۹۸)، اطلاعات تنها به مجموعه‌ای بسته و عینی از داده‌ها محدود می‌شود که برای همه افراد حصول به آن متصور است، حال آن که دانش یک مجموعه باز از آگاهی‌ها که شامل وقایع به‌علاوه تفسیری است که افراد از آن وقایع دارند پس به همین دلیل جنبه قضاوتی و برداشتی[9] دارد.

## ۲-۱. انواع سیستم‌ها و مدل‌های حاکمیت شرکتی

هر کشور بر اساس عواملی چون چارچوب قانونی، ساختار شرکتی و سیستم‌های مالی، یک مجموعه رویه‌های حاکمیت شرکتی منحصر به فرد خود را داراست. رایج‌ترین مدل استفاده شده برای طبقه‌بندی حاکمیت شرکتی، مدل درونی/ بیرونی است. تفاوت این دو مدل در نوع ساختار مالکیت و کنترل است. واژه درونی و بیرونی برای دو سر طیف سیستم‌های حاکمیت شرکتی به کار می‌رود و در حقیقت سیستم حاکمیت شرکتی در بیشتر موارد کشورها ترکیبی از این دو نوع است (مارلین، ۲۰۰۸).

1. Contract Theory
2. Knowledge Based Approach
3. Nexus of Contracts
4. Authoritarian Management
5. Orders
6. Information
7. Knowledge
8. Fransman
9. Subjective

www.SID.ir

Archive of SID



در تمام کشورها سهامداران در ازای سرمایه گذاری خود حقوق مالکیت دریافت می‌کنند. این حقوق از یک‌سو شامل جریان نقدی است، بدین معنا که سرمایه‌گذار حق دارد سهم خود را از سود شرکت دریافت کند و از سوی دیگر شامل حقوق کنترل است که بر اساس آن سرمایه‌گذار می‌تواند بر دارایی شرکت از طریق اعمال حق رأی، کنترل داشته باشد. تفاوت اصلی سیستم‌های درونی و بیرونی ناشی از رابطه بین این دو حق بین سهامداران است. در کشورهای دارای سیستم بیرونی مانند آمریکا و انگلستان، ساختار مالکیت رایج، مالکیت پراکنده است. این ساختار به حق جریان نقدی و حق کنترل مالکیت اشاره دارد. «یک سهم، یک رأی» قانونی است که برای توزیع حقوق کنترل بین سهامداران در کشورهای با سیستم بیرونی استفاده می‌شود. در این سیستم شرکت‌ها به طور معمول دارای سلسله مراتب مالکیتی مسطح هستند. به عبارت دیگر شرکت‌ها در آمریکا و انگلیس به طور معمول تحت مالکیت مستقیم مالکان نهایی خود هستند. مالکان با انتخاب کنندگان در هیأت‌های نظارتی یا حتی رأی دادن به برخی مدیران پیشنهادی، بر مدیریت شرکت به طور غیرمستقیم اعمال کنترل می‌کنند. در مقابل در کشورهایی با سیستم درونی مالکیت متمرکز رایج است. در این سیستم، ساختارهای هرمی یا مالکیت متقابل خیلی متداول است. در این کشورها، در نتیجه انحراف از «یک سهم، یک رأی» کنترل به وسیله یک گروه از سهامداران کنترلی که حقوق کنترلی آنها بیش از حقوق جریان نقدی است، اعمال می‌شود. مالکیت متمرکز در اختیار اشخاص درونی است که سهام عمده کنترلی را داراهستند. از جمله کشورهای دارای سیستم درونی ژاپن و کشورهای اروپایی نظیر آلمان، فرانسه، سوئیس و اتریش هستند (برندل، ۲۰۰۵).

www.SID.ir

Archive of SID



جدول ۱. ویژگی‌های مدل درونی و بیرونی

| درونی | بیرونی |
|---|---|
| مدیریت شرکت عمدتا در اختیار سهامداران Insider بوده و آنها کنترل مدیریت را بر عهده دارند. | شرکت‌های بزرگ تحت کنترل مدیران بوده اما مالکیت سهام آن با سهامداران Outsider است. |
| مرز روشنی بین مالکیت و کنترل مشاهده نمی شود و مسئله نمایندگی قابل ملاحظه‌ای وجود ندارد. | مرز مالکیت و مدیریت روشن است و مسئله نمایندگی اهمیت می‌یابد. |
| تملک اجباری (Hostile ) ندرتا وجود دارد. | تملک های اجباری (Hostile ) به عنوان مکانیزم مؤثر بر مدیریت شرکت وجود دارد. |
| تمرکز مالکیت در گروه‌های کوچک سهامداران (خانواده‌های موسس، دولت و شرکت‌هایی که ساختارهرمی دارند.) | مالکیت گسترده است. |
| کنترل زیاد از جانب گروه کوچکی از سهامداران Insider اعمال می‌شود. | کنترل سهامداران محدود است. |
| انتقال ثروت از سهامداران اقلیت به سهامداران اکثریت واقع می‌شود. | انتقال ثروت از سهامداران اقلیت به سهامداران اکثریت واقع نمی‌شود. |
| در قانون شرکت‌ها (تجارت) حمایت کمی از سرمایه‌گذاران می‌شود. | در قانون شرکت‌ها (تجارت ) حمایت زیادی از سرمایه‌گذاران می‌شود. |
| احتمال سوء استفاده از قدرت توسط اکثریت وجود دارد. | دموکراسی سهامداران حاکم است. |
| سهامدران عمده می‌خواهند نفوذ بیشتری در شرکت‌های سرمایه پذیر داشته باشند. | از طریق سهامداری نمی‌توان اعمال نفوذ در شرکت‌های سرمایه پذیر کرد. |

مأخذ: حساس یگانه(۱۳۸۴).

## مدل‌های حاکمیت شرکتی

با عنایت به محیط اقتصادی کشورها، پژوهشگران سه مدل از حاکمیت شرکتی را شناسایی کرده‌اند که در بازارهای سرمایه توسعه یافته‌اند: مدل انگلو ساکسون، مدل آلمانی و مدل ژاپنی.

مؤلفه های تشکیل دهنده هر مدل عبارتند از: بازیگران کلیدی در محیط حاکمیت، الگوی مالکیت سهام در کشور معین شده، ترکیب هیأت مدیره، چارچوب قانونی، ملزومات افشاء برای شرکت‌های پیوسته به بورس، اقداماتی از شرکت که نیاز به تأیید سهامداران دارند و تعامل میان بازیگران کلیدی.

www.SID.ir

Archive of SID



**- مدل انگلو ساکسون[1]**

در مدل انگلو ساکسون مالکیت سهم[2] از آن افراد (به ویژه افراد وابسته به سازمان) بوده و سرمایه‌گذاران وابسته به سازمان نیستند (به عنوان سهامدار بیرونی شناخته می‌شوند). چارچوب قانونی به خوبی توسعه یافته و حقوق و مسئولیت‌های سه بازیگر اصلی در آن یعنی مدیریت، هیأت مدیره و سهامداران، به خوبی تعریف شده است. یک رویه نسبتاً ساده برای تعامل میان سهامداران و سازمان وجود دارد. بالا بردن یا ایجاد سرمایه از طریق فروش سهام، یک روش متداول در سازمان‌های موجود در انگلستان و ایرلند(UK) و امریکا (US) است. چرا که آمریکا بزرگ‌ترین بازار سرمایه در دنیا بوده و بورس اوراق بهادار لندن در میان بزرگ‌ترین بازارهای بورس در دنیا (بر حسب ارزش سرمایه در بازار)، در رده سوم قرار دارد. آمریکا دارای بزرگترین بازار سرمایه و نیز توسعه‌یافته‌ترین سیستم رأی‌گیری[3] می‌باشد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نهادی، نقش مهمی در بازار سرمایه و نیز حاکمیت شرکتی در انگلیس دارند.

بازیگران اصلی در مدل انگلو ساکسون شامل مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران (به‌ویژه سرمایه‌گذاران نهادی)، نمایندگان دولت، بازارهای بورس اوراق بهادار، سازمان خودگردان[4]، و شرکت‌های مشاوره‌ای که در زمینه حاکمیت شرکتی و رأی‌گیری به سازمان‌ها یا سهامداران ارائه خدمت می‌کنند، می‌باشد. البته، سه بازیگر اصلی مدیریت، هیأت مدیره و سهامداران می‌باشند. آنها مثلث حاکمیت شرکتی را شکل می‌دهند. مدل حاکمیت شرکتی انگلو ساکسون در عمل و تئوری متفاوت می‌باشند. در تئوری سهامداران گروهی قدرتمند محسوب می‌شوند، زیرا آنان انتخاب هیأت مدیره را به عهده دارند در حالی که در عمل بسیار پراکنده عمل کرده و عملاً بدون داشتن هدفی مشترک و فاقد قدرت خاصی هستند. در تئوری هیأت مدیره باید بر پاسخگویی به سهامداران متمرکز شوند در حالی که در عمل معمولاً به صورت بالقوه بی‌انگیزه و بی‌اطلاع هستند. در عمل قدرتمندترین

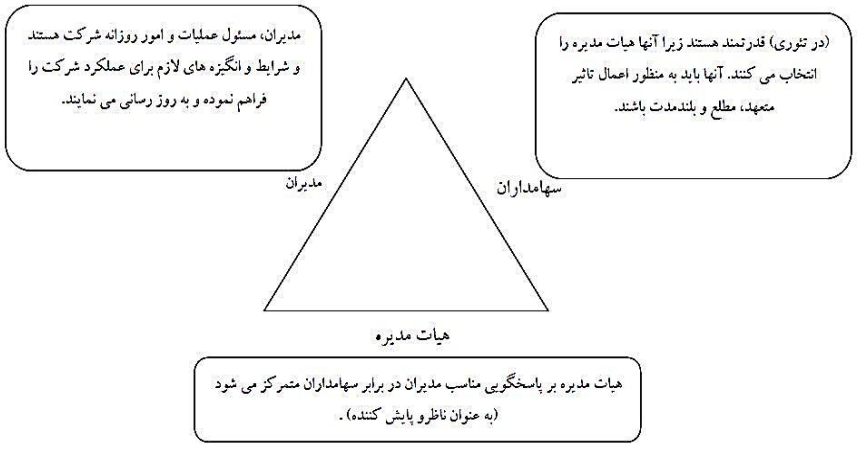
1. Anglo-US
2. Share ownership
3. Proxy voting
4. Self regulatory organization

www.SID.ir

Archive of SID



گروه، مدیران اجرایی شرکت هستند که به اطلاعات دسترسی داشته و کنترل امور روزانه شرکت را به عهده دارند.[1]




شکل ۱ : مدل حاکمیت شرکتی انگلو ساکسون

**- مدل ژاپنی**

ویژگی مدل ژاپنی این است که مالکیت سهام به میزان بالایی به بانک‌ها و شرکت‌های وابسته تعلق دارد. یک سیستم بانکداری، برای ایجاد یک ارتباط قوی و بلند مدت بین بانک و شرکت دارد، دارای یک چارچوب قانونی و سیاست عمومی و صنعتی به منظور پشتیبانی و ارتقای کیرتسو[2] (گروه‌های صنعتی مرتبط شده با هم از طریق روابط تجاری) است. هیأت مدیره آن اغلب از افراد داخل سازمان و تعداد نسبتاً کمی از سهامداران بیرونی تشکیل شده و رویه‌های پیچیده برای اعمال رأی سهامداران دارد. فروش سهام برای شرکت‌های ژاپنی دارای اهمیت است. لیکن، افراد داخل سازمان و موجودیت‌های وابسته به آنها، عمده‌ترین سهامداران در اغلب شرکت‌های ژاپنی می‌باشند. در نتیجه، آنها نقش عمده‌ای در شرکت‌ها و سیستم حاکمیت شرکتی ژاپن دارند. سیستم حاکمیت

1. Lecture of Corporate Governance (2005).
2. Keiretsu

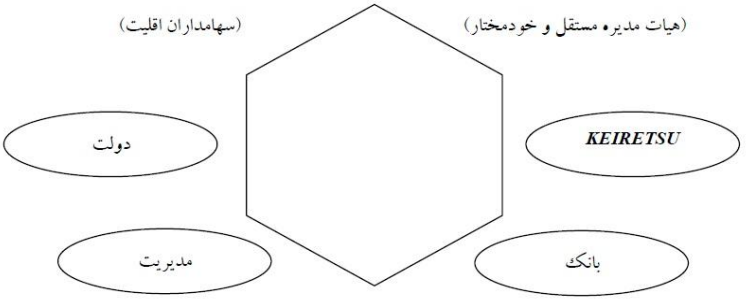
www.SID.ir

Archive of SID



شرکتی در مدل ژاپنی، چند وجهی بوده و حول یک بانک اصلی و یک شبکه مالی/صنعتی یا کیرتسو متمرکز می‌شود. سیستم بانک اصلی و کیرتسو متفاوت بوده لیکن مکمل هم هستند و با یکدیگر همپوشانی دارند.[1]

در مدل ژاپنی ۴ بازیگر اصلی وجود دارد: بانک اصلی(یک سهامدار درونی عمده)، شرکت‌های وابسته کیرتسو (یک سهامدار درونی عمده)، مدیریت و دولت. دو جزء دیگر از مدل ژاپنی یعنی سهامداران اقلیت (سهامداران غیر وابسته) و آن دسته از اعضای هیأت مدیره که بیرونی و مستقل هستند به علت داشتن نقش کم‌رنگ‌تر، در شکل بدون کادر نشان داده شده‌اند. Lecture of corporate governance (2005).




شکل ۲. مدل ژاپنی حاکمیت شرکتی

**- مدل آلمانی**

مدل حاکمیت شرکتی در آلمان تفاوت عمده‌ای با دو مدل قبلی دارد. با این وجود برخی از عناصر آن همانند مدل ژاپنی است. در آلمان شرکت‌ها ارتباط بلند مدت با بانک‌ها دارند و همانند ژاپن، نماینده‌های بانک برای حضور در هیأت مدیره شرکت‌های آلمانی برگزیده می‌شوند. لیکن بر خلاف ژاپن که نمایندگان بانک تنها در زمان بروز توقیف مالی منصوب می‌شوند، حضور نمایندگان بانک

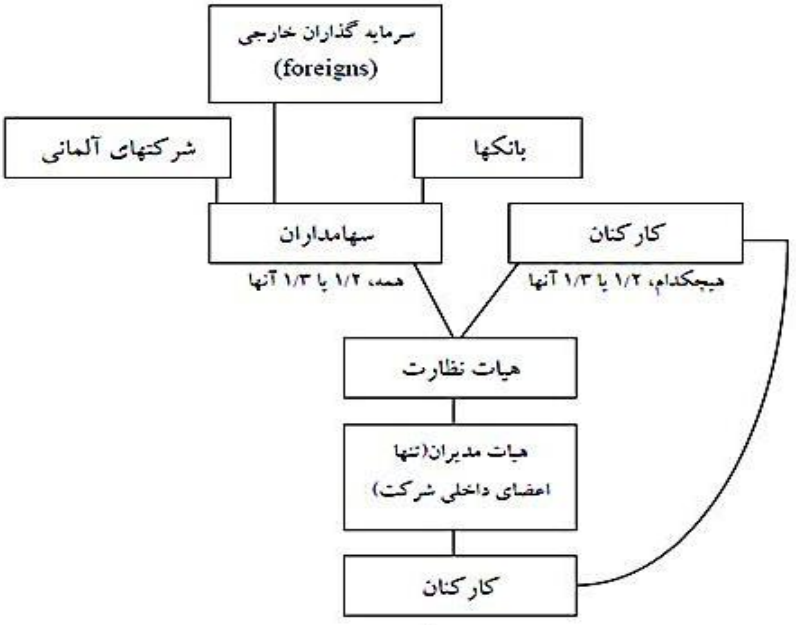
1. Lecture of corporate Governance December (2005).

www.SID.ir

Archive of SID



در هیأت مدیره شرکت‌های آلمانی دائمی است. در مدل آلمانی سه عنصر منحصر به فرد وجود دارد که آن را از دو مدل قبلی متمایز می‌نماید. دو مورد از این سه عنصر مربوط به ترکیب هیأت مدیره و یکی به حقوق سهامداران است.




شکل ۳. مدل آلمانی حاکمیت شرکتی

اولاً مدل آلمانی دارای دو هیأت مدیره با اعضای مجزا است. شرکت‌های آلمانی دارای دو ساختار هیأت مدیره شامل هیأت مدیران و هیأت نظارت می‌باشند. هیأت مدیران شامل مدیران اجرایی داخل سازمان است و هیأت نظارت متشکل از نمایندگان کارکنان سهامداران می‌باشد. دو هیأت مدیره کاملاً مجزا هستند. امکان حضور یک نفر به طور همزمان در دو هیأت مدیره فوق وجود ندارد. دوماً اندازه هیأت نظارت بر اساس قوانین تنظیم می‌شود و توسط سهامداران قابل تغییر نیست. سوماً در آلمان و سایر کشورهای پیروی کننده از این مدل، محدودیت حق رأی، قانونی است. این امر موجب محدود شدن رأی سهامداران به درصد معینی از سهام کل شرکت می‌شود. اغلب شرکت‌های آلمانی

www.SID.ir

Archive of SID



به طور سنتی به سرمایه‌گذاری در بانک بیش از فروش سهام تمایل دارند. در نتیجه، برآورد ارزش حال سرمایه در بازار سهام آلمان نسبت به اقتصاد آلمان کوچک است.

علاوه بر این، میزان مالکیت فردی سهام در آلمان کم است که بازتاب‌کننده استراتژی سرمایه‌گذاری محافظه‌کارانه در آلمان است. این سخن عجیب نیست، چرا که ساختار حاکمیت شرکتی در آلمان معطوف به روابط بین بازیگران کلیدی در آن که به طور عمده متشکل از شرکت‌ها و بانک‌ها است. در مدل آلمانی تعداد کمی از سهامداران اقلیت وجود دارد.

همان‌طور که در بررسی سه مدل بالا مشاهده می‌شود، هیأت مدیره، کارکردهای آن و نیز کمیته‌های آن از اهمیت زیادی برخوردار بوده و دارای محوریت بیشتری هستند. در بررسی مدل‌های بالا می‌توان به این نکته توجه نمود که مدل انگلوساکسون بر مبنای مدل بیرونی حاکمیت شرکتی بنا نهاده شده که در آن مدل اغلب سهامداران بیرون از شرکت می‌باشند و مسئولیت و وظایف هر کدام از سهامدارن، مدیریت و هیأت مدیره به خوبی مشخص شده است و با توجه به تبیین درست مسئله نمایندگی در این کشورها بازار سرمایه قوی و گسترده وجود دارد. در کشورهایی که مدل حاکمیت شرکتی‌شان آلمانی و ژاپنی می‌باشد، مدل درونی مطرح می‌باشد که بر اساس آن اغلب روابط و کنترل مدیریت شرکت‌ها بر مبنای سیاست‌ها و تصمیمات سهامداران درونی آنها و بانک‌ها می‌باشند. البته بین دو مدل آلمانی و ژاپنی تفاوت‌های وجود دارد که می‌توان از دو سطحی شدن مدل حاکمیت شرکتی در مدل آلمانی و همچنین عضویت دائم نماینده بانک سهامدار در هیأت مدیره شرکت‌ها نام برد در مقابل در مدل‌های ژاپنی، سیستم حاکمیت شرکتی چند وجهی بوده و حول یک بانک اصلی و یک شبکه مالی/صنعتی یا کیرتسو متمرکز می‌شود، که نقش کیرتسوها در تصمیمات و سیاست‌های شرکت‌ها بسیار مهم می‌باشد.

## ۲-۲. متغیرهای حاکمیت شرکتی و ارتباط آنها با عملکرد بانک‌ها

مهمترین نظریه‌ای که به برقراری حاکمیت شرکتی در بازارهای مالی بالاخص بانک‌ها تأکید دارد، تئوری نمایندگی می‌باشد. بر اساس این تئوری رابطه نمایندگی قرارداد فی مابین سهامداران و مدیریت بنگاه است که بر اساس تئوری نمایندگی هیأت رئیسه، مدیریت سهامداران را برای کنترل

www.SID.ir

Archive of SID



مدیریت نادیده می‌گیرند. بنابراین به خاطر جدا شدن مالکیت از مدیریت مخاطره اخلاقی و انتخاب بد ممکن است منافع خود را مقابل منافع سهامداران حداکثر سازند. بنابراین مکانیسمی باید باشد که منافع سهامداران را در نظر بگیرد. برقراری حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند تضاد منافع را از بین ببرد. در ادامه به بررسی برخی از شاخص‌های حاکمیت شرکتی و تأثیر آنها بر عملکرد بنگاه‌ها بالاخص بانک‌ها می‌پردازیم.

**۲-۲-۱. تفکیک رئیس هیأت مدیره با مدیرعامل**

داشتن توازن قوا در بین اعضای هیأت‌مدیره باعث می‌شود که هیچکس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد و تقسیم وظایف و مسئولیت‌ها در سطوح عالی شرکت باید به صورت روشن، مشخص شود و در کشور انگلیس حدود ۹۰ درصد از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس وظایف رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل از یکدیگر تفکیک شده است و یک قانون به نام قانون جامع است که می‌گوید وظایف رئیس هیأت‌مدیره و مدیرعامل، نباید بر عهده یک شخص واحد گذاشته شود.

براساس مطالعات انجام شده یک وظیفه عمده هیأت‌مدیره نظارت بر عملکرد مدیرعامل است. براساس تئوری نمایندگی، برای استقلال هیأت‌مدیره از مدیریت، رئیس هیأت‌مدیره و بالاترین مقام اجرایی نباید شخص واحدی باشند. معیارهای حاکمیت مناسب ملزم می‌کنند که رئیس هیأت‌مدیره باید فردی به غیر از مدیرعامل باشد. دچو و دیگران دریافتند در شرکت‌های تابع قوانین حسابداری کمیسیون اوراق بهادار که سود تحریف شده ارائه داده‌اند، احتمال وجود مدیرعامل که همزمان عهده‌دار وظیفه ریاست هیأت‌مدیره نیز بوده، بیشتر می‌باشد. این بررسی‌ها نشان می‌دهد بالاترین مقام اجرایی که همزمان رئیس هیأت‌مدیره نیز می‌باشد قادر است فرآیند راهبری داخلی را تحت سیطره خود داشته و سیستم‌های کنترلی و تعادل را نادیده انگارد و از این طریق به اثر بخشی وظیفه نظارتی هیأت‌مدیره از طریق نظام حاکمیت شرکتی لطمه وارد کند. بنابراین به نظر می‌رسد تفکیک تصدی دو پست رئیس هیأت‌مدیره و بالاترین مقام اجرائی، مدیریت سود را کاهش می‌دهد و اعتبار سودهای حسابداری را بالا می‌برد .

www.SID.ir

Archive of SID



بنابراین می‌توان بیان نمود که عدم تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره می‌تواند منجر به کاهش اثربخشی نقش نظارتی هیأت مدیره شده و زمینه‌سازی تضییع حقوق ذی‌نفعان را در پی‌داشته باشد. بر اساس تحقیقات انجام شده، تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره موجب استقلال بیشتر هیأت مدیره و در نتیجه کاهش مشکلات نمایندگی و افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌شود و همچنین تئوری نمایندگی به صورت شفاف مدیریت را از مالکیت جدا می‌سازد. اگر مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره یکسان باشد، آنگاه ممکن است قدرت مدیرعامل زیاد شود، او به جای اینکه به فکر حداکثر کردن منافع سهامداران باشد، به دنبال منافع خود باشد. بنابراین جدا نمودن رئیس هیأت مدیره از مدیر عامل باعث می‌شود حاکمیت شرکتی کارا تر اعمال شده و عملکرد بانک‌ها بهبود یابد.

**۲-۲-۲. استقلال اعضای هیأت مدیره (تعداد اعضای غیرموظف)**

مدیران غیرموظف در گذشته، نقش برجسته‌ای در حاکمیت شرکتی ایفا نمی‌کردند، به هر حال از زمان انتشار گزارش کادبری در سال ۱۹۹۲ آنها به عنوان اعضای کلیدی هیأت مدیره اهمیت فزاینده‌ای پیدا کردند. در حال حاضر، مدیران غیرموظف برای ارتقای اثربخشی هیأت‌مدیره و منبع اطمینان سرمایه‌گذاری، جزء ضروری به شمار می‌آیند. به عقیده فاما و جنسن (۱۹۸۳) مدیران غیرموظف به تفکیک تصمیمات مدیریت و کنترل کمک می‌کنند و و هنگامی که محدودیت‌های خارجی بر رفتار مدیران اجرایی ضعیف است، مکانیزم حاکمیت خوبی به شمار می‌روند.

استقلال هیأت مدیره غیرموظف، می‌توانند فشار اعضای داخلی را کم کرده، به طور مثبتی بر معیارهای عملکرد شرکت اثر بگذارند. حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره، قدرت هیأت مدیره را به عنوان مکانیزم کنترل افزایش می‌دهد. سرانجام، مدیران غیر موظف با احتمال کمتری با مدیریت در سلب مالکیت سهامداران تبانی می‌کنند.آنها داورانی هستند که مدیریت ارشد را بازنگری می‌کنند و در صورت لزوم افراد مؤثرتری را جانشین مدیریت می‌کنند (مارنت،۲۰۰۸).

www.SID.ir

Archive of SID



استقلال هیأت مدیره بر این فرض بنیانگذاری شده است که مدیران خارج سازمان بسیارهوشیارتر و حساس‌تر از مدیران داخلی هستند زیرا:

۱. مدیران خارج سازمان بر روی عملکرد مالی تمرکز می‌کنند که جزء اصلی و مرکزی نظارت می‌باشد.

۲. مدیران خارج سازمان بیشتر از مدیران داخلی مدیر عامل را بخاطر عملکرد ضعیف منفصل می‌کنند.

۳. مدیران خارج سازمان، انگیزه‌ای برای حفظ شهرت و معروفیت‌های شخصی به عنوان مدیران مستقل از طریق مدیریت نظارتی هوشیارانه دارند.

بنابراین می‌توان بیان نمود که استقلال هیأت مدیره یکی از ساز و کارهای مهم حاکمیت شرکتی تلقی می‌شود و نقش مهمی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش پاسخگویی ایفا می‌کند. هیأت مدیره مستقل می‌توانند با درک درست نقش نظارتی خود، سلامت مالی را به ارمغان آورده و مانع تضاد منافع بین بازیگران نظام حاکمیت شرکتی شوند. بر همین اساس در بیشتر تحقیقات انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی بر اهمیت نقش مدیران غیر اجرایی در بهبود فرایند گزارشگری تأکید شده و جایگاه هیأت مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت کننده‌ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را بر عهده دارد، بیش از پیش اهمیت می‌یابد.

**۲-۲-۳. سهامداران عمده**

معیار وجود سهامداران بزرگ در یک شرکت را تمرکز مالکیت می‌گویند. سهامداران بزرگ، انگیزه‌های بیشتری برای نظارت مدیریت دارند، زیرا هزینه‌های مرتبط با نظارت مدیریت کمتر از منافع مورد انتظار سهامداران بزرگ در شرکت است. در شرکت‌های با مالکیت متمرکز هیأت مدیره و سهامداران بزرگ یا سهامداران عمده می‌توانند به‌عنوان ناظرینی عمل کنند که قادر به افزایش کیفیت مدیریت و نیز ارتقای سطح کارایی شرکت باشند.

رامسی و بلیر (۱۹۹۳) نشان دادند که تمرکز مالکیت بالا، انگیزه‌های کافی را برای سهامداران بزرگ جهت نظارت مدیران فراهم می‌کند. دمستزولهن (۱۹۸۵) و استیگیتز (۱۹۸۵) با کمک یافته‌ها به‌طور آزمایشی از این نظریه، حمایت و پشتیبانی کردند که صاحبان بزرگ سهام، پاداش‌هایی برای پایین آوردن قیمت هزینه‌های ثابت اطلاعات جمع آوری شده را دارند و نظارت مدیریتی را ضمانت

www.SID.ir

Archive of SID



کردند. در مقابل، مالکیت پراکنده منجر به انگیزه‌های پایین‌تری برای نظارت مدیریت می‌شود. در شرایطی سهامداران سهم کمتری در شرکت دارند، سهامداران یا پاداش ناچیزی دارند یا اصلاً برای نظارت بر مدیریت انگیزه‌ای ندارند، زیرا هزینه‌های نظارتی از مزایای نظارت مدیران پیشی خواهد گرفت. بر خلاف نظریه مطرح شده در بالا، مطالعات دیگر نشان داده است که تمرکز مالکیت ممکن است اثر منفی روی ارزش شرکت بگذارد، زیرا سهامداران بزرگ برای سوءاستفاده از وضعیت، کنترل غالب دارند. بلک (۱۹۹۲) معتقد است مدیران شرکت‌هایی که مالکان متعدد دارند و از سهامداران عمده برخوردارنیستند، انگیزه بیشتری برای مدیریت سود دارند. زیرا هزینه پردازش اطلاعات برای سهامداران جزء توجیه اقتصادی ندارد. در نتیجه، آنان مجبورند به اطلاعات سود و زیان گزارش شده توسط مدیریت شرکت‌ها اتکاء کنند.

بنابراین می‌توان بیان نمود که یکی از مهمترین عوامل اثرگذار بر کنترل و اداره شرکت‌ها ترکیب مالکیت و به خصوص تمرکز مالکیت سهام شرکت‌ها در دست سهامداران عمده است. چنین سهامدارانی، درصد قابل توجهی از سهام شرکت را در اختیار دارند که به نوبه خود می‌توانند اداره شرکت را در دست گیرند. در مقابل، سهامداران خرد تمایل چندانی به کنترل و نظارت بر مدیران ندارند. زیرا در این صورت مجبور می‌شوند تا هزینه‌های کنترل را به تنهایی تقبل نمایند، در حالی که سهم اندکی در سود شرکت دارند. وقتی تمرکز بالای مالکیت وجود دارد امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت فراهم می‌گردد.

از طرف دیگر سهامداران عمده ممکن است در جهت منافع خویش و به زیان سهامداران اقلیت و دیگر سهامداران حرکت نمایند. به عبارتی دیگر، بالا بودن تمرکز مالکیت، سبب فراهم شدن امکان کنترل و اداره شرکت توسط معدودی سهامدار عمده می‌شود. نتیجه آن از یک طرف پیدایش مشکل نمایندگی بین تعداد معدودی سهامدار عمده و تعداد کثیری سهامدار جزء است. اکنون می‌توانیم فرض کنیم هم پوشانی بیش‌تر بین مالکیت و کنترل منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌گردد.

عموماً بیان می‌شود که بین تمرکز مالکیت و سودآوری شرکت‌ها، یک رابطه U شکل معکوس وجود دارد. به عبارتی وقتی تمرکز مالکیت از یک سطح خیلی پایین، شروع به افزایش می‌کند، به

www.SID.ir

Archive of SID



علت بالا رفتن نظارت از طرف سهامداران عمده، هزینه‌های نمایندگی کاهش یافته و در نتیجه سودآوری شرکت افزایش می‌یابد. اما زمانی که تمرکز مالکیت تا حدود معینی افزایش یافت، هزینه‌های ناشی از آن از منافع حاصله پیشی‌گرفته و سودآوری را کاهش می‌یابد.

**۲-۲-۴. سهامداران نهادی**

سهامداران نهادی که اکثراً مالک بخش عمده‌ای از سهام شرکت نیز می‌باشند فرصت‌ها و توانایی‌های لازم برای نظارت بر مدیران را دارا می‌باشند و می‌توانند از این طریق بر تصمیمات مدیریت اثر بگذارند. لذا ممکن است ضمن اعمال فشار بر مدیران آنها را مجبور به مدیریت سود نمایند و یا برعکس جلوی فرصت طلبی و سوء استفاده مدیران را بگیرند.

اگراوال و نوئبر(۱۹۹۶) به این نتیجه رسیدند که تمرکز سهامداری در نهادها می‌تواند نظارت بر مدیریت را افزایش دهد و از این رو عملکرد شرکت را بهبود بخشد.

به اعتقاد پورتر (۱۹۹۲) در شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران نهادی بخش عمده مالکیت شرکت را بر عهده دارند، به دلیل اینکه آنان بر سودهای نزدیک به سودهای پیش‌بینی تأکید می‌کنند، احتمال انجام مدیریت سود در مقایسه با دیگر شرکت‌ها بیشتر است. پورتر بیان می‌کند مدیران چنین شرکت‌هایی از هزینه‌های عدم دستیابی به سودهای مورد نظر سرمایه‌گذاران نهادی آگاه هستند. بنابراین، سعی می‌کنند با مدیریت سود، به شرایط مورد نظر سرمایه‌گذاران مزبور برسند.

ماتسو موتو (۲۰۰۲) به این نتیجه رسید شرکت‌هایی که عمده سهام آنها متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی است، با احتمال بیشتری از مدیریت سود برای دستیابی به شاخص از پیش تعیین شده (سود) استفاده می‌کنند.

بوش (۱۹۹۸) معتقد است احتمال انجام مدیریت سود در شرکت‌هایی که مالکیت به طور عمده متعلق به سرمایه‌گذاران نهادی است، در مقایسه با دیگر شرکت‌ها بیشتر است. زیرا رفتار سرمایه‌گذاران نهادی متغیر و موقتی است و هدفشان حفظ و نگهداری سهام برای یک دوره کوتاه مدت است.

شلیفر و ویشنی (۱۹۸۶) بیان کردند که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، به دلیل افزایش نظارت مؤثر، اثر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت. در مقام سهامداران شرکت‌ها، هم علت، هم

www.SID.ir

Archive of SID



راه حل مشکل کارگزاری را بازنمایی می‌کنند وجودشان در مقام سهامدار باعث جدایی مالکیت و کنترل می‌شود، در حالی که درگیری فزاینده‌شان در شرکت و متمرکز کردن مالکیت، افزاری را برای نظارت بر مدیریت شرکت و در واقع چارچوبی از مشکلات کارگزاری به‌دست می‌دهد و سرمایه‌گذاران نهادی در انگستان باعث دگردیسی ساختار مالکیت شرکت‌های بورس انگلستان شده‌اند که از مالکیت پراکنده به مالکیت متمرکز در دستان شمارکوچکی از سهامداران نهادی بزرگ انجامیده است.

شلوفر و وشینی (۱۹۸۷)،آمادتی، پس فلیدور وزچنر (۱۹۹۳)، هودارت(۱۹۹۳) موگ(۱۹۹۸)، نوا (۲۰۰۲) بر این اعتقادند که کلیه سهامداران از نقش نظارتی یک سهامدار عمده منتفع می‌گردند، زیرا هیچ‌گونه هزینه‌ای بابت چنین نظارتی متحمل نمی‌شوند. ضمن اینکه سهامداران عمده خود از انگیزه مناسبی برای انجام نظارت برخوردارند.

استاپلدون(۱۹۹۶) اظهار داشت که نظارت سهامداران نهادی می‌تواند در بین انواع گسترده‌ای از افزارها و نیروهای بازار که برای کاهش واگرایی میان منافع مدیران و مالکان عمل می‌کنند تناسب ایجاد می‌کند.

لبوز و همکاران (۲۰۰۳) دریافتند بین مالکیت نهادی و مدیریت سود رابطه منفی وجود دارد.

چونگ و همکاران (۲۰۰۲) در بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت اقلام تعهدی دریافتند که سرمایه‌گذاران نهادی از درگیر شدن مدیریت در مدیریت اقلام تعهدی برای هموارسازی سود در جهت دستیابی به سطح مطلوب سود، جلوگیری می‌کنند.

همچنین یافته‌های تحقیقی یو (۲۰۰۶) نشان می‌دهد سهامداران نهادی بالاتر منجر به مدیریت سود کمتر می‌گردد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارند و این مؤید آن است که سرمایه‌گذاران نهادی، محرک‌هایی برای بهبود عملکرد دارند و توان تنبیه مدیرانی که در جهت منافعشان حرکت نمی‌کنند را نیز دارا می‌باشند.

www.SID.ir

Archive of SID



مرادی (۱۳۸۶) در تحقیقی به بررسی نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، از این منظر که آیا مالکیت نهادی بر کیفیت سود گزارش شده تأثیر دارد، پرداخت. نتایج این تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و کیفیت سود است، حال آنکه این نتایج عموماً نشان‌دهنده آن‌کسی است که تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی نه تنها نقشی در ارتقای کیفیت سود ندارد، بلکه براساس نتایج حاصل از برخی مدل‌ها سبب تنزل کیفیت سود نیز می‌گردد. بنابراین به نظر می‌رسد سهامداران نهادی بالا، مدیریت سود را کاهش می‌دهد و واعتبار سودهای حسابداری را بالا می‌برد.

بنابراین از دیدگاه نظری سهامداران نهادی جایگاه ویژه‌ای در حاکمیت شرکتی دارند، زیرا آن‌ها هم می‌توانند بر مدیران شرکت نظارت داشته و هم منافع مدیران و سهامداران را هم‌سو کنند. اما از طرفی دیگر این تمرکز می‌تواند به دلیل دسترسی به اطلاعات محرمانه سبب پیدایش اطلاعات نامتقارن بین آنان و سهام داران خرد گردد. همچنین سهامداران نهادی کوتاه مدت بر خلاف سهامداران نهادی بلندمدت آشکارا و بی پرده به افزایش سود کوتاه مدت علاقه‌مند هستند. بنابراین به شرکت‌ها فشار می‌آورند که بیشتر بر سودهای کوتاه مدت تأکید نمایند تا بر سودهای بلند مدت و این امر می‌تواند بر حیات بلند مدت و آینده سرمایه‌گذاران زیان آور باشد.

## ۳. حاکمیت شرکتی در نظام بانکی ایران

نظام بانکداری ایران در شرایطی دهه سوم فعالیت خود را سپری می‌نماید که بر اساس شاخص‌های مختلف اقتصادی و مالی و با وجود تلاش هایی مستمر سیاست گذاران دچار ناکارایی محسوسی می‌باشد، مواجهه با حجم قابل توجه تسهیلات اعطایی غیر جاری، درگیر شدن بانک‌ها در امر بنگاه‌داری، سهم قابل توجه دارایی‌های سمی (دارایی‌های با نقدشوندگی پایین همچون مطالبات معوق، املاک تملیکی و...) در اقلام ترازنامه بانک‌ها، ناچیز بودن نسبت کفایت سرمایه، پایین بودن درجه شفافیت نظام بانکی و عدم تأمین منافع واقعی سپرده‌گذاران، بخشی از مجموعه ناکارآمدی‌های نظام بانکی ایران می‌باشد (طالبی، ۱۳۹۵).

بررسی سیر تاریخی نظام بانکی سایر کشورها نشان می‌دهد که چالش‌های برشمرده فوق، مختص نظام بانکی ایران نبوده و بسیاری از نظام‌های بانکی موفق کنونی توانسته‌اند با استفاده از سیاست‌های

www.SID.ir

Archive of SID



اصلاحی بهینه از جمله استقرار حاکمیت شرکتی درجه کارایی خود را به تدریج بالا برده و در عمل در زمینه تأمین مالی بهینه و به تبع آن رشد مطلوب و مستمر اقتصادی را به‌وجود آورند.

موضوع حاکمیت شرکتی نخستین‌بار در کنفرانس ملی«بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران» توسط دانشگاه علامه طباطبایی در ۷ و ۸ آذر ماه ۱۳۸۳ در مرکز همایش‌های رازی برگزار شد. در پی آن، در اواخر سال ۱۳۸۳ مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه سازمان بورس اوراق بهادار دست به انتشار ویرایش اول آئین‌نامه حاکمیت شرکتی زد که در پایگاه اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار در دسترس است. این آیین‌نامه در ۲۲ ماده و دو تبصره تنظیم شده و شامل تعریف‌ها، وظایف هیأت مدیره، سهامداران، افشای اطلاعات پاسخگویی و حسابرسی است. این آیین‌نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با سیستم درون سازمانی (رابطه‌ای) حاکمیت شرکتی سازگار است (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

در سال‌های اخیر در بانک مرکزی کشور نیز مطالعات بسیاری در خصوص حاکمیت شرکتی صورت پذیرفته است که در برخی از موارد بخش‌های از اصول حاکمیت شرکتی به نظام بانکی کشور به‌صورت بخشنامه و دستورالعمل‌هایی ابلاغ شده که می‌توان از ابلاغ مجموعه رهنمودهایی برای نظام مؤثر کنترل داخلی در موسسات اعتباری در سال ۱۳۸۶ نام برد که در آن بر ایجاد دو رکن حسابرسی و مدیریت ریسک تأکید شده است. همچنین در سال ۱۳۸۷ گزارش راهکارهای بومی‌سازی حاکمیت شرکتی مؤثر در نظام بانکداری ایران منتشر گردیده است. در سال ۱۳۹۵ پیش‌نویس دستورالعمل حداقل الزامات ناظر بر حاکمیت شرکتی در موسسات اعتباری غیردولتی توسط بانک مرکزی تهیه شده که این پیش‌نویس در راستای پاسخگویی به یکی از مهمترین چالش‌های نظام بانکی در ایران یعنی چالش‌ها و خلاءهای قانونی در خصوص استقرار حاکمیت شرکتی در بانک‌هاست.

بنابراین می‌توان بیان نمود که علی رغم اهمیت بسیار زیاد استقرار حاکمیت شرکتی در کشور و رفع مشکلات زیر ساختی در بانک‌ها و همچنین توجه به این مقوله در نظام بانکداری دنیا، مقوله حاکمیت شرکتی با اهدافی همچون اصلاح قواعد درون سازمانی بانک‌ها، توجه به حقوق ذی‌نفعان و افشا و شفافیت جایگاه لازم و مناسبی را در بین قوانین و مقررات کشور ندارد و همچنین نگاهی به وضعیت نظام بانکی و عملکردهای بانک‌های کشور حاکی از آن است که قواعد، مکانیسم‌ها و اصول حاکمیت

www.SID.ir

Archive of SID



شرکت در جهت تحقق اهداف ذکر شده، رضایت‌بخش و مطلوب نیست. دلیل اثبات این ادعا نیز وجود مشکلات عدیده در حوزه‌های متعدد مربوط به حاکمیت شرکت همچون عدم شفافیت، کارایی عملکرد پایین بانک‌ها، تخصیص غیرکارای منابع، نبود مدیریت ریسک کارآمد، حسابرسی غیراثربخش، انتصابات غیرتخصصی در بین مدیران بانکی، عدم تأمین حقوق سپرده‌گذاران و سایر ذینفعان است که برآمده از مشکلات و خلاءهایی است که در بالا ذکر گردید. ( شهبازی و ترابی‌فر، ۱۳۹۵).

## ٤. مروری بر پیشینه تحقیق

ماه آور پور (۱۳۸۶) در مطالعه‌ای با عنوان بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت بعنوان شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد پرداخت که نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و سود هر سهم رابطه معناداری وجود دارد و هرچه تمرکز مالکیت بیشتری بر مدیران اعمال شده و موجب عملکرد بهتر شرکت‌ها می‌شود و رابطه بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل مؤثر بر بازدهی دارد.

وکیلی فرد و همکاران(۱۳۸۹) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۳ پرداخته‌اند که در این پژوهش معیارهای حاکمیت شرکتی شامل سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیرموظف هیأت مدیره و کیفیت اطلاعات مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد Q توبین و رشد سود خالص می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین سهامداران نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار و مثبت وجود دارد و همچنین حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضای غیرموظف هیأت مدیره در ترکیب هیأت‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوس دارد.

آقایی و چالاکی(۱۳۸۹) در مقاله‌ای به بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۰ پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار منفی بین مالکیت نهادی و مدیریت سود

www.SID.ir

Archive of SID



و همچنین بین استقلال هیأت‌مدیره و مدیریت سود وجود دارد. علاوه بر این، رابطه معنی‌داری بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره) و مدیریت سود وجود ندارد.

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در مطالعه‌ای با عنوان رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد، به بررسی این موضوع برای ۱۸۹شرکت بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۸۶-۱۳۸۱ پرداختند که نتایج این تحقیق بیانگر آن است که ابزارهای نظارت راهبری شرکت (شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی) با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری دارد.

مهربانی و دادگر (۱۳۹۰) در مقاله‌ای با عنوان 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، 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 پرداخته‌اند. نتایج این مطالعه 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 تأثیرگذار 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 تأثیرگذار می‌باشند. به‌علاوه 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 به‌صورت مستقیم و هم به‌صورت غیرمستقیم از طریق بهبود شاخص‌های حاکمیت شرکتی درونی مؤثر هستند.

شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱) در مطالعه‌ای با عنوان بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار، به بررسی رابطه ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت بر اساس

www.SID.ir

Archive of SID



معیارهای نوین عملکرد ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین استفاده نمودند که نمونه آماری این مطالعه ۱۰۳شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹ -۱۳۸۵ می‌باشد که یافته‌های براساس هردو مدل ارزش افزوده اقتصادی و Q توبین نشان می‌دهد که رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت وجود دارد و رابطه معناداری و منفی بین مالکیت حقیقی و عملکرد شرکت وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت که بیانگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد رابطه معناداری و مثبت با عملکرد شرکت وجود دارد.

خدادادی و همکاران (۱۳۹۱)، پژوهشی که با عنوان بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند، در تحلیل‌ها از داده‌های ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۴ استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها دارای رابطه مثبت و معنی‌داری هستند. سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت دارای رابطه مثبت و با عملکرد شرکت دارای رابطه منفی است. دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ارزش شرکت دارای رابطه منفی و معنی‌دار بوده و با عملکرد شرکت‌ها دارای رابطه و معنی‌دار نیست. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی که شامل تمام ویژگی‌های ساختاری مورد بررسی در این پژوهش بود با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه مثبت و معنی‌داری است.

تقوی و همکاران (۱۳۹۲) در مقاله‌ای به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ثبات سیستم بانکی کشورهای در حال توسعه (با تأکید بر شاخص مالکیت بانک‌ها) در دوره ۲۰۱۱-۲۰۰۰ پرداختند. در مطالعه آنها ساختار مالکیت بانک‌ها به عنوان متغیر مستقل از جنبه مالکیت دولتی، مالکیت خصوصی و مالکیت خارجی بررسی شده است. نتایج این مطالعه حاکی از آن است که مالکیت دولتی بانک‌ها اثر بزرگتری بر افزایش مطالبات معوق نسبت به مالکیت خصوصی دارد، اما مالکیت خارجی نسبت به سایر انواع مالکیت‌ها از نظر نسبت‌های سود آوری بانک بهتر عمل می‌نماید.

اولی و همکاران (۱۳۹۳) در مقاله‌ای به بررسی تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۸۵ با یک نمونه ۱۲۲تایی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش حاکی از این است که بین عناصر

www.SID.ir

Archive of SID



حاکمیت شرکتی، فقط درصد مالکیت سهامداران نهادی تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد.

نحار و تیلور (۲۰۰۸)، در مقاله‌ای به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و ساختار سرمایه برای نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اردن پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که بین ساختار سرمایه و سرمایه‌گذاران نهادی، رابطه منفی و معنی‌داری نیست. آن‌ها بیان کردند که یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی مؤثر بر حاکمیت شرکتی، ظهور سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مالکان سرمایه است. سرمایه‌گذاران نهادی از طریق جمع‌آوری اطلاعات و قیمت‌گذاری تصمیمات مدیریت به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. علاوه بر این، بر اساس یافته‌های آنان نقدینگی، اندازه و ساختار دارایی رابطه مثبت و معنی‌دار و سودآوری رابطه منفی و معنی‌دار با بدهی شرکت‌های اردنی دارد.

آندس و اللادو(۲۰۰۸) در مطالعه‌شان نمونه از بانک‌های تجاری موجود در کشورهای توسعه یافته را برای آزمون نقش هیأت رئیسه در بهبود عملکرد سیستم بانکی در نظر گرفته‌اند. یافته‌های این مقاله حاکی از وجود رابطه U شکل بین عملکرد سیستم بانکی و قدرت هیأت رئیسه و بین مدیران اجرایی و عملکرد بانکی دارد. نتایج نشان می‌دهد که ترکیب هیأت رئیسه و اندازه آن بستگی به توانایی هیأت رئیسه در کنترل مدیران دارد. هرچه استقلال هیأت رئیسه بیشتر باشد کارایی آنها در مدیریت و کنترل مدیران بالاتر خواهد بود و باعث ایجاد سود آوری بیشتر در بانک‌ها می‌شود.

ارمینا و ماریا (۲۰۱۰) در مقاله خود به بررسی رابطه بین عملکرد بانکی و حاکمیت شرکتی در بانک‌های اروپایی و آمریکایی و استرالیا و ژاپن پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که یک رابطه منفی قابل چشم پوشی بین عملکرد بانکی و حاکمیت شرکتی برقرار است، اما بین عملکرد بانکی و اهرم مالی و رشد اقتصادی رابطه مثبت و قوی وجود دارد. همچنین این مقاله حاکی از آن است که رابطه مثبت بین سهامداران داخلی و عملکرد بانکی وجود دارد که بیانگر این است که هرچه سهام بیشتر توسط کارمندان داخلی بانک و هیأت مدیره و سهامداران بزرگ نگهداری شود، عملکرد بانک بهتر خواهد بود.

www.SID.ir

Archive of SID



آلن و همکاران (۲۰۱۱) در مقاله خود ارتباط بین حاکمیت شرکتی و وجود ثبات در سیستم بانکی را برای کشورهای عضو اتحادیه اروپا بررسی کرده‌اند. برای این منظور ارتباط بین بانک‌های مادر و شعبه‌های آنها در کشورهای دیگر بررسی شده‌اند. بسیاری از شعب خارجی دارای نقدینگی بالاتر نسبت به بانک‌های داخلی کشور میزبان بوده‌اند که با انتقال وجوه خود به کشور مادر باعث ایجاد بی‌ثباتی در سیستم بانکی کشور میزبان شده‌اند. بررسی نشان می‌دهد که فقدان مقررات حاکمیت شرکتی مناسب که از بازار مالی کشور میزبان حمایت نماید باعث ایجاد چنین بحرانی می‌شود.

المینتر و همکاران (۲۰۱۲) در مقاله خود اثر حاکمیت شرکتی را بر عملکرد بانک‌های اردن بررسی کردند. در این مقاله شاخص اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و مالکیت خارجی به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است. نتایج، حاکی از آن است که رابطه مثبت بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد سیستم بانکی اردن وجود دارد. اندازه هیأت مدیره و جدایی مالکیت از مدیریت رابطه منفی با عملکرد سیستم بانکی این کشور دارد.

امرانه (۲۰۱۴) در مقاله‌ای به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی ، ساختار مالکیت و عملکرد بانکی در اردن طی سال‌های ۲۰۱۲-۲۰۰۰ پرداخته است. نتایج حاصل از بررسی این مطالعه نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت یک رابطه مثبت بر عملکرد نظام بانکی دارد هنگامی که مالکیت خارجی اثر مثبتی روی عملکرد بانک دارد و همچنین اندازه هیأت مدیره باعث افزایش عملکرد بانک می‌شود.

با بررسی مطالعات انجام شده، می‌توان بیان نمود با بررسی پیشینه تحقیق ارائه شده در این بخش، اکثر مطالعات انجام شده بر نقش مثبت و معنادار متغیرهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها از جمله بانک‌ها تأکید دارند و همان‌طور که از پیشینه تحقیق ملاحظه می‌شود این موضوع در سال‌های اخیر مورد توجه محققان در دنیا قرار گرفته است و با توجه به جدید بودن موضوع کارهای اندکی صورت پذیرفته است که با عنایت به اینکه از این نظر کار زیادی به خصوص در خصوص اثرات متغیرهای حاکمیت شرکتی بر روی عملکرد نظام بانکی صورت نپذیرفته است، لذا ما تلاش نمودیم تا این جنبه را مورد بررسی قرار دهیم.

www.SID.ir

Archive of SID



## ۵. برآورد مدل و تحلیل نتایج

هدف از این مطالعه ارزیابی اثر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد نظام بانکی می‌باشد که بانک‌های منتخب از کشورهای توسعه یافته(G7) و کشورهای در حال توسعه (D8) طی دوره ۲۰۱۴-۲۰۰۵ به‌عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده، که اسامی بانک‌های منتخب در جدول زیر ارائه می‌گردد.

جدول ۲. بانک‌های منتخب کشور ها

| | کشور (گروه G7) | بانک |
|---|---|---|
| گروه G7 | کانادا | TD Bank |
| | آلمان | Comerz Bank |
| | ایتالیا | UniCredit |
| | فرانسه | BNP Paribas |
| | آمریکا | Citi Group |
| | انگلیس | Barclays Bank PLC |
| | ژاپن | The Norinchukin Bank |
| گروه D8 | ترکیه | Bank ASYA |
| | مصر | Commercial International Bank |
| | بنگلادش | Prime Bank Limeted |
| | اندونزی | Bank Mandiri |
| | نیجریه | First Bank of Nigeria Limited |
| | مالزی | Malayan Banking Berhad |
| | پاکستان | MCB Bank Limited |
| | ایران | Bank of Industry and Mine |

مأخذ: نتایج تحقیق

مدل مورد استفاده در این مطالعه با توجه به پیشنه تحقیق و مبانی نظری بررسی شده به شرح ذیل می‌باشد.

$$ROE = \beta_0 + \beta_1 inddir + \beta_2 ceoind + \beta_3 inst + \beta_4 major + \beta_5 growth + \beta_6 liasset(-1) + \beta_7 capital(-1) \quad (۱)$$

در رابطه فوق ROE، بازده حقوق صاحبان سهام و متغیر وابسته مدل است که نشان دهنده نسبت سود پس از کسر مالیات به حقوق صاحبان سهام می‌باشد که در این مطالعه به‌عنوان شاخص سودآوری در

www.SID.ir

Archive of SID



نظر گرفته شده است. متغیر inddir نشان‌دهنده تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره است که نشان دهنده نقش نظارتی آنها می‌باشد. متغیر ceoind، یک متغیر مجازی است که نشان‌دهنده تفکیک یا عدم تفکیک جایگاه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره است و نقش کنترلی و نظارتی هیأت مدیره را نشان می‌دهد. متغیر inst سهم سهامداران نهادی از مالکیت شرکت است. در این مطالعه منظور از سهامداران نهادی بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و صندوق‌های بازنشستگی می‌باشد. متغیر major سهم سهامداران عمده را از مالکیت شرکت را نشان می‌دهند. سهامدارانی که مالکیت بیش از ۵ درصد از سهام بانک را دارند، به‌عنوان سهامداران عمده محسوب می‌شوند.

بر اساس ادبیات نظری و همچنین مطالعات تجربی انجام شده، انتظار این است که افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، سودآوری بانک را افزایش دهد. بر اساس ادبیات نظری موجود افزایش تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره از طریق اعمال نظارت بر کیفیت عملکرد مدیران اجرایی بنگاه منجر به بازدهی و سودآوری بیشتر می‌گردد. طبق نظام‌نامه حاکمیت شرکتی کادبری، استقلال بیشتر از هیأت مدیره با انتصاب اعضای غیر موظف هیأت مدیره محقق می‌شود که هیچ‌گونه دخالتی در شرکت ندارند که بر قضاوت آن‌ها به عنوان مدیران اثر بگذارد.

تفکیک جایگاه رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل نیز موجب بهبود عملکرد بانک می‌شود و سودآوری آن را افزایش می‌دهد. اصل دیگری که نظام‌نامه حاکمیت شرکتی کادبری بر آن تأکید می‌کند، جداسازی مدیر عامل از رئیس هیأت مدیره برای ارتقاء استقلال هیأت مدیره است. چنین ساختاری به رئیس هیأت مدیره این امکان را می‌دهد تا به دور از سلایق و منافع شخصی و تنها در چارچوب تصمیمات هیأت مدیره بر عملکرد مدیران اجرایی نظارت مؤثر و کافی داشته باشد.

وجود سهامداران نهادی در بانک‌ها منجر به ارتقائ عملکرد و افزایش سود آوری می‌گردد. از آنجاکه عموما سهامداران نهادی آگاهی و دانش بیشتری نسبت به چالش‌ها ، فرصت‌ها و نقاط ضعف و قوت بنگاه دارند و با علم به این مسائل نسبت به سرمایه گذاری در بنگاه‌ها اقدام کرده‌اند و با توجه به اینکه به‌دنبال حداکثر کردن منافع حاصل از این سرمایه‌گذاری برای خود می‌باشند، می‌توانند به شکلی مؤثر و اثربخش بر مدیریت بنگاه در راستای افزایش سود آوری تأثیر بگذارند.

www.SID.ir

Archive of SID



افزایش سهم سهامداران عمده در بانک‌ها افزایش سودآوری می‌گردد. طبق اصل دوم اصول حاکمیت شرکتی BIS برای بانک‌ها، هر چه سهام‌داران توانایی استیفای حقوق مالکانه خود را داشته‌باشند، مدیریت بانک به شکل بهتری عمل می‌کند. این اصل بیان می‌کند که چارچوب حاکمیت شرکتی بایستی از حقوق سهامداران حفاظت نموده و اجرای آن را تسهیل نماید. بر این مبنا حقوق اساسی سهامداران اصلی باید شامل روش‌های امن برای ثبت مالکیت، امکان انتقال سهام‌ها، دریافت اطلاعات مربوط در مورد شرکت به صورت منظم و به موقع، مشارکت و داشتن حق رای در جلسات عمومی، انتخاب و حذف اعضای هیأت مدیره و سهیم بودن در سود شرکت باشد. همچنین سهامداران بایستی حق شرکت در تصمیمات مربوط به تغییرات اساسی شرکت را داشته باشند و نیز اطلاعات کافی از این تغییرات بیابند. این تغییرات شامل اصلاحیه در اساسنامه شرکت، قوانین مشارکت با مستندات حاکمیت مشابه در شرکت، واگذاری سهام اضافی و معاملات خاص شامل انتقال همه یا بخش عمده‌ای از سرمایه‌های شرکت که در فروش شرکت تأثیر می‌گذارد، است. علاوه بر آن سهامداران بایستی فرصت شرکت مؤثر و حق رای در جلسات عمومی سهامداران را داشته باشند و از قواعد و قوانین آن، شامل رویه‌های رأی‌گیری که حاکم بر جلسات عمومی سهامداران است اطلاع یابند. طبق این اصل باید اطلاعات کافی و به موقع در مورد تاریخ، محل و دستور جلسه مجامع عمومی و نیز اطلاعات کامل و به موقع در مورد مباحثی که در مجمع باید تصمیم گیری شوند، به سهامداران داده شود و سهامداران باید فرصت پرسیدن سوالات خود را از هیأت مدیره داشته باشند که شامل سؤالاتی در مورد حسابرسی خارجی سالانه، افزودن مواردی به صورتجلسه مجمع عمومی و پیشنهاد تصمیمات به منظور ایجاد شروط معقول می‌باشد. ضمناً سهامداران باید بتوانند در تصمیمات کلیدی حاکمیت شرکتی نظیر تسهیل در تعیین کاندید و انتخاب اعضای هیأت مدیره مشارکت مؤثر داشته باشند. سهامداران باید قادر باشند تا نقطه نظرات خود را در مورد سیاست پرداخت حق الزحمه به اعضای هیأت مدیره و مدیران اجرایی رده بالا اعلام کنند و طرح جبران خدمت اعضای هیأت مدیره و کارکنان بایستی به تائید سهامداران برسد. سهامداران چه در حضور و چه در غیبت خود باید قادر به رأی دادن باشند. البته در حضور سهام‌داران عمده در مالکیت مؤسسات مالی، همواره این نگرانی نیز وجود دارد که این سهام‌داران، آن بانک یا مؤسسه را تبدیل به یک منبع مالی ترجیحی برای

www.SID.ir

Archive of SID



سرمایه‌گذاری یا کسب و کار دیگر خود بکنند و از این منظر، منافع و سودآوری آن بانک را در تصمیمات خود، در اولویت قرار ندهند.

به منظور در نظر گرفتن تأثیرات سایر عوامل مؤثر بر وضعیت بانک، متغیرهای سرمایه و نسبت بدهی به دارایی نیز وارد مدل شده‌اند. با این حال به دلیل اثرگذاری با تأخیر متغیرهای مزبور بر سودآوری بانک، این متغیرها با یک دوره تأخیر در مدل قرار گرفته‌اند.

متغیر liaasset نشان‌دهنده نسبت بدهی به دارایی و تعیین‌کننده ساختار سرمایه (اهرمی) بانک‌ها است. استدلال ارتباط ساختار سرمایه و عملکرد شرکت تا حدود زیادی تحت‌الشعاع استدلال‌های مربوط به خلق ارزش بدهی می‌باشد. اما می‌توان در مجموع این ارتباط را این گونه خلاصه نمود: تأثیرخالص اهرم مالی بر عملکرد شرکت نتیجه‌ای از اثرات گوناگون می باشد. اگر درماندگی مالی (که غالباً نسبت بدهی‌ها نشانگر آن است)، پرهزینه‌تر و با اهمیت‌تر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، مشکلات عملکردی بیشتری خواهند داشت. در مقابل، اگر درماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارایی و بهره‌وری عملیات خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های درماندگی مالی گسترش دهد، آنگاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت.

متغیر capital نشان‌دهنده سرمایه بانک است. طبق فرض انتظار داریم افزایش سرمایه بانک منجر به افزایش سودآوری آن شود. سرمایه استفاده شده در این مطالعه، سرمایه پایه بانک است. افزایش سرمایه یک بنگاه اقتصادی و به طور خاص یک بانک، قابلیت ریسک‌پذیری آن را افزایش می‌دهد و شرایط را برای گسترش حجم فعالیت‌های عملیاتی و البته سرمایه‌گذاری‌هایش فراهم می‌کند. در این صورت، انتظار بر این است که هر چه سرمایه یک بانک افزایش یابد، عملکردش بهتر شود و در نتیجه سودآوری بیشتری داشته‌باشد.

همچنین به منظور در نظر گرفتن اثر وضعیت اقتصاد کلان کشورهای مورد مطالعه بر سودآوری بانک‌ها، نرخ رشد اقتصادی هر سال نیز برای هر کشور به طور جداگانه در مدل قرار داده شده‌است که با growth نشان داده شده‌است. بدیهی است که یک بنگاه از شرایط محیطی اقتصاد کلانی که در آن فعالیت می‌کند، تأثیر می‌پذیرد. شاخص رشد اقتصادی، بهترین متغیری است که می‌تواند تحولات وضعیت اقتصاد کلان را برای یک مؤسسه مالی مانند بانک نشان دهد. پیش‌بینی می‌شود افزایش نرخ

www.SID.ir

Archive of SID



رشد اقتصادی، موجب بهبود فضای کسب و کار همه بنگاه‌ها، از جمله بانک‌ها شود و بر سودآوری آن‌ها تأثیر مثبت داشته‌باشد.

## ۵-۱. روش برآورد مدل پژوهش

داده‌های تلفیقی اصطلاحی برای تلفیق مشاهدات مقطعی کشورها، خانوارها و... طی دوره‌های زمانی چندساله می‌باشد. بنابراین در ادبیات اقتصادسنجی، اطلاعات آماری مربوط به داده‌های ادغام شده، سری زمانی و مقطعی را داده‌های تلفیقی می‌گویند؛ یعنی داده‌های مربوط به یک متغیر در دوره ای خاص و برای چندین منبع مختلف را به‌دست آوریم.

### ۵-۱-۱. آزمون F

آنچه به طور کلی در مدل‌های پانل مطرح می‌گردد این است که فرضاً n واحد تصمیم مجزا وجود دارند که با شاخص i از ۱ تا n شماره‌گذاری می‌شوند و همچنین t دوره زمانی متوالی وجود دارد که در مجموع N=nt مشاهده خواهیم داشت. اگر رگرسیون خطی پانل، به صورت زیر باشد:

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + ... + \beta_k X_{kit} + e_{it}$$

متغیرها عبارتند از:

$Y_{it}$: ارزش متغیر وابسته برای واحد iام در دوره tام.

$X_{jit}$: ارزش متغیر توضیحی jام برای واحد iام در دوره tام.

i = l,…,n
i = l,…,t
i = l,…,k

در این رگرسیون دستگاه عمومی پارامترهای تمام واحدها در تمام زمان‌ها بیان گردیده است. اختلاف بین مقاطع (بنگاه‌ها، کشورها، مسیرها، استان‌ها و ...) در $a_i$ نشان داده می‌شود و در طول زمان ثابت فرض می‌گردد. اگر فرض ما این باشد که $a_i$ برای تمام بنگاه‌ها ثابت است، روش OLS تخمین‌های کارا و سازگاری از $\beta, \alpha$ به دست خواهد داد. ولی اگر فرض کنیم که در بین مقاطع مختلف اختلاف وجود دارد، از روش Panel Data برای تخمین استفاده می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID



برای تعیین وجود (یا عدم وجود) عرض از مبدا جداگانه برای هر یک از کشورها از آماره F به‌صورت زیر استفاده می‌شود. فرضیه صفر بیان می‌کند که $\alpha_i$ برای تمام بنگاه‌ها ثابت است و می‌توان روش OLS را به‌کار برد:

$$H_0 : \alpha_0 = \alpha_1 = ... = \alpha_n = \alpha$$
$$H_1 : \alpha_i \neq \alpha_j$$

$$F(n-1, nt-n-k) = \frac{(RSS_{UR} - RSS_R)/(n-1)}{(1-RSS_{UR})/(nt-n-k)}$$

در رابطه فوق، UR مشخص کننده مدل غیر مقید و علامت R، نشان دهنده مدل مقید با یک عبارت ثابت برای کلیه گروه‌ها می‌باشد. k تعداد متغیرهای توضیحی ملحوظ در مدل، n تعداد کشورها، و N=nt تعداد کل مشاهدات و(t دوره زمانی موردنظر) می‌باشد. اگر F محاسبه شده از F جدول با درجه آزادی (n-1) و (nt-n-k) بزرگتر باشد آنگاه فرضیه صفر رد می‌شود. لذا رگرسیون مقید دارای اعتبار نمی‌باشد و باید عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود.

جدول پیوست (۱) نشان می‌دهد که با توجه مقدار بسیار کوچک اندازه آماره F (تقریباً برابر با صفر)، در برآورد مدل با استفاده از داده‌های مطالعه، باید از مدل داده‌های تابلویی استفاده شود.

### ۵-۱-۲. آزمون هاسمن: انتخاب بین اثرات ثابت یا تصادفی

برای آزمون این که مدل با بهره‌گیری از روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی برآورد گردد، از آزمون هاسمن (Hausman Test) به‌صورت زیر استفاده می‌شود:

$$\begin{cases} H_0: \text{Random Effects} \\ H_1: \text{Fixed Effects} \end{cases}$$

$$H \equiv n\,\hat{q}'\,(A\text{var}(\hat{q}))^{-1}\,\hat{q}$$

که در آن:

$\hat{q}$: تفاضل ضرایب برآورد شده برای متغیرهای توضیحی لحاظ شده در روش اثرات ثابت و تصادفی ( $\hat{q} = \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}$ )

$Avar(\hat{q})$: واریانس مجانبی $\hat{q}$ n: تعداد مشاهدات

www.SID.ir

Archive of SID



فرضیه صفر این است که تخمین‌زن‌های مدل اثرات تصادفی و اثرات ثابت به طور اساسی تفاوتی با یکدیگر ندارند. اگر فرضیه صفر رد شود نتیجه می‌گیریم که روش اثرات تصادفی مناسب نیست و بهتراست از روش اثرات ثابت استفاده کنیم، آماره هاسمن دارای توزیع کای– دو با درجه آزادی برابر تعداد ضرایب تخمین زده شده در مدل می‌باشد. اگر آماره محاسبه شده در سطح احتمال معین از توزیع کای- دو جدول بزرگتر باشد در این صورت فرضیه صفر رد می‌شود.

نتایج آزمون هاسمن برای مدل مورد مطالعه در پیوست شماره (۲) آورده شده است که با توجه به مقدار برآورد شده برای آماره آزمون هاسمن (chi2)، فرضیه صفر مبنی بر عدم تفاوت برآوردگرهای اثرات ثابت و اثرات تصادفی رد می‌شود و در نتیجه در برآورد مدل مطالعه از روش اثرات ثابت استفاده می‌کنیم.

### ۵-۱-۳. آزمون مانایی داده‌های پانل

قبل از تخمین مدل ابتدا باید آزمون ایستایی در مورد متغیرهای مدل انجام شود. ایده اصلی مانا بودن متغیرها مربوط به ثبات گشتاوورهای یک سری زمانی است. مثلاً آیا تولید ناخالص اقلامی تولید می‌کند که بدون توجه به زمان، میانگین، واریانس و دیگر گشتاورهای ثابتی داشته باشد یا خیر؟ اگر این گشتاورها ثابت باشند، آن فراگرد تصادفی مانا و در غیر این صورت نامانا است.

آزمون‌های مانایی از جمله مهمترین آزمون‌ها جهت برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد می‌باشد. به طور کلی ایستایی یک متغیر به معنای وجود میانگین، واریانس، ضرایب خود همبستگی ثابت در طول زمان است. زمانی که متغیرهای نامانا در الگوی رگرسیون استفاده شود، ضرایب تخمینی به‌دست آمده برای پارامترها از اعتبار بالایی برخوردار نیستند و آزمون‌های t و F اعتبار لازم را ندارند چرا که همواره احتمال به‌وجود آمدن رگرسیون کاذب وجود دارد. به همین دلیل برای جلوگیری از رگرسیون ساختگی از آزمون‌های مانایی استفاده می‌شود که در این تحقیق مانایی با آزمون‌های ریشه واحد به دلیل نسبت پایین تعداد سال‌های مطالعه به تعداد کشورها، از آزمون ریشه واحد هریس–تاوالیس استفاده شده است که نتایج آن برای متغیرهای مدل در پیوست شماره ۳ آورده شده است. همان‌طور که از مقدار آماره آزمون هریس تاوالیس مشخص است، تمامی متغیرها مانا هستند.

www.SID.ir

Archive of SID



## ۵-۲. برآورد و تحلیل مدل

همان‌طور که در بخش قبل توضیح داده‌شد، متغیر وابسته مدل، شاخص نسبت حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری از سودآوری است. به علاوه، متغیرهای مستقل مدل به سه گروه از متغیرها دسته‌بندی شده‌اند. گروه اول شامل متغیرهای حاکمیت شرکتی می‌شود که هر کدام به طور جداگانه تعریف شده‌اند. دسته دیگر از متغیرها، متغیرهای مالی داخلی بنگاه هستند که می‌توانند بر عملکرد سودآوری آن اثر داشته‌باشند. این دسته شامل دو متغیر نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها و سرمایه بانک هستند. متغیر دیگر که در دسته سوم جای می‌گیرد و نشان‌دهنده اثرگذاری شرایط بیرونی (محیط اقتصاد کلان) بر عملکرد یک بانک است، نرخ رشد اقتصادی انتخاب شده‌است. هدف از وارد کردن متغیرهای دسته دوم و سوم، خارج کردن اثر هر یک از عوامل غیر از عوامل مدیریتی و حاکمیت شرکتی بر سودآوری بانک می‌باشد.

موضوع دیگری که در این مطالعه مورد توجه قرار گرفته است، تفکیک بانک‌های متعلق به کشورهای عضو گروه G7 و D8 از یکدیگر است. به طور طبیعی انتظار بر این است که سطح اعمال اصول حاکمیت شرکتی و اصول نظارت بانکی، در کشورهای عضو گروه G7 بالاتر از کشورهای عضو گروه D8 باشد. این موضوع می‌تواند منجر به تفاوت نتایج برآورد مدل برای هر کدام از گروه‌های مزبور و در حالت در نظر گرفتن همه کشورها باشد. به عبارت دیگر، انتظار می‌رود، ارتباط بین تحولات متغیرهای حاکمیت شرکتی و متغیر بازده حقوق صاحبان سهام، برای بانک‌های متعلق به کشورهای عضو گروه D8، به مراتب ضعیف‌تر از ارتباط آن‌ها برای کشورهای عضو گروه G7 باشد. همچنین به دلیل وجود اختلاف قابل توجه بین سطح اعمال اصول حاکمیت شرکتی بین دو گروه از کشورهای مورد اشاره، نتایج برآورد برای همه کشورها، نسبت به دو حالت دیگر، معناداری بیشتری داشته‌باشد و فروض مدل را با استحکام بیشتری تأیید نماید.

جدول (۲)، نتایج برآورد مدل را برای همه کشورهای مطالعه نشان می‌دهد. در ستون (۱) مدل تنها با استفاده از متغیرهای حاکمیت شرکتی برآورد شده‌است. به عبارت دیگر این مدل نشان می‌دهد که در صورت در نظر گرفتن صرفاً متغیرهای حاکمیت شرکتی، تا چه میزان می‌توان تغییرات نسبت بازده حقوق صاحبان سهام را توضیح داد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضرایب دو متغیر inddir و

www.SID.ir

Archive of SID



ceoind مطابق فرض مطالعه، مثبت و از نظر آماری معنادار هستند. با توجه به این‌که متغیر ceoind یک متغیر مجازی (صفر و یک) است، تفسیر ضریب آن به این صورت است که مقدار شاخص بازده حقوق صاحبان سهام، در بانک‌هایی که در آن‌ها رئیس هیأت مدیره، مستقل از مدیرعامل است، به طور متوسط **۳.۵۴۴** واحد درصد، بزرگتر از بازده حقوق صاحبان سهام بانک‌هایی است که در آن‌ها رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل، یک شخص هستند.

جدول ۲. برآورد مدل پژوهش برای همه کشورها

| متغیرها | (۱) | (۲) | (۳) | (۴) | (۵) | (۶) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| inddir | ۱/۲۸۵××× | ۱/۲۳۳××× | ۱/۳۲۶××× | ۱/۲۸۵××× | ۱/۲۳۳××× | ۱.۳۲۶××× |
| | (۰/۴۴۸) | (۰/۴۳۵) | (۰/۴۳۵) | (۰/۳۴۷) | (۰/۳۳۵) | (۰.۳۴۰) |
| ceoind | ۳/۵۴۴×× | ۳/۷۸۹×× | ۳/۶۳۱×× | ۳/۵۴۴× | ۳/۷۸۹×× | ۳.۶۳۱×× |
| | (۱/۵۷۹) | (۱/۵۵۲) | (۱/۵۶۲) | (۱/۷۶۸) | (۱/۵۸۸) | (۱.۵۳۹) |
| inst | ۰/۰۷۹۴ | ۰/۰۶۰۶ | ۰/۰۶۰۸ | ۰/۰۷۹۴× | ۰/۰۶۰۶ | ۰.۰۶۰۸ |
| | (۰/۰۶۵۷) | (۰/۰۶۴۱) | (۰/۰۶۴۰) | (۰/۰۳۹۳) | (۰/۰۴۲۴) | (۰.۰۴۲۰) |
| major | -۰/۷۰۶××× | -۰/۶۰۷××× | -۰/۶۰۶××× | -۰/۷۰۶××× | -۰/۶۰۷××× | -۰.۶۰۶××× |
| | (۰/۲۱۰) | (۰/۲۰۶) | (۰/۲۰۶) | (۰/۲۲۹) | (۰/۲۰۰) | (۰.۱۹۶) |
| growth | | ۰/۶۹۴××× | ۰/۷۱۷××× | | ۰/۶۹۴×× | ۰.۷۱۷×× |
| | | (۰/۲۴۳) | (۰/۲۴۲) | | (۰/۳۰۲) | (۰.۲۹۸) |
| Liaasset(-1) | | | ۰/۸۱۳ | | | ۰.۸۱۳×× |
| | | | (۱/۲۱۵) | | | (۰.۳۷۷) |
| capital(-1) | | | ۰/۰۰۷۶۰× | | | ۰.۰۰۷۶۰××× |
| | | | (۰/۰۰۴۴۰) | | | (۰.۰۰۰۶۳۳) |
| Constant | ۲۸/۶۱××× | ۲۱/۸۰×× | ۲۱/۸۲×× | ۲۸/۶۱×× | ۲۱/۸۰× | ۲۱.۸۲× |
| | (۹/۰۴۶) | (۹/۲۰۷) | (۹/۱۳۷) | (۱۲/۷۳) | (۱۲/۰۵) | (۱۱/۷۲) |
| **تعداد مشاهدات** | ۱۵۰ | ۱۵۰ | ۱۴۹ | ۱۵۰ | ۱۵۰ | ۱۴۹ |
| **R-squared** | ۰/۱۷۵ | ۰/۲۴۲ | ۰/۲۴۷ | ۰/۱۷۵ | ۰/۲۴۲ | ۰/۲۴۷ |
| **تعداد کشورها** | ۱۵ | ۱۵ | ۱۵ | ۱۵ | ۱۵ | ۱۵ |

توضیحات: برآورد در ستون‌های (۴)، (۵) و (۶) بر اساس خطاهای استاندارد خوشه بندی شده‌است. *** p<0/01, ** p<0/05, * p<0/1

مأخذ: نتایج تحقیق

www.SID.ir

Archive of SID



ضریب متغیر inst، مثبت و از نظر آماری معنادار شود، با این حال اگرچه ضریب این متغیر مثبت برآورد شده‌است، با این حال ارتباط معناداری بین تغییرات آن و تغییرات متغیر وابسته مشاهده نمی‌شود. این مشاهده در همه حالت‌های دیگر برآورد مدل که متغیرهای مستقل دیگر نیز اضافه شده‌اند نیز تکرار شده‌است. این مشاهده نشان می‌دهد که تغییرات درصد مالکیت سهامداران نهادی، به طور متوسط تأثیر معناداری بر بانک‌های مورد مطالعه ندارد. در خصوص نحوه اثرگذاری متغیر major بر سودآوری بانک ، نتایج در همه برآوردها نشان می‌دهند که با افزایش سهم سهام‌داران عمده، سودآوری بانک‌ها به صورت متوسط کاهش یافته‌است. دلیل این مشاهده را می‌توان اثرگذاری سهام‌داران عمده بانک‌ها بر مدیریت بانک در راستای منافع شخصی (خارج از مسائل بانک) تفسیر کرد. در هر کدام از ستون‌های (۲) و (۳) به ترتیب متغیرهای اقتصاد کلان (growth) و بانکی (نسبت بدهی به دارایی و سرمایه) به مدل اضافه شده‌اند. همان‌طور که در جدول (۲) ملاحظه می‌شود، نتایج در مورد متغیرهای حاکمیت شرکتی از نظر «اندازه» و «جهت» اثرگذاری، مشابه حالت بدون وجود متغیرهای بانکی و اقتصاد کلان است. طبق انتظار بین متغیر نرخ رشد اقتصادی و بازده حقوق صاحبان سهام آن‌ها به طور متوسط ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. در ستون (۲) ملاحظه می‌شود که متغیر رشد اقتصادی، اثر مثبت و معناداری بر سودآوری بانک‌ها داشته‌است. با این حال نتایج ستون(۳) نشان می‌دهند که متغیر نسبت بدهی به دارایی اثر معناداری بر سودآوری نداشته و افزایش سرمایه موجب افزایش سودآوری می‌شود و این رابطه در سطح خطای ۱۰ درصد، معنادار است.

ستون‌های (۴)، (۵) و (۶) به ترتیب نتایج برآورد مدل‌های ستون‌های (۱)، (۲) و (۳) در حالت خوشه‌بندی[1] خطاهای استاندارد نسبت به هر کشور را نشان می‌دهد. در این حالت اندازه ضرایب برآوردشده تغییر نمی‌کنند، با این حال مقادیر خطای استاندارد و در نتیجه معناداری ضرایب، تحت تأثیر قرار خواهندگرفت. همان طور که در ستون‌های (۴) و (۶) ملاحظه می‌شود، پس از خوشه بندی، ضرایب متغیرهای inst و liaasset به دلیل کاهش مقادیر خطای استاندارد، معنادار شده‌اند. نکته قابل توجه دیگر این است که با افزودن متغیرهای مستقل بانکی و اقتصاد کلان به مدل( نسبت بدهی به

1. clustering

www.SID.ir

Archive of SID



دارایی، سرمایه و رشد اقتصادی)، قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای توضیحی (R^2) به میزان قابل توجهی افزایش یافته و از ۱۷.۵ درصد به ۲۴.۷ درصد بالغ شده‌است.

جدول (۳)، نتایج برآورد مدل را برای کشورهای عضو گروه D8 نشان می‌دهد. همان‌طور که پیش‌تر نیز اشاره شد، بانک‌های این گروه، در سطح پایین‌تری از اعمال حاکمیت شرکتی قرار دارند. ملاحظه می‌شود که از معناداری و قوت نتایج به دست آمده برای همه کشورها، در این حالت کاسته شده‌است. در ستون (۱) این جدول، بر خلاف جدول قبل، ضریب هیچ از یک از متغیرهای حاکمیت شرکتی، معنادار نیستند. با این حال در ستون‌های (۲) و (۳) و پس از افزودن متغیرهای بانکی و اقتصاد کلان، ضریب متغیر inddir، مثبت و از نظر آماری معنادار برآورد شده‌است.

www.SID.ir

Archive of SID



جدول ۳. برآورد مدل پژوهش برای همه کشورهای عضو گروه D8

| متغیرها | (۱) | (۲) | (۳) | (۴) | (۵) | (۶) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| inddir | ۰/۹۷۰ | ۱/۰۱۷×× | ۱/۱۹۲×× | ۰/۹۷۰××× | ۱/۰۱۷ | ۱/۱۹۲××× |
| | (۰/۶۸۰) | (۰/۵۶۹) | (۰/۵۷۲) | (۰/۳۴۴) | (۰/۶۸۸) | (۰/۴۹۹) |
| ceoind | ۰/۲۴۲ | ۰/۷۹۱ | ۰/۹۱۵ | ۰/۲۴۲ | ۰/۷۹۱ | ۰/۹۱۵ |
| | (۰/۱۷۰) | (۰/۸۶۲) | (۰/۹۱۳) | (۰/۳۷۹) | (۰/۵۴۳) | (۱/۱۰۰) |
| inst | ۰/۶۹۵ | ۰/۶۶۱ | ۰/۶۸۰× | ۰/۶۹۵× | ۰/۶۶۱× | ۰/۶۸۰××× |
| | (۰/۳۸۴) | (۰/۳۷۶) | (۰/۳۷۱) | (۰/۳۲۵) | (۰/۳۲۹) | (۰/۳۴۲) |
| major | -۴/۹۷۳ | -۴/۷۹۱ | -۳/۱۲۷××× | -۴/۹۷۳ | -۴/۷۹۱××× | -۳/۱۲۷××× |
| | (۲/۲۳۸) | (۳/۱۱۴) | (۱/۴۷۰) | (۲/۷۹۳) | (۱/۷۲۹) | (۱/۱۶۷) |
| liaasset((-1) | | | ۰/۸۱۶ | | | ۰/۸۱۶×× |
| | | | (۱/۰۶۵) | | | (۰/۲۴۸) |
| Capital(-1) | | | ۰/۰۰۷۲۸× | | | ۰/۰۰۷۲۸××× |
| | | | (۰/۰۰۳۸۸) | | | (۰/۰۰۰۸۶۶) |
| growth | | ۰/۴۸۵× | ۰/۴۸۶× | | ۰/۴۸۵× | ۰/۴۸۶× |
| | | (۰/۲۶۴) | (۰/۲۶۰) | | (۰/۲۲۴) | (۰/۲۳۱) |
| Constant | ۲۱۵/۴ | ۲۰۵/۴ | ۱۳۴/۰ | ۲۱۵/۴ | ۲۰۵/۴ | ۱۳۴/۰ |
| | (۳۰۵/۵) | (۳۰۰/۴) | (۳۰۲/۵) | (۱۱۶/۵) | (۱۵۵/۹) | (۱۷۶/۲) |
| **تعداد مشاهدات** | ۸۰ | ۸۰ | ۷۹ | ۸۰ | ۸۰ | ۷۹ |
| **R-squared** | ۰/۰۵۸ | ۰/۱۰۳ | ۰/۱۵۸ | ۰/۰۵۸ | ۰/۱۰۳ | ۰/۱۵۸ |
| **تعداد کشورها** | ۸ | ۸ | ۸ | ۸ | ۸ | ۸ |

توضیحات: برآورد در ستون‌های (۴)، (۵) و (۶) بر اساس خطاهای استاندارد خوشه بندی شده‌است.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

مأخذ: نتایج تحقیق

یک تفاوت اصلی مشاهده شده در نتایج این جدول نسبت به جدول شماره ۲، این است که متغیر استقلال هیأت مدیره و مدیرعامل، در هیچ کدام از برآوردها، معنادار نشده‌است. به نظر می‌رسد علت مشاهده این نتیجه، عدم تفکیک بین این دو جایگاه در اکثر بانک‌های این گروه باشد. به علاوه این‌که به دلیل سطح پایین‌تر اعمال اصول حاکمیت شرکتی در این بانک‌ها، حتی تفکیک رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل نیز نتوانسته است بر سودآوری آن‌ها اثر بگذارد. نتایج برآورد برای متغیر major نیز مانند

www.SID.ir

Archive of SID



حالت قبل است، به طوری که ارتباط منفی و معناداری بین این متغیر و سودآوری بانک ملاحظه می‌شود که نشان می‌دهد افزایش سهم سهام‌داران عمده موجب کاهش سودآوری بانک شده‌است. نکته قابل توجه این است که اندازه (قدرمطلق) ضریب این متغیر در این گروه از کشورها افزایش قابل توجهی داشته‌است که نشان‌دهنده تأثیر شدیدتر نفوذ سهام‌داران عمده بر مدیریت بانک‌ها در این کشورها است.

جدول (۴) نتایج برآورد مدل پژوهش را برای کشورهای گروه G7 نشان می‌دهد. نتایج ضرایب برآوردشده برای این گروه از کشورها، از حیث علامت و اندازه ضرایب و همچنین معناداری آن‌ها، شباهت زیادی به نتایج جدول (۲) دارد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، متغیرهای inddir و ceoind رابطه مستقیمی با متغیر وابسته مدل، یعنی نسبت بازده حقوق صاحبان سهام دارند. همچنین متغیر major نیز همچون دو حالت قبل، با تغییرات سودآوری بانک‌ها، همبستگی معکوس دارد. متغیر سهام‌داران نهادی نیز علاوه بر مقادیر کم برآوردشده ضرایبش، تنها در ستون‌های (۴) و (۵) معنادار شده‌اند و با توجه به نتایج ستون‌های (۳) و (۶) که همه متغیرهای توضیحی را همزمان در مدل برآورد کرده‌اند، نمی‌توان اثر معناداری را برای این متغیر متصور بود.

www.SID.ir

Archive of SID



جدول ۴. برآورد مدل پژوهش برای کشورهای عضو گروه G7

| متغیرها | (۱) | (۲) | (۳) | (۴) | (۵) | (۶) |
|---|---|---|---|---|---|---|
| inddir | ۱.۳۰۰×× | ۱.۳۳۲×× | ۱.۴۱۲×× | ۱.۳۰۰× | ۱.۳۳۲× | ۱.۴۱۲×× |
| | (۰.۵۷۷) | (۰.۵۶۶) | (۰.۵۷۹) | (۰.۶۴۶) | (۰.۶۱۳) | (۰.۵۷۶) |
| ceoind | ۷.۷۶۶××× | ۶.۲۱۱×× | ۶.۷۷۸×× | ۷.۷۶۶××× | ۶.۲۱۱×× | ۶.۷۷۸××× |
| | (۲.۷۴۸) | (۲.۸۲۷) | (۲.۹۴۳) | (۱.۶۰۲) | (۲.۴۸۴) | (۲.۵۷۴) |
| inst | ۰.۰۶۸۵ | ۰.۰۴۶۲ | ۰.۰۴۲۳ | ۰.۰۶۸۵×× | ۰.۰۴۶۲× | ۰.۰۴۲۳ |
| | (۰.۰۷۳۵) | (۰.۰۷۳۱) | (۰.۰۷۴۱) | (۰.۰۲۳۸) | (۰.۰۲۲۰) | (۰.۰۳۰۳) |
| major | -۰.۶۰۹×× | -۰.۵۲۲×× | -۰.۴۸۳× | -۰.۶۰۹×× | -۰.۵۲۲× | -۰.۴۸۳×× |
| | (۰.۲۳۸) | (۰.۲۳۸) | (۰.۲۴۴) | (۰.۲۳۶) | (۰.۲۲۰) | (۰.۱۹۳) |
| liaasset(-1) | | | ۵.۵۳۷ | | | ۵.۵۳۷× |
| | | | (۶.۹۳۳) | | | (۲.۳۱۸) |
| Capital(-1) | | | ۰.۲۳۰ | | | ۰.۲۳۰ |
| | | | (۰.۲۹۹) | | | (۰.۳۱۰) |
| growth | | ۰.۸۸۸× | ۰.۸۷۴× | | ۰.۸۸۸ | ۰.۸۷۴ |
| | | (۰.۴۸۷) | (۰.۴۹۴) | | (۰.۸۰۲) | (۰.۸۱۷) |
| Constant | ۱۲.۰۷ | ۹.۸۸۱ | ۰.۲۹۸ | ۱۲.۰۷ | ۹.۸۸۱ | ۰.۲۹۸ |
| | (۱۰.۱۳) | (۱۰.۰۱) | (۱۳.۸۷) | (۱۱.۱۶) | (۹.۳۳۵) | (۹.۳۴۰) |
| **تعداد مشاهدات** | ۷۰ | ۷۰ | ۷۰ | ۷۰ | ۷۰ | ۷۰ |
| **R-squared** | ۰.۲۹۴ | ۰.۳۳۲ | ۰.۳۴۴ | ۰.۲۹۴ | ۰.۳۳۲ | ۰.۳۴۴ |
| **تعداد کشورها** | ۷ | ۷ | ۷ | ۷ | ۷ | ۷ |

توضیحات: برآورد در ستون‌های (۴)، (۵) و (۶) بر اساس خطاهای استاندارد خوشه بندی شده‌است.

*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

مأخذ: نتایج تحقیق

www.SID.ir

Archive of SID



## ٦. نتیجه گیری

نظام حاکمیت شرکتی در واقع واکنشی به مساله نمایندگی است که از جدایی کنترل از مالکیت ناشی می‌شود. در پی ارائه تئوری نمایندگی، روابط نمایندگی به صورت گسترده‌تری موضوعات مختلف ادبیات مالی را تحت تأثیر قرار داد و به تدریج و به خصوص با پدیدار شدن رسوایی‌های مالی و ورشکستگی‌های شرکت‌ها و سوءاستفاده‌ها و فسادهای مالی که در اواخر قرن بیستم رخ داد، بحث نظام حاکمیت شرکت‌ها نیز توجه بیشتری را به خود معطوف کرد. جدایی مدیریت از مالکیت مباحث تضاد منافع را مطرح و لزوم توجه به نظارت و کنترل سهامداران بر مدیران را بیشتر کرد.

همان‌طور که برآورد مدل مورد مطالعه نشان می‌دهد، متغیرهای حاکمیت شرکتی در عملکرد نظام بانکی اثر معناداری دارند که نکته مهم و قابل توجهی که از مقایسه نتایج سه مدل برآورده شده برای کل کشورها، عضو گروه D8 و G7 به دست می‌آید، این است که معناداری ضرایب در جدول(۲) که برای همه کشورها برآورد شده، از نتایج جدول (۴) مربوط به بانک‌های گروه G7، بیشتر است و به عبارت دیگر مدل را بهتر تأیید می‌کند و در مقابل نتایج برای گروه D8 به طور نسبتاً ضعیفی تأیید شده‌اند. علت این مشاهده وجود اختلاف نسبتاً زیاد بین سطح اعمال اصول حاکمیت شرکت بین کشورهای دو گروه G7 و D8 است که البته موجب اختلاف در سودآوری بانک‌های مورد مطالعه طی دوره زمانی مورد بررسی نیز شده‌است.

همچنین می‌توان اذعان کرد که توجه به حاکمیت شرکتی بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه به یک میزان نمی‌باشد، در حالی که برای کشورهای توسعه یافته با بازارهای گسترده و رقابتی التزام به حاکمیت شرکتی یک ضرورت اجتناب ناپذیر است، برای کشورهای در حال توسعه با غلبه بر نهادهای رابطه مدار این ضرورت فقط آنجا حس می‌شود که سازمان‌ها خود را برای ارتقاء تا سطح نهادی قاعده مدار و مدرن آماده نمایند. اگر برای کشورهای توسعه یافته قاعده مدار بودن نهادهای اصلی پذیرفته شده است، برای سازمان‌های فعال در کشورهای در حال توسعه حرکت به سوی شکل‌دهی سازمان به عنوان نهادی قاعده مدار در گرو هوشیاری و درک راهبران است که در این راه حاکمیت شرکتی می‌تواند به عنوان ابزاری کارآمد عمل نماید.

www.SID.ir

Archive of SID



با عنایت به مباحث مطروحه در این مقاله و اهمیت نظام حاکمیت شرکتی در ایجاد حس اعتماد سرمایه گذاران، افزایش کارایی و شفافیت بازارهای مالی و در نهایت رشد و توسعه اقتصادی اقدامات و پیش نیازهایی جهت استقرار حاکمیت شرکتی در نظام بانکی همچون کاهش تسلط ساختارها و رویه‌های دولتی ناکارآمد در نظام بانکی، تعیین ساختار مناسب برای هر یک از سطوح مجمع عمومی، هیأت مدیره، هیأت عامل و مدیرعامل، تعیین اختیارات هر یک از سطوح مدیریت بانک و نحوه تعامل آنها با حسابرس مستقل وکمیته حسابرسی و تعیین ضوابط مربوط به صلاحیت‌ها و شایستگی‌های مورد نیاز مدیران بانک‌ها نیاز است که باید در اولویت سیاستگذاران نظام بانکی قرارگیرد.

www.SID.ir

Archive of SID



## منابع

**آقایی، محمد علی و پری چالاکی** (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال اول، شماره دوم.

**ابراهیمی کردلو، علی**(۱۳۸۴)، "تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، *رساله دکتری*، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

**اولی، محمد رضا؛ قائمی اصل، مهدی؛ امین زادگان، سعیده و الناز عظیمی** (۱۳۹۳)، "تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده در بورس اوراق بهادار"، *حسابداری مدیریت*، دوره ۷، شماره ۲۱، صص ۵۹-۷۰.

**امین آزاد، امیرحسین** (۱۳۹۳)، "ارزیابی نظام حاکمیت شرکتی در بانک‌ها"، *مجموعه مقالات بیست و چهارمین همایش سیاست‌های پولی و ارزی*.

**ایزدی نیا، ناصر و امیر رسائیان** ( ۱۳۸۹)، "رابطه برخی ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد دانش حسابداری"، *دانش حسابداری*، شماره ۱، صص ۷۲-۵۳.

**بابایی زکلیکی، محمد علی و ژیلا احمد وند** ( ۱۳۸۷)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران"، *تحقیقات مالی*، ۱۰(۲۶)، صص ۶۰-۴۱.

**تقوی، مهدی؛ احمدیان، اعظم و مهران کیانوند** (۱۳۹۲)، "تحلیلی بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ثبات سیستم بانکی کشورهای در حال توسعه (با تأکید بر شاخص مالکیت بانک‌ها)"، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، سال ششم، شمار نوزدهم.

**حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر و حسن خسرونژاد** (۱۳۸۷)، "رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها ، اندازه شرکت با مدیریت سود"، *مطالعات حسابداری*، شماره ۴۲، صص ۱۱۵- ۹۷.

**حساس یگانه، یحیی و رافیک باغومیان** (۱۳۸۴)، "حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی "، *فصلنامه حسابدار رسمی*، شماره ۵ و ۶، صص ۸۶-۴۵.

**حساس یگانه، یحیی** (۱۳۸۵)، " حاکمیت شرکتی در ایران"، *فصلنامه حسابرس*، شماره ۳۲، صص ۳۹-۳۲.

www.SID.ir

Archive of SID



**حسن زاده، علی و آرش محمد علیزاده** (۱۳۹۰)، "حاکمیت شرکتی در بانک‌ها: معرفی الگوها و مدل‌های کاربردی"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۳۳، صص ۷۴-۸۶.

**حسینی نسب، محمد ابراهیم؛ موقری، هادی و مهدی باسخا** (۱۳۸۸)، "عوامل مؤثر بر ارزش افزوده کارگاه‌های صنعتی ایران با ده نفر کارکن و بیش‌تر"، *تحقیقات اقتصادی*، ۴۵(۳).

**خدادادی، ولی و ولی تاکر** (۱۳۹۱)، "تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال چهارم، شماره پانزدهم.

**رحمانی، علی؛ حسینی، سید علی و نرگس رضا پور** (۱۳۸۹)، "رابطه مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام در ایران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷(۶۱)، صص۳۹-۵۴.

**رحیمیان، نظام الدین؛ صالح نژاد، سید حسن و علی سالکی** (۱۳۸۸)، "رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۸)، صص ۷۱-۸۶.

**روشندل، محمد** (۱۳۸۶)، "راهکارهای بومی‌سازی حاکمیت شرکتی مؤثر در نظام بانکداری ایران"، *گروه مجوزهای بانکی*، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

**رنانی، محسن؛ دلالی اصفهانی، رحیم و علی حسین صمدی** (۱۳۸۹)، "ارایه الگویی برای رشد اقتصادی ایران، برخی ملاحظات نهادی"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال دهم، شماره ۲، تابستان ۱۳۸۹.

**رهبری خرازی، مهسا** (۱۳۸۴)، "مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی درشرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان"، *رساله کارشناسی ارشد*، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.

**رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم و شادی شاهوردیانی** (۱۳۸۵)، *مدیریت مالی راهبردی :ارزش آفرینی*.

**سیف، ولی الله** (۱۳۹۳)، "حاکمیت شرکتی در نظام بانکی ایران: چالش‌ها و انتظارات"، *فصلنامه روند*، شماره ۶۸، زمستان ۱۳۹۳.

**شهبازی غیاثی، موسی و هادی ترابی‌فر** (۱۳۹۵)، *آسیب‌شناسی نظام بانکی، چالش‌ها و آسیب‌های کلان ضعف حاکمیت شرکتی در مدیریت بانک‌های ایران*، مرکز پژوهش‌های مجلس.

www.SID.ir

Archive of SID



**شهیکی تاش، محمد نبی؛ کاظمی، مهدی و موسی امینی** (۱۳۹۱)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل"، *دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی*، شماره‌های ۹ و ۱۰.

**ماه آورپور، راضیه** (۱۳۸۶)، "بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *پایان‌نامه کارشناسی ارشد*، دانشگاه الزهرا.

**مرادی فرد، مهدی ؛ ناظمی اردکانی مهدی؛ غلامی؛ رضا و حجت اله فرزانی** ( ۱۳۸۸) ، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۵)، صص۸۵-۹۸.

**مشایخ، مهناز و مریم اسماعیلی** ( ۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۴۵، صص ۲۵-۴۴.

**مومنی، منصور و علی فعال قیومی** (۱۳۸۶)، *تحلیل داده‌های آماری با استفاده از SPSS*، تهران : کتاب‌نو.

**مهربانی، فاطمه و یداله دادگر** (۱۳۹۰)، "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"، *فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت*،شماره۳، صص۱۰۱-۱۱۹.

**میدری، احمد** (۱۳۸۱)، "سازگاری انواع حکمرانی شرکت با اقتصاد ایران"، *رساله دکتری*، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.

**نمازی، محمد و احسان کرمانی** (۱۳۸۷) ، "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۵.

**نمازی، محمد؛ حلاج، محمد و شهلا ابراهیمی** (۱۳۸۸)، "تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* شماره ۱۶.

**نوروش، ایرج؛ صالحی، فایق و کرمی غلامرضا** .(۱۳۸۳) ، بررسی رابطه جریان‌های نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۳۷، صص ۱۲۱-۱۴۶.

www.SID.ir

Archive of SID



**نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و جواد وافی** (۱۳۸۸)، "بررسی ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های بورسی اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری*، شماره ۱.

**نیلی، فرهاد** (۱۳۹۳)، "گفتگو با فرهاد نیلی در خصوص نظام تأمین مالی در ایران"، *مجله تازه‌های اقتصاد*، شماره ۱۴۴، سال یازدهم، زمستان ۱۳۹۳.

**وکیلی فرد، حمیدرضا و لیدا باوند پور** ( ۱۳۸۹) ، "تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مطالعات مالی*، شماره ۸

**ولی پور، هاشم و علی خرم** (۱۳۹۰)، "اثر بخشی‌ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی"، *حسابداری مدیریت*، شماره ۸

**یحیی زاده‌فر، محمود؛ شمس، شهاب‌الدین و سید جعفر لاریمی** (۱۳۸۹)، "رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نسبت‌های سودآوری با ارزش افزوده بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۷.

**Al Manaseer, Moousa F. and Riyad Mahmod Al- Dahiyat** (2012), "the Impact of Corporate Governance on the Performance of Jordanian Banks", *European Journal of Scientific Research* , Vol. 67, No. 3, pp. 349-359.

**Andres, Pablo de and Eleuterio Vallelado** (2008), "Corporate Governance in Banking: The role of the board of directors", *journal of banking and finance*, No. 32, pp. 2570-2580.

**Balasubrmal, Ian. N.; Black, Bernard. S. and Khanna, Vikramaditya** (2010), "The Relation Between Firm Level Corporate Governance and Market Value: A Case Study of India", Emerging Market Revie, No. 11, pp. 319-340.

**Beiner, Stefan; Drobetz, Wolfgang; Schmid, Markus M and immermann, Heinz** (2006), "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation, European", *Financial Management*, 12(2), pp. 249-283.

**Black, Bernard** (1992), "Intuitional Investors and Corporate Governance: the Case of Intuitional Voice", Journal of Applied Corporate Finance, 5(3), pp.19-32.

**Black, Bernard. S.; Inessa I. and R. Andrei** (2006)**,** "Corporate Governance Indices and Firm is Market Value: Time Series Evidence From Russia", Emerging Markets Review, No.7, pp. 361-379.

**Braendle c. and J. Noll** (2005), "*On the Convergence of National Corporate Governance Systems*", Available in SSRN.

**Ditmar, A. and J. Marht-smit** (2007), "Corporate Govermance and the Value of Cash Holdings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 83, pp. 599-643.

**Ditmar, D.J. and K.K. Denis** (1994), "Majority Owner-Managers and Organizational Efficiency", *Journal of Corporate Finance*, Vol. l, pp. 91-118.

**Dlugosz, J.; Falenbrach, R.; Gompers, P. and A. Metrick,** (2004), "Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement', *Journal of Corporate Finance*, Vol.12, pp.594-618.

www.SID.ir

Archive of SID



**Ermina, papanikolaou and patsi maria** (2010), *Corporate Governance and Bank Performance*, International Hellenic university.
**Fama, E. and K. Fernch** (1993), "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal Financial Economics*, vol.133, pp. 3-56.
**Holderness, C. G. and D.P. Sheehan** (1988), "The Role of Majority Shareholder in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis", *Journal of Financial Economics*, vol.20, pp. 317-346.
**Jae-Seung B.; Jun-koo and P. Kyung-Suh** (2004), "Corporate Gorporate Govermance and Firm value: Evidence from Korean Financial Crisis", *Journal of Financial Economics*, vol.71, pp. 265-313.
**Jensen, M.C. and W. Meckling** (1976), "The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agncy Corts and Owenership Struture", *Journal of Financial Economics*, vol.3, pp.305-60.
**Keasey, K. and M. Wright** (1993), "Issue in Corporate Accountability and Governance", *Accounting and Business Reseach*, vol. 23.
**Klein, peter; Shapiro, Danel and Young, Jeffrey** (2005), "Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: The Canadian evidence", *Blackwell Publishing Ltd*, 13(6), pp. 769-784.
**lectures on Corporate Governance** (2005), *Three Models of Corporate Governance*, EWMI/PFS Program.
**Lovata, Linda M.; Costigan, Michael and L. Empirical** (2002), "Analysis of Adopters of Economic Added Value", *Management Accounting Research*, No. 13, pp. 215-228
**Mehran, H.** (1995), "Executive Compensation Struture, Ownership and Firm Performance", *Journal of Financial Economics*, vol.38.
**Moconnell, J.J. and H. Servaes** (1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate value", *Journal of Financial Economics*, vol.25, pp. 595-612.
**Muraly, R. and J.B. Welch** (1989), "Agents, Oweners, Control and Performance", *Journal of Business Finance and Accounting*, pp. 385-398.
**Najjar, B. and P. Taylor** (2008), "The Relationship Between Capital Structure and Ownership Structure", *Managerial Finance*, vol 12, pp 919-933.
**Parrino, R.; Sias, R. and L. Starks** (2003), "Voting With their Feet: Institutional Ownership Changes Around Forced CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, vol.68, pp. 3-46.
**Ramsay I. and M. blair** (1993), "Ownership Concentration Institutional Investment and Corporate Governance, Melboourne University Law Rev., No. 19, pp. 153-194.
**Schauten, Marc B.J.; Dijk, Dick van and waal, Jan-paul van der** (2011), "Governanc and the Value of Exeess Cash Holdings of Large European Firms", European Financial Management, No. 36.
**Wang, zong-Jun and Xiao-Lan Deng** (2006), "Corporate Governance and Financial Distress Evidence from Chinese Listed Companie", *Chinese Economy*, pp. 27-39.

www.SID.ir

Archive of SID

## پیوست‌ها

جدول ۱. آزمون F لیمر

| متغیرها | roe |
|---|---|
| nomdir | ۰/۰۸۴۷<br>(۰/۳۴۳) |
| inddir | ۱/۱۷۷×××<br>(۰/۴۳۲) |
| ceoind | ۴/۶۱۵×××<br>(۱/۵۹۶) |
| inst | ۰/۰۶۶۹<br>(۰/۰۶۳۴) |
| major | -۰/۵۵۸×××<br>(۰/۲۰۵) |
| growth | ۰/۶۶۴×××<br>(۰/۲۴۱) |
| capital | ۰/۰۰۳۴۷<br>(۰/۰۰۴۶۷) |
| liabilities | -۳/۳۵حـ۰۶<br>(۲/۰۵حـ۰۶) |
| assets | -۳/۱۰حـ۰۷<br>(۵/۴۳حـ۰۷) |
| Constant | ۲۳/۰۳××<br>(۸/۸۸۱) |
| | |
| Observations | ۱۵۰ |
| Number of country1 | ۱۵ |
| R-squared | ۰/۲۶۴ |
| F test | ۷/۴۳ |
| Prob >F | ۰/۰۰۰۰ |

*** p<0/01, ** p<0/05, * p<0/1

مأخذ: نتایج تحقیق

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۲. نتایج آزمون هاسمن

| | Coefficients (b) fixed | (B) random | (b-B) Difference | sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E. |
|---|---|---|---|---|
| nomberofdi~s | .0846789 | .0538862 | .0307926 | .1255408 |
| independen~r | 1.177497 | .4932147 | .6842821 | .2877518 |
| ceoindepen~t | 4.614789 | 4.954922 | -.3401331 | .3588827 |
| institional | .0668906 | .0014688 | .0654218 | .034941 |
| major | -.5582812 | -.0564411 | -.5018401 | .2004174 |
| gdpgrowth | .6643264 | .9025943 | -.2382679 | .0422915 |
| capital | .0034708 | .0032511 | .0002196 | .0004959 |
| liabilities | -3.35e-06 | -4.40e-06 | 1.05e-06 | 1.04e-06 |
| assets | -3.10e-07 | -3.83e-07 | 7.21e-08 | . |

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= 11.66
Prob>chi2 = 0.1123
(V_b-V_B is not positive definite)

www.SID.ir

Archive of SID

Harris-Tzavalis unit-root test for roe

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Not included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | 0.4498 | -3.8986 | 0.0000 |

آزمون ریشه واحد متغیر بازده حقوق صاحبان سهام

Harris-Tzavalis unit-root test for capital

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Not included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | -0.1261 | -11.9901 | 0.0000 |

آزمون ریشه واحد متغیر سرمایه

www.SID.ir

Archive of SID

Harris-Tzavalis unit-root test for liaasset

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Not included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | -0.0888 | -11.4663 | 0.0000 |

آزمون ریشه واحد متغیر نسبت بدهی به دارایی

Harris-Tzavalis unit-root test for independentdirector

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Not included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | 0.6070 | -1.6895 | 0.0456 |

آزمون ریشه واحد متغیر تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره

www.SID.ir

Archive of SID

Harris-Tzavalis unit-root test for institional

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | 0.2846 | -0.9802 | 0.0635 |

آزمون ریشه واحد متغیر سهم سهامداران نهادی

Harris-Tzavalis unit-root test for major

| | |
|---|---|
| Ho: Panels contain unit roots | Number of panels = 15 |
| Ha: Panels are stationary | Number of periods = 10 |
| AR parameter: Common | Asymptotics: N -> Infinity |
| Panel means: Included | T Fixed |
| Time trend: Not included | |

| | Statistic | z | p-value |
|---|---|---|---|
| rho | 0.4556 | -3.8169 | 0.0001 |

آزمون ریشه واحد متغیر سهم سهامداران عمده

www.SID.ir