Archive of SID

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز
دوره سوم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۰، پیاپی ۶۰/۳، صفحه‌های ۱۲۱-۱۴۳
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

تبیین رابطه‌ی بین ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی با ساختار حاکمیت شرکتی (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران)

دکتر اسفندیار ملکیان*
دانشگاه مازندران

عباسعلی دریایی**
دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اصفهان

چکیده

حاکمیت شرکتی، شامل ساختارهای کنترلی، حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. در این پژوهش، ضمن تعیین رتبه‌ی حاکمیت شرکتی در نمونه‌ی مورد پژوهش بر اساس چک لیستی که به شش طبقه افشا، اخلاق تجاری، آموزش، رعایت الزامات قانونی، حسابرسی و مالکیت تقسیم شده بود، رابطه‌ی بین ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی با ساختار حاکمیت شرکتی جهت ارایه‌ی اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار گرفت. در این راستا، تعداد ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره‌ی زمانی ۸۷-۱۳۸۳ به طور نمونه‌ای انتخاب گردیدند. نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده مؤید آن است، که نقش مدیران غیرموظف، در اداره‌ی امور شرکت و نظارت بر مدیران موظف، فقط در حد یک نام باقی مانده است و سهامداران عمده نتوانسته‌اند از قدرت، توانایی و امکاناتی که در اختیار داشته‌اند، جهت بالا بردن شاخص‌های نظارتی بهره گیرند. در عین حال سهامداران نهادی در حد امکان،

* استادیار دانشکده علوم اقتصادی و اداری، گروه حسابداری
(نویسنده مسئول، e_malekian35@yahoo.com)
** دانشجوی دکتری حسابداری

دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۰۶/۱۰
پذیرش مقاله: ۱۳۹۰/۰۴/۰۳

www.SID.ir

Archive of SID

شاخص‌های نظارتی و کنترلی را در شرکت‌ها بهبود بخشیده‌اند.

واژه‌های کلیدی: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی، سهامداران نهادی، سهامداران عمده، مدیران غیرموظف.

۱. مقدمه

ادبیات اقتصادی و مالی راجع به حاکمیت شرکتی با وقوع رسوایی‌های مالی اخیر، مانند انرون، وردکام و پارمالت دچار دگرگونی شگرفی گردیده است[۱]. یکی از علایم چنین تغییراتی را می‌توان سیل عظیم تحقیقات در این زمینه دانست.[۲] تحقیقات اخیر بیانگر آن است، که بهبود محیط قانونی، ترکیب سهامداران و ساختار هیأت مدیره به انتظار رتبه‌ی بازده مورد انتظار کمتر و به تبع آن ارزش گذاری بیشتر شرکت منجرگردد. کلیه‌ی مباحث و تحقیقات راجع به سازوکارهای حاکمیت شرکتی، در قالب تئوری نمایندگی تبیین و تشریح می‌گردد، به عبارتی، تئوری نمایندگی منبع بسیاری از مباحث حاکمیت شرکتی است. چراکه هزینه‌هایی که صرف بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌گردد به نوعی به کاهش مشکلات نمایندگی و به تبع آن هزینه‌های نمایندگی منجر می‌شود. درابتز و دیگران[۳] (۲۰۰۳)، اعتقاد دارند، که هدف بسیاری از سازوکارهای حاکمیت شرکتی دست‌یابی به شرکت‌های مسئوولیت پذیر، پاسخگو، مدیران ارزش آفرین و در نهایت کنترل شرکت‌هاست. به عبارتی، قوانین حاکمیت شرکتی به دلیل رفع تضادهای احتمالی بین سهامداران، کارگران و مدیران در بازارهای بین‌المللی توسعه یافته است. اون و دیگران[۴] (۲۰۰۴) بیان نموده اند، که حاکمیت شرکتی، به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای نظارتی برای حمایت و پشتیبانی از ذی نفعان، به ویژه سهامداران که هنگام ورشکستگی فقط نسبت به ارزش باقیمانده‌ی شرکت ادعا خواهند داشت، می‌باشد. بازارهای رقابتی این انگیزه را در مدیران به وجود می‌آورند تا از سرمایه‌های در اختیار خود به طور کارآمد استفاده نمایند. اما فقط وجود سازوکارهای مناسب حاکمیت شرکتی می‌تواند چنین امری را برآورده سازد و به تبع آن باعث بهبود عملکرد شرکت گردد.

www.SID.ir

Archive of SID

۲. پیشینه‌ی پژوهش

۱-۲. پژوهش‌های خارجی

براون و کیلر[۵] (۲۰۰۴)، براون و کیلر (۲۰۰۶)، بلک و خانا[۶] (۲۰۰۷) در تحقیقات خود ویژگی‌های شرکتی؛ همچون اندازه، درآمد و سود، همچنین، ویژگی‌های مالکیتی؛ مدیریتی مانند درصد سهامداران عمده، درصد سهامداران نهادی، درصد مدیران موظف و غیرموظف را مورد بررسی قرار دادند مدل‌های مورد استفاده‌ی آنها مبتنی بر رگرسیون خطی بوده است. البته لی و تین[۷] (۲۰۰۷)، موارد مذکور را با استفاده از رگرسیون غیر خطی نیز بررسی نمودند. تمامی این تحقیقات مؤید این موضوع بوده‌اند، که بهبود معیارهای رشد مالی و غیر مالی، مستلزم تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌باشد. بنابراین، مطالعه‌ی عوامل مؤثر بر سازوکارهای حاکمیت شرکتی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. بررسی ادبیات پیشین نشان می‌دهد، که حاکمیت شرکتی ضعیف؛ مانع از جریان سالم سرمایه گذاری و به تبع آن افزایش ریسک سرمایه گذاری می‌گردد (کانگ و زردکوهی[۸] (۲۰۰۵)، بلک و خانا[۹] (۲۰۰۷)، مکنایت و ویر[۱۰] (۲۰۰۸)).

براون و کیلر[۱۱] (۲۰۰۴)، براون و کیلر (۲۰۰۶)، در تحقیقی به بررسی بین میزان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پرداخته اند. آنها پنجاه ویک عامل موثر در حاکمیت شرکتی را در قالب هشت طبقه با عنوان‌های حسابرسی، هیأت مدیره، قانون گذاری، آموزش مدیران، پاداش مدیران، سهامداران، اعمال روبه رشد و تمایل به مشارکت قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد، که حاکمیت شرکتی مطلوب، از جنبه‌ی پاداش مدیران، تاثیر بیشتری بر بازده شرکت دارد. به عبارتی، ویژگی مالکیتی و مدیریتی عامل موثری در بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی و به تبع آن عملکرد شرکت بوده است. در این زمینه، نتایج تحقیق ایپس و سریولا[۱۲] (۲۰۰۷) جالب توجه است، که هیچ گونه رابطه‌ی معنادار آماری بین رتبه‌های مربوط به حاکمیت شرکتی ارایه شده از سوی اداره‌ی خدمات سهامداران نهادی و بازده عملیاتی شرکت‌ها در امریکا نیافتند. هرچند نتیجه‌ی تحقیق آن‌ها بیانگر نامربوط بودن رتبه‌ی حاکمیت شرکتی در بهبود عملکرد بوده است، (دلیل آن ممکن است معیارهای به کارگرفته شده برای عملکرد، که معیارهای حسابداری عملکرد بوده‌اند، باشد.) با این حال محققان در مورد عوامل موثر بر حاکمیت شرکتی بحث ننموده‌اند. بسیاری از تحقیقات نیز به این نکته اشاره نموده‌اند، که بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی به کاهش

www.SID.ir

Archive of SID

هزینه‌های نمایندگی منجر می‌گردد (درابتز و دیگران[۱۳] (۲۰۰۳)، بلک و خانا[۱۴] (۲۰۰۷)، مکنایت و ویر[۱۵] (۲۰۰۸)). مکنایت و ویر[۱۶] (۲۰۰۸)، در تحقیقی با عنوان "هزینه‌های نمایندگی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ترکیب سهامداران در شرکت‌های بورسی بریتانیا (با استفاده از تحلیل داده‌های ترکیبی)" رابطه‌ی بین هزینه‌های نمایندگی و متغیرهای مربوط به ترکیب سهامداران را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آن‌ها از سه معیار نسبت فروش به مجموع دارایی‌ها، اثر متقابل وجه نقد آزاد[۱۷]، چشم انداز رشد و ترکیب مالکیت برای هزینه‌های نمایندگی استفاده نمودند. روش‌های مورد استفاده برای تحلیل داده در تحقیق آن‌ها عبارت بوده است از: اثرات ثابت، متغیرهای ابزاری و رگرسیون‌های توبیت.[۱۸] نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد، که تغییرات در ساختار هیأت مدیره پس از گزارش کادبری، هزینه‌های نمایندگی را تحت الشعاع قرار داده است. از دیگر یافته‌های این تحقیق، تاثیر مستقیم ترکیب سهامداران بر هزینه‌های نمایندگی بوده است، بدین معنا که افزایش مالکیت هیأت مدیره به کاهش هزینه‌های نمایندگی و کاهش هزینه‌های نمایندگی در بلند مدت، به افزایش سود آوری شرکت منجرمی گردد و این یعنی نقش ویژگی‌های مالکیتی بر بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی که می‌تواند به کاهش هزینه‌های نمایندگی منجرگردد. روتمن[۱۹] (۲۰۰۹) و آیدومین[۲۰] (۲۰۱۰) در تحقیقات خود موضوع هزینه‌های حسابرسی، به عنوان بخشی از هزینه‌های نمایندگی، را در ارتباط مستقیم با سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌دانند. ویژگی‌های مالکیتی اعم از نوع سهامداران متغیری است، که در اکثر تحقیقات مورد توجه قرار گرفته است.

۲-۲. پژوهش‌های داخلی

در ایران محققان کمتری در حوزه‌ی رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی فعالیت نموده‌اند. از این بابت این تحقیق باسایر تحقیقات تفاوت مهمی دارد. با این حال مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵)، احمدپور و کردتبار (۱۳۸۷)، تاثیر و نقش مدیران غیر موظف را در بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار دادند. همچنین ابراهیمی کردلر و دیگران (۱۳۸۹)، با بررسی تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد به این نتیجه رسیدند، که نوع مالکیت (که یکی از ویژگی‌های مالکیتی می‌باشد) بر بهبود عملکرد شرکت‌ها موثر است. به عبارتی، سهامداران نهادی با بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت را بهبود

www.SID.ir

Archive of SID

می‌دهند. بااین حال، بادآور نهندی و همکاران(۱۳۹۰)، در تحقیق خود در خصوص ارتباط سازوکارهای حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری، موضوع تاثیر ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی بر حاکمیت شرکتی خوب و به تبع آن افزایش ارزش شرکت را مدنظر قرار دادند؛ این درحالی بود که نتیجه‌ی تحقیق آن‌ها این موضوع را تایید نموده است.

باید اذعان کرد که با توجه به جدی شدن بحث خصوصی سازی در کشور، که استقرار بیش از پیش نظام راهبری شرکت‌ها (حاکمیت شرکتی) را ضروری خواهد ساخت، به علاوه لزوم آمادگی برای پیوستن به سازمان تجارت جهانی و الزام بند "ی" قانون برنامه چهارم توسعه در مورد اصلاح اساسنامه بانک‌های دولتی برای انطباق با قانون تجارت و همچنین ارتباطات معمول با نهادهای مالی بین‌المللی و از جمله بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول، بدون تردید به کارگیری نظام حاکمیت شرکتی در ایران در آینده نزدیک به عنوان یک ضرورت مسلم جلوه گر خواهد گردید.

۳. مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

در یک نگاه کلی، حاکمیت شرکتی شامل ساختارهای کنترلی، حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند عبارتند از: سهامداران و ساختار مالکیت ایشان، اعضاء هیأت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی آن را هدایت می‌کند و سایر ذینفع‌ها که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند. در ادامه به تشریح مبانی نظری متغیرها می‌پردازیم:

۳-۱. سهامداران نهادی

با توجه به آنکه سهامداران نقش اساسی در مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی دارند[۲۱]، لذا ترکیب مختلف آن‌ها در شرکت‌ها می‌تواند اثرهای متفاوتی را بر عملکرد شرکت‌ها، همچنین نحوه‌ی انعکاس اطلاعات شرکت در بازار داشته باشد. سهامداران نهادی به حاکمیت شرکتی به صورت کاملاً متفاوت از سهامداران حقیقی می‌نگرند، زیرا موسسه‌ها اساساً ملاک‌های ارزشمندتری نسبت به اشخاص حقیقی داشته و انگیزه‌های لازم، برای توسعه، گسترش و نظارت بر سرمایه گذاری‌ها را با منظری کارشناسانه دارند، لذا باید نقش

www.SID.ir

Archive of SID

فعال تری را در حاکمیت شرکتی نسبت به سهامداران جزء ایفا نمایند. دسترسی بیشترشان به اطلاعات شرکت همراه با قدرت مشارکتشان در تصمیم گیری‌های حساس شرکت، باید آن‌ها را قادر سازد تا به صورت فعالانه تر بر عملکرد شرکت نظارت نمایند و وقتی که احساس نمایند عملکرد شرکت رو به افول است، تغییراتی را در ترکیب هیات مدیره به وجود آورند. در عمل، در اوایل دهه۱۹۹۰سهامداران نهادی به طرز فزاینده‌ای بر بازارهای آمریکا تسلط یافتند. آن‌ها نقش فعال تری را در حاکمیت شرکتی نسبت به دوره‌های پیشین بر عهده گرفتند. اما در سایر بازارها همچنان که بعضی از تحقیقات نشان دادند، حتی فعالترین سهامداران نهادی در مورد اجرای سازوکارهای حاکمیت شرکتی کمترین تلاشی را ننمودند[۲۲]. سیاست‌های پاداش، این امکان را برای مدیران فراهم می‌آورد، که در پی اطلاعات خصوصی[۲۳] برای بهبود عملکرد خود باشند. جستجوی اطلاعات خصوصی به وسیله‌ی سرمایه گذاران نهادی، امری مهم تلقی می‌شود چراکه، مزایای بالقوه‌ای در مورد این امر در واحد تجاری وجود دارد. علاوه بر این، مدیران شرکت‌های با مالکیت سهامداران نهادی مجبورند جهت کسب رضایت مالکان، اطلاعات بیشتری را افشا نمایند.[۲۴]

۲-۳. سهامداران عمده

وجود سهامداران عمده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد، چراکه با این وجود تمایل مدیران در جهت گام برداشتن در راستای منافع سهامداران افزایش می‌یابد و به تبع آن، تقلب در گزارشگری مالی به واسطه‌ی دستکاری سود حسابداری به نحو چشم گیری کاهش خواهد یافت. رویکنبرگ[۲۵] (۲۰۰۶) معتقد است، که، مؤثر ترین روش برای کسب اطمینان از مدیریت مناسب یک شرکت در بازارهای نوظهور ممکن است، تمرکز مالکیت باشد، چراکه سهامداران عمده، که بر مدیریت شرکت با دقت نظارت می‌کنند، خودشان در خصوص نحوه‌ی اداره‌ی شرکت با مدیران مذاکره می‌نمایند. در فضایی که هنوز اجرای آیین نامه‌های حاکمیت شرکتی در بسیاری از بازارهای نوظهور به صورت داوطلبانه اجرا می‌شود[۲۶].

۳-۳. مدیران غیرموظف

یکی از فرضیه‌های اصلی تئوری کارگزاری، تضاد منافع کارگزاران و کارفرمایان است، که البته ظاهرا با این فرض که هدف اولیه‌ی شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، در

www.SID.ir

Archive of SID

تناقض می‌باشد، چراکه برآیند نیروهای ناشی از فعالیت‌های کارگزاران و کارفرمایان ممکن است در نهایت به افزایش ثروت سهامداران منجر نگردد. به عنوان نمونه؛ مدیری که میزان پاداش خود را در افزایش سود شرکت و نه افزایش میزان بهره وری از منابع و امکاناتی که دراختیار وی گذاشته شده است ببیند، چطور ممکن است از منافع شخصی خود در قبال منافع عمومی شرکت دست بکشد. همین جا لزوم به کارگیری مدیران غیر موظف که منافع آن‌ها بستگی مستقیم به عملکرد کارمندان اجرایی تحت مدیریت خود نداشته باشد، محرز می‌گردد[۲۷]. کانگ و زردکوهی[۲۸] (۲۰۰۵)، در پژوهشی با عنوان "ساختار رهبری هیأت مدیره و عملکرد شرکت" ساختار هیأت مدیره و عملکرد شرکت را هم ازلحاظ تئوریکی و هم از لحاظ ارتباط ذاتی، موضوعاتی وابسته به هم تلقی می‌کنند. محققان مذکور به تبیین ارتباط بین ساختار هیأت مدیره و عملکرد شرکت پرداختند که نتایج پژوهش مذکور، بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت و معناداری بین مدیران غیر موظف و عملکرد شرکت است. همچنین مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) در پژوهشی با "عنوان بررسی رابطه‌ی بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری(حاکمیت شرکتی) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران" به این نتیجه رسیدند، که تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش مهمی ندارند.

۴-۳. اندازه‌ی شرکت

کیل و نیکلسون[۲۹] (۲۰۰۳) اعتقاد دارند اندازه شرکت، اعم از جمع دارایی‌ها، جمع فروش و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت، ارتباط مستقیمی با هم دارند. بدیهی است که اندازه‌ی شرکت، تعیین کننده‌ی حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت‌های بزرگتر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود مکانیزم‌های کنترلی بیشتر، از ریسک تجاری کمتری برخور دارند. از طرفی واتز و زیمرمن[۳۰] (۱۹۹۰) عنوان می‌دارند، که شرکت‌های بزرگ، به دلیل تحمل هزینه‌های سیاسی بیشتر، ناچار به افشای بیشتری نیز هستند[۳۱]. آگاروال و همکاران(۲۰۰۶)[۳۲] معتقدند، به دلیل آنکه شرکت‌های بزرگ به واسطه‌ی ارتباط بیشترشان با سایر ذی نفعان مستلزم وجود سازوکارهای مناسب تری برای پاسخگویی و افشا می‌باشند، انتظار می‌رود اندازه‌ی شرکت و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی

www.SID.ir

Archive of SID

رابطه‌ی معناداری با هم داشته باشند. در ادامه، پژوهشهای خارجی صورت گرفته در این زمینه، به طور خلاصه در زیر ارایه گردیده است. شایان ذکر است، در ایران تاکنون در هیچ کار تحقیقی به محاسبه‌ی رتبه‌ی حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس ایران پرداخته نشده است.

پس از بررسی مساله‌ی پژوهش و مطالعات مقدماتی درباره‌ی پاسخ‌های احتمالی، جهت ارایه پاسخی منطقی به سوال‌های فوق، فرضیه‌های ذیل تدوین گردید:

فرضیه‌ی اول: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های مالکیتی شرکت‌ها رابطه‌ی مستقیم دارد.

۱-۱: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با درصد سهامداران نهادی رابطه‌ی مستقیم دارد.

۱-۲: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با درصد مدیران غیر موظف از اعضای هیأت مدیره رابطه‌ی مستقیم دارد.

۱-۳: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با میزان معامله با اشخاص وابسته رابطه‌ی معکوس دارد.

۱-۴: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با درصد سهامداران عمده رابطه‌ی مستقیم دارد.

فرضیه‌ی دوم: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی باویژگی‌های شرکتی رابطه‌ی مستقیم دارد.

۴. روش پژوهش

برای انجام پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه‌ی آماری در نظر گرفته شدند و نمونه‌ی آماری از میان این شرکت‌ها استخراج گردید.

در این پژوهش، جامعه‌ی آماری متشکل از شرکت‌هایی است که شامل ویژگی‌های زیر باشند:

۱. سهام شرکت از سال ۱۳۸۳ تا سال ۱۳۸۷ (پنج سال) در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.

۲. طی سال‌های مالی یاد شده تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳. جزو بانک‌ها یا موسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ‌ها) نباشند.[۳۳]

www.SID.ir

Archive of SID

۴. سال مالی تمام شرکت‌ها پایان اسفند ماه باشد.

بر اساس ویژگی‌های فوق الذکر، جامعه‌ی آماری این پژوهش، متشکل از۱۸۵ شرکت در هر سال می‌باشد. با توجه به محدودیت‌های اعمال شده، تعداد ۱۲۵ شرکت انتخاب شدند. سپس برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شد، سپس داده‌های پژوهش از طریق جمع آوری داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش هفتگی و ماهنامه‌ی بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزارهای رهاورد نوین و تدبیر پرداز انجام گردید.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل‌های رگرسیون زیر استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌ی اول پژوهش و بررسی رابطه‌ی رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های مالکیتی شرکت‌ها، مدل شماره (۱) به شرح زیر تصریح شده است:

$$SCORE_{it}= a_i+ \beta_1 INST_{it} + \beta_2 INDE_{it} + \beta_3 EDUM_{it} + \beta_4 BLOCK_{it} + \eta_{it} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه‌ی دوم پژوهش و بررسی رابطه‌ی رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های شرکتی، مدل شماره (۲) به شرح زیر تصریح شده است:

$$SCORE_{it}= a_i+ \beta_5 FSIZE_{it} + \beta_6 K/S_{it} + \beta_7 Y/S_{it} + \eta_{it} \quad (2)$$

و برای بررسی چگونگی ارتباط ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی، تواما مدل شماره (۳) به شرح زیر تصریح شده است:

$$SCORE_{it}= a_i + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 INDE_{it} + \beta_3 EDUM_{it} + \beta_4 BLOCK_{it} + \beta_5 FSIZE_{it} + \beta_6 K/S_{it} + \beta_7 Y/S_i + \eta_{it} \quad (3)$$

جایی که:

SCORE: شاخص حاکمیت شرکتی؛

BLOCK: درصد سهامداران عمده (درصد سهامدارانی که بیش از پنج درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.)

INST: درصد سهامداران نهادی؛

INDE : درصد مدیران غیرموظف؛

FSIZE: لگاریتم طبیعی فروش؛

www.SID.ir

Archive of SID

K/S: نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به فروش ؛

Y/Sنسبت سود(زیان) عملیاتی به فروش؛ :

EDUM : یک متغیر ساختگی است؛ به این معنا که اگر معاملات با اشخاص وابسته وجود نداشته باشد یا در صورت وجود، افشای کافی شده باشد عدد یک و درغیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند.

DDUM: یک متغیر ساختگی است، به این معنا که اگر تعداد مدیران غیر موظف بیشتر از تعداد مدیران موظف باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند.

برای برآورد مدل‌های فوق، از روش داده‌های تابلویی (پانل دیتا) بهره گرفته شد. سه روش عمده برای برآورد مدل‌های مبتنی بر داده‌های تابلویی عبارت است از: (یافی (۲۰۰۳)[۳۴]): (۱) عرض از مبدا مشترک[۳۵] و ثابت برای تمام مشاهده‌های مقطعی. در چنین مدل‌هایی، تمام مشاهده‌ها با یکدیگر ترکیب شده و رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS)[۳۶] برای برآورد آن اجرا می‌شود که چنین مدل‌هایی را اغلب مدل رگرسیونی تلفیقی[۳۷] می‌نامند. (۲) عرض از مبدا متفاوت میان مشاهده‌های مقطعی (روش اثرات ثابت[۳۸] یا حداقل مربعات با متغیر موهومی (LSDV)[۳۹]) و (۳) عرض از مبدا تصادفی برای مشاهده‌های مقطعی (روش اثرات تصادفی[۴۰]).

برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیونی تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت، از آزمون F تعمیم یافته استفاده شده است. این روش متکی بر ضریب تعیین (R^2) دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معناداری بزرگتر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر.

۵. یافته‌های پژوهش

۵-۱. آزمون مانایی داده‌ها

درتجزیه و تحلیل رگرسیون سری زمانی و ترکیبی، به طور ضمنی فرض می‌شود که سری زمانی، مانا باشد. آزمون‌های t، F و غیره بر این فرض هستند، اما در عمل اغلب سری‌های زمانی مانا هستند. به عبارتی، زمانی به یک فرآیند استوکاستیک "مانای ضعیف" گفته می‌شود، که میانگین واریانس آن در طی زمان ثابت باشند. برای بررسی چنین حالتی،

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون‌های مختلفی؛ از جمله آزمون لوین و لین (LL)، آزمون ایم، پسران و شین[۴۱] (IPS)، آزمون فیشر و آزمون دیکی – فولر مقطعی[۴۲] را می‌توان به کار گرفت. در صورت ناایستایی متغیرهای مدل، احتمال ایجاد رگرسیون ساختگی، آزمون هم جمعی، به عنوان یک پیش آزمون، قابل استفاده است. به این ترتیب، تنها در شرایط هم جمعی متغیرها می‌توان به نتایج اعتماد کرد. هم جمعی بدین معنا است که علی رغم اینکه سری‌های زمانی به تنهایی غیر مانا هستند، ولی ترکیب خطی از دو یا چند سری زمانی، می‌تواند ساکن باشد. برای بررسی چنین حالتی، می‌توان از آزمون EG، ADF و ACDF استفاده کرد. نتایج به شرح زیر است:

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)		
روش	آماره	p-value
Im، Pesaran and Shin W-Stat	-۵۰,۶۷۵۸	۰,۰۰۰۰
متغیر	Pesaran and Shin W-Stat prob.،Im	آماره t
SCORE	-۵,۰۱۹۰	۰,۰۰۰۰
FSIZE	-۷,۶۷۰۵	۰,۰۰۰۰
KS	-۱۴,۷۷۸	۰,۰۰۰۰
YS	-۲۲,۲۵۲	۰,۰۰۰۰
DDUM	-۴,۱۹۴۹	۰,۰۰۰۷
INST	-۸,۴۲۵۴	۰,۰۰۰۰
EDUM	-۵,۸۵۴۷	۰,۰۰۰۰
BLOCK	-۸,۸۵۴۷	۰,۰۰۰۰
INDE	-۴,۷۴۴۹	۰,۰۰۰۱

پس از آزمون فوق به بررسی فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد. در این راستا، فرضیه‌ی اول بیان می‌دارد، "رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های مالکیتی شرکت‌ها رابطه‌ی مستقیم دارد" همان طور که در جدول شماره ۱ مشهود است، p-value = 0.000 معناداری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید می‌کند. ضریب ۲/۷۷ بیانگر وجود رابطه‌ی مثبت معناداری در سطح خطای ۵ درصد بین درصد سهامداران نهادی و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی می‌باشد. این در حالی است که بین درصد سهامداران عمده و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی در

www.SID.ir

Archive of SID

سطح خطای ۵ درصد، رابطه‌ی منفی معناداری وجود دارد. این رگرسیون رابطه‌ی معناداری بین درصد مدیران غیر موظف و میزان معامله با اشخاص وابسته و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی نشان نمی دهد. R^2 تعدیل شده‌ی مدل اول، ۲۲٪ می‌باشد و بیانگر آن است، که متغیرهای مستقل ۲۲٪ از تغییرات رتبه‌ی حاکمیت شرکتی را بیان می‌کنند. آماره‌ی دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد. لذا از فرضیه‌های فرعی فوق، فقط این فرضیه که عنوان می‌دارد " رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با درصد سهامداران نهادی رابطه مستقیم دارد" تایید می‌شود.

جدول ۱: نتیجه آزمون مدل شماره (۱) فرضیه‌ی اول

متغیر وابسته: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی			
$SCORE_{it}= a_i+ \beta_1 INST_{it} + \beta_2 INDE_{it} + \beta_3 EDUM_{it} + \beta_4 BLOCK_{it} + \eta_{it}$			
متغیر توضیحی	آزمون داده‌های ترکیبی		
	ضریب	آماره t	P - value
اندازه‌ی شرکت	–	–	–
نسبت تجهیزات به فروش	–	–	–
نسبت سود عملیاتی به فروش	–	–	–
درصد سهامداران نهادی	۰/۰۳	۲/۷۷	۰/۰۰۵
درصد مدیران غیر موظف	-۰/۰۳	-۰/۹۳	۰/۳۵۲
متغیر ساختگی EDUM	۰/۳۰	۱/۴۶	۰/۱۴۲
درصد سهامداران عمده	-۰/۰۳	-۳/۵۶	۰/۰۰۰
آماره F	۷۶/۱۵	آماره دوربین واتسون	۲/۰۹
P-value	۰/۰۰۰	R^2 تعدیل شده	٪۲۲
آزمون‌های پانل			
	آماره‌ی آزمون	معناداری آزمون	نتیجه
آزمونF تعمیم یافته	۱/۷۷	۰/۰۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابرPOOL OLS
آزمون هاسمن	۷/۷۸	۰/۱۰۰۰	تأیید کاربرد RE در برابر FE

www.SID.ir

Archive of SID

براساس اظهارات اقتصاددانان مالی در خصوص سهامداران نهادی و حاکمیت شرکتی، با افزایش میزان سهامداران نهادی در یک واحد تجاری، نظارت آن‌ها بر عملکرد شرکت افزایش خواهد یافت، چراکه آن‌ها به دنبال ایجاد شهرت اقتصادی برای خود هستند. مالکیت، فی نفسه به ایجاد انگیزه‌های بیشتری برای سهامداران نهادی منجر می‌گردد تا با رویه‌های مختلف تصمیم گیری، بیش از پیش مدیریت را تحت تاثیر خود قرار دهند. در این راستا، رویکنبرگ[۴۳] (۲۰۰۶) معتقد است، که مؤثر ترین روش برای کسب اطمینان از مدیریت مناسب یک شرکت در بازارهای نوظهور ممکن است تمرکز مالکیت باشد، چراکه سهامداران عمده، که بر مدیریت شرکت با دقت نظارت می‌کنند، خودشان در خصوص نحوه‌ی اداره‌ی شرکت با مدیران مذاکره می‌نمایند (در فضایی که هنوز اجرای آیین نامه‌های حاکمیت شرکتی در بسیاری از بازارهای نوظهور به صورت داوطلبانه اجرا می‌شود) از این لحاظ، با وجود نتایج به دست آمده از مدل اول، می‌تواند منطبق با این تئوری‌ها و نظرات باشد، اما اینکه چرا در بازار سرمایه‌ی ایران، ما با افزایش درصد سهامداران عمده شاهد کنترل و نظارت کمتری از سوی دست اندرکاران اجرایی شرکت یا به عبارتی نزول شاخص‌های حاکمیت شرکتی بوده‌ایم، می‌تواند به این دلیل باشد که صرف مالکیت متمرکز نمی تواند تضمینی برای اجرای راهبری مناسب در شرکت گردد. بلکه مالکیت متمرکز باید همراه برنامه‌های لازم برای نظارت و کنترل به خصوص در اقتصادهای دولتی، باشد. کما اینکه، پوند[۴۴] (۱۹۸۸)، با بیان فرضیه‌ی هم گرایی منافع بیان می‌دارد، که سهامداران عمده اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند. به عبارتی این فرضیه بین ارزش شرکت و سرمایه گذاری نهادی رابطه‌ی منفی پیش بینی می‌کند.

فرضیه‌ی دوم بیان می‌دارد "رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های شرکتی رابطه‌ی مستقیم دارد". همان طور که در جدول شماره (۲) مشهود است، p-value = 0.000 معناداری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌کند. اندازه‌ی شرکت در سطح خطای یک درصد، رابطه منفی معناداری با رتبه‌ی حاکمیت شرکتی، همچنین دو متغیر کنترلی نسبت تجهیزات به فروش و نسبت سود به فروش نیز به ترتیب رابطه منفی معناداری با رتبه‌ی حاکمیت شرکتی در سطح معناداری ۹۰٪ و ۹۵٪ دارند. R^2 تعدیل شده‌ی مدل دوم، ۲۴٪ می‌باشد و بیانگر آن است، که متغیرهای مستقل، ۱۸٪ از تغییرات رتبه‌ی حاکمیت شرکتی را بیان می‌کنند. آماره‌ی دوربین واتسون نیز بر عدم وجود خود

www.SID.ir

Archive of SID

همبستگی دلالت دارد. نتایج این مدل هرچند بیانگر رابطه‌ی مثبتی بین ویژگی‌های شرکتی و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی نبوده است، اما بر وجود رابطه‌ی منفی معناداری بین آن‌ها حکایت می‌کند. با این حال فرضیه‌ی دوم یعنی، رتبه‌ی حاکمیت شرکتی با ویژگی‌های شرکتی رابطه‌ی مستقیم دارد تأیید نمی شود.

جدول ۲: نتیجه‌ی آزمون مدل شماره (۲) فرضیه‌ی دوم

متغیر وابسته: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی			
$SCORE_{it}= a_i+ \beta_5 FSIZE_{it} + \beta_6 K/S_{it}+ \beta_7 Y/S_{it} + \eta_{it}$			
متغیر توضیحی	آزمون داده‌های ترکیبی		
	ضریب	آماره t	P - value
اندازه‌ی شرکت	-۰/۶۲	-۳/۶۳	۰/۰۰
نسبت تجهیزات به فروش	-۰/۱۴	-۱/۸۹	۰/۰۵
نسبت سود عملیاتی به فروش	-۰/۰۰۳	-۲/۲۳	۰/۰۲
درصد سهامداران نهادی	-	-	-
درصد مدیران غیر موظف	-	-	-
متغیر ساختگی EDUM	-	-	-
درصد سهامداران عمده	-	-	-
آزمون‌های پانل			
	آماره‌ی آزمون	معناداری آزمون	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	۱/۸۷	۰/۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابر POOL OLS
آزمون هاسمن	۱۱/۱۰	۰/۰۱	تأیید کاربرد FE در برابر RE

بدیهی است که اندازه‌ی شرکت، تعیین کننده‌ی حجم و گستردگی فعالیت یک شرکت است. شرکت‌های بزرگتر به دلیل ارتباطات بیشتر با ذی نفعان و وجود مکانیزم‌های کنترلی بیشتر، از ریسک تجاری کمتری برخور دارند، لذا انتظار ما بر آن بود تا رتبه‌ی حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بزرگ بیشتر باشد. اما نتایج مدل، دوم عکس مطلب فوق

www.SID.ir

Archive of SID

را تأیید نمود. با نگاهی دقیق به ترکیب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران متوجه می‌شویم، که شرکت‌های بزرگ تر شرکت‌هایی هستند، که یا دولتی هستند یا بخش بزرگی از سهام آن‌ها متعلق به دولت است. از طرفی واتز و زیمرمن[۴۵] (۱۹۹۰) عنوان می‌دارند، که شرکت‌های بزرگ به دلیل تحمل هزینه‌های سیاسی بیشتر، ناچار به افشای بیشتری نیز هستند و ممکن است، به دلیل الزامات افشا، اقداماتی را انجام دهند که بتوانند عملکرد خود را مطابق خواسته‌ها و الزامات مقامات قانونی و دولتی نشان دهند و این امر بتواند اجرای الزامات کنترلی و راهبری شرکتی، که تاثیر آن به صورت بلند مدت نمایان می‌گردد و با منافع مدیران دولتی، که خود را در معرض تغییر می‌بینند، در تضاد می‌باشد، با مشکل مواجه سازد (لوپز و رودریگرز[۴۶] (۲۰۰۷)).

سرانجام به منظور دستیابی به بهترین مدل، مدل جامع را به کار می‌بریم. این مدل که آن را مدل جامع نام گذاری می‌کنیم، هم شامل ویژگی‌های شرکتی و هم ویژگی‌های مالکیتی می‌باشد (مدل سوم). همان طور که در جدول شماره ۳ مشهود است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده‌ی آن، از مدل‌های قبلی، که اثر ویژگی‌های مالکیتی و شرکتی را به طور مجزا با رتبه‌ی حاکمیت شرکتی برازش می‌نمود، بیشتر است. همچنین، $p\text{-value} = 0.000$ معناداری کل رگرسیون را در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌کند. R^2 تعدیل شده‌ی مدل سوم، ۲۵٪ می‌باشد و بیانگر آن است، که متغیرهای مستقل ۲۵٪ از تغییرات رتبه‌ی حاکمیت شرکتی را بیان می‌کنند. آماره‌ی دوربین واتسون نیز، بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد. نتایج این مدل، تاکیدی دوباره بر یافته‌های مدل‌های قبلی است (به نتایج آماری مندرج در جدول شماره ۳ رجوع شود).

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۳: نتیجه آزمون مدل شماره (۳) فرضیه‌های اول و دوم، تواما

متغیر وابسته: رتبه‌ی حاکمیت شرکتی،

$$SCORE_{it}= a_i+ \beta_5 FSIZE_{it} + \beta_6 K/S_{it}+ \beta_7 Y/S_{it} + \beta_1 INST_{it} + \beta_2 INDE_{it} + \beta_3 EDUM_{it} + \beta_4 BLOCK_{it} + \eta_{it}$$

متغیر توضیحی	آزمون داده‌های ترکیبی		
	ضریب	آماره t	P - value
اندازه‌ی شرکت	-۰/۶۱	-۰۳/۵۴	۰/۰۰
نسبت تجهیزات به فروش	-۰/۱۲	-۱/۵۹	۰/۱۱
نسبت سود عملیاتی به فروش	۰/۰۰	۰/۰۸	۰/۹۳
درصد سهامداران نهادی	۰/۰۲	۲/۳۸	۰/۰۱
درصد مدیران غیر موظف	-۰/۰۳	-۰/۸۶	۰/۳۸
متغیر ساختگی EDUM	۰/۳۴	۱/۵۹	۰/۱۱
درصد سهامداران عمده	-۰/۰۳	-۳/۴۲	۰/۰۰

آزمون‌های پانل			
	آماره‌ی آزمون	معناداری آزمون	نتیجه
آزمون F تعمیم یافته	۱/۸۶	۰/۰۰۰	تأیید کاربرد FE در برابر POOL OLS
آزمون هاسمن	۱۱/۳۲	۰/۰۷	تأیید کاربرد FE در برابر RE

۶. نتیجه‌گیری

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، با استفاده از اطلاعات مربوط به ۱۲۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره‌ی ۸۶-۱۳۸۳ نشان می‌دهد که ویژگی‌های شرکتی، رابطه‌ی مستقیم با رتبه‌ی حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های مالکیتی، رابطه‌ی منفی با حاکمیت شرکتی دارند. آزمون فرضیه‌ی اول نشان داد، که رابطه‌ی مثبت معناداری بین سهامداران نهادی و متغیر سهامداران نهادی، درصد مناسبی از تغییرات رتبه‌ی حاکمیت شرکتی را تبیین می‌نماید و این به دلیل تاثیر بالایی است که سهامداران نهادی می‌توانند در اعمال سیاست‌های مدیریتی مورد نظر خود داشته باشند. یافته‌های پژوهش با یافته‌های لی و تین (۲۰۰۷) که در تحقیقات خود متوجه شدند که رابطه‌ی مثبتی بین سهامداران نهادی و رتبه‌ی

www.SID.ir

Archive of SID

حاکمیت شرکتی وجود دارد مطابق بوده و بر خلاف یافته‌های کرنت و همکاران(۲۰۰۸)، می‌باشد. چراکه آن‌ها معتقدند، سهامداران نهادی، نیازمند افشای بیشتر اطلاعات و شفافیت بیشتر هستند. در ادامه، رابطه‌ی منفی معناداری بین درصد سهامداران عمده و رتبه‌ی حاکمیت شرکتی وجود داشته است. این تناقض را می‌توان در نوع مالکیت جستجو کرد، بدین معنا که، صرف مالکیت متمرکز نمی تواند تضمینی برای اجرای راهبری مناسب در شرکت گردد. بلکه مالکیت متمرکز باید همراه برنامه‌های لازم برای نظارت و کنترل، به خصوص در اقتصادهای دولتی باشد، کما اینکه پوند[۴۷] (۱۹۸۸)، با بیان فرضیه‌ی "هم‌گرایی منافع" بیان می‌دارد، که سهامداران عمده، اتحاد و پیوستگی استراتژیکی با مدیریت دارند. به عبارتی این فرضیه، بین ارزش شرکت و سرمایه گذاری نهادی، رابطه‌ی منفی پیش بینی می‌کند و این همان چیزی است که سرمایه گذاران بالقوه باید به آن توجه نمایند.

به طور کلی نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده مؤید آن است، که نقش مدیران غیر موظف، در اداره‌ی امور شرکت و نظارت بر مدیران موظف، فقط در حد یک نام باقی مانده است و سهامداران عمده نتوانسته‌اند از قدرت، توانایی و امکاناتی که در اختیار داشته اند، جهت بالا بردن شاخص‌های نظارتی بهره گیرند، اما با این حال، الزامات سازمان بورس و اوراق بهادار در تنظیم مقرراتی که شرکت‌ها را ملزم به رعایت قوانین کنترلی و افشا می‌نماید، تا حدودی توانسته است این ضعف را پوشش دهد. این پژوهش نشان داد که می‌توان به نتایج حاصل از رتبه‌ی حاکمیت شرکتی اتکا کرد و در آینده در بازار سرمایه‌ی ایران از آن به عنوان یکی از عوامل مهم در خرید و فروش سهام شرکت‌ها، نام برد.

۷. پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

از آنجایی که نتایج پژوهش نشان داده است که اطلاعات مربوط به رتبه‌ی حاکمیت شرکتی می‌تواند "اطلاعات مربوط" باشد، از این رو، پیشنهادهایی به شرح زیر ارایه می‌شود:

۱. اطلاعاتی راجع به رتبه‌ی حاکمیت شرکتی به وسیله‌ی سازمان بورس اوراق بهادار یا هر سازمان دیگری که معتمد سازمان مذکور باشد تهیه گردد و در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد.

www.SID.ir

Archive of SID

۲. به سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود، که در تصمیم گیری‌های خود به اطلاعاتی که از جانب هیأت مدیره تهیه و به تأیید نسبی حسابرسان می‌رسد اکتفا ننموده و اطلاعات مربوط به وضعیت حاکمیت شرکتی را نیز مورد توجه قرار دهند.

۳. کمیته‌ی حسابرسی و کمیته‌ی جبران خدمت به وسیله اعضای غیر موظف هیأت مدیره در راستای تفکیک وظایف اجرایی و نظارتی آن‌ها، تشکیل گردد.

۸. محدودیت‌های پژوهش

یکی از مشکلات عمده‌ی ما در انجام این پژوهش، فقدان سازمان‌هایی بود که رتبه‌بندی حاکمیت شرکتی را برای شرکت‌های ایرانی ارایه نمایند. ما امیدواریم با رشد اقتصادی و توسعه‌ی بازار سرمایه در ایران، در تحقیقات آتی، شاهد ایجاد سازمان‌هایی این چنینی، هرچند در سطح محدود، باشیم تا به سهولت انجام تحقیقات مشابه منجر گردد.

ضمیمه

چک لیست محاسبه‌ی شاخص حاکمیت شرکتی براساس استانداردهای ISS و تحقیق‌گری و گونزالز (۲۰۰۸) در قالب ۸ طبقه ۲۱ سوال.

افشا	
آیا شرکت دعاوی حقوقی خود را بنابر نظر حسابرس افشا نموده است؟	
آیا صورت‌های مالی حسابرسی شده به موقع انتشار می‌یابد؟	
آیا میزان پاداش مدیران در صورت‌های مالی افشا شده است؟	
اخلاق تجاری	
آیا جهت ترمیم محیط زیست, به وسیله‌ی شرکت اندوخته‌ی لازم در صورت‌های مالی لحاظ می‌شود؟	
آموزش	
آیا کارکنان و مدیران در برنامه‌های آموزشی تخصصی حضور به هم می‌رسانند؟	
آیا مدیران شرکت، در کلاس‌های آموزشی مسوولیت‌های اجتماعی شرکت‌ها شرکت می‌کنند؟	

www.SID.ir

Archive of SID

رعایت الزامات قانونی	
آیا شرکت فاقد معاملات ماده‌ی ۱۲۹ قانون تجارت ایران است؟	
آیا شرکت قوانین ماده‌ی ۱۲۹ را رعایت کرده است؟	
آیا ماده‌ی ۲۳۸ قانون تجارت ایران در خصوص اندوخته‌ی قانونی به میزان پنج درصد سود خالص رعایت شده است؟	
حسابرسی	
آیا حسابرسی داخلی وجود دارد؟	
آیا گزارش حسابرس، مقبول یا مشروط است؟	
مالکیت	
آیا درصد سهامداران نهادی بیش از پنجاه درصد است؟	
آیا درصد سهامداران عمده بیش از پنجاه درصد است؟	
ساختار هیأت مدیره	
آیا اکثریت اعضای هیأت مدیره با مدیران غیر موظف است؟	
آیا تعداد اعضای هیأت مدیره بین پنج الی نه نفر است؟	
آیا حداکثر مدیران غیر موظف چهار نفر است؟	
آیا رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل یکی نیست؟	
آیا دوره‌ی مدیریت محدود شده است؟	
مدیریت دارایی‌ها و نقدینگی	
آیا بنابر گزارش حسابرس، از کلیه‌ی دارایی‌های شرکت استفاده‌ی بهینه می‌شود؟	
آیا بخش زیادی از مطالبات شرکت از افراد خاصی نیست؟	
آیا نقدینگی شرکت کفاف ایفای تعهدات شرکت در سال جاری را می‌نماید؟ (این موضوع از طریق گزارش حسابرس تعیین می‌گردد)	

جهت ارایه اطلاعات مربوط به سرمایه‌گذاران

یادداشت‌ها

1. Morey, M. et al.
2. Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2007) & McKnight, P. J., Weir, C., (2008), Miguel et al. (2004)
3. Drobetz, et al.
4. Owen et al.
5. Brown & Caylor
6. Black & Khanna

www.SID.ir

Archive of SID

7. Lei & Teen
8. Kang & Zardkoohi
9. Black & Khanna
10. McKnight & Weir
11. Brown & Caylor
12. Epps & Cereola
13. Drobetz et al.
14. Black & Khan
15. McKnight & Weir
16. McKnight & Weir
17. Interaction of Free Cash Flows
18. Tobit Regressions
19. Ragothaman
20. Adeyemi
21. Black, B. S. et al. (2006), Cornett, M. M. et al. (2008), Brown, L. D. & Caylor, M. L. (2006)
22. Bainbridge
23. Private Information
24. Mitra
25. Roy Kouwenberg
26. Roy Kouwenberg
27. Solomon
28. Kang & Zardkoohi
29. Kiel & Nicholson
30. Watts and Zimmerman
31. Lopes & Rodrigues
32. Agarwal

۳۳. با توجه به این‌که یکی از فرضیه‌های این پژوهش، بررسی رابطه‌ی بین رتبه‌ی حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های شرکتی می‌باشد و میزان تجهیزات و دارایی‌های فیزیکی شرکت نیز به عنوان یکی از عوامل کنترلی بر ویژگی‌های شرکتی در نظر گرفته شده است و از آنجاکه مؤسسه‌های مالی فاقد دارایی‌های فیزیکی عمده می‌باشند، ممکن است نتایج پژوهش را زیر سؤال ببرند. همچنین با توجه به آنکه بازده این شرکت‌ها تابعی از بازده سایر شرکت‌هاست، منظور نمودن آن‌ها در نمونه موجب می‌شود، که بازده شرکت‌های تشکیل دهنده‌ی پرتفوی آن‌ها به طور مضاعف در روابط منظور شود؛ لذا این مؤسسه‌ها از جامعه و به تبع آن از نمونه حذف گردیدند.

34. Yafee
35. Common Intercept
36. Ordinary Least Squares (OLS)
37. Pooled Regression Model
38. Fixed effects (FE)
39. Least Squares Dummy Variables (LSDV)
40. Random Effects (RE)
41. Im, Pesaran, Shin
42. Fisher
43. Roy Kouwenberg
44. Pound
45. Watts and Zimmerman
46. Lopes & Rodrigues
47. Pound

www.SID.ir

Archive of SID

منابع

الف. فارسی

ابراهیمی کردلر، مرادی، محمد و اسکندر، هدی (۱۳۸۹). تاثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله‌ی تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، زمستان: ۱۰۴-۱۱۹

بادآور نهندی، یونس، برادران حسن‌زاده، رسول و محمودزاده باغبانی، سعید (۱۳۸۹). بررسی رابطه‌ی برخی مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت‌ها و محافظه‌کاری در گزارش‌گری مالی. *مجله‌ی تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، بهار ۹۰: ۱۳۰-۱۴۵.

مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم (۱۳۸۵). بررسی بین رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *مجله‌ی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، پائیز : ۲۵-۴۵

گجراتی، دامور (۱۳۸۱). *مبانی اقتصاد سنجی*. ترجمه حمید ابریشمی، جلد دوم، چاپ سوم تهران: موسسه‌ی انتشارات و چاپ دانشگاه تهران.

ب. انگلیسی

Adeyemi. S. (2010). Audit quality, corporate governance and firm characteristics in Nigeria. *International Journal of Business and Management,* 5 (5): 169-179.

Agarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson,.R. (2006). Do U. S. firms have the best corporate governance? A cross-country examination of the relation between corporate governance and shareholder wealth. *Available at SSRN.*

Bainbridge, S. M. (2000). Shareholder activism and institutional investors. *Available at SSRN.*

Black, B. S., Love, I., & Rachinsky. A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia. *Journal of Emerging Markets Review,* 7: 361–379

Black, B. S., & Khanna, V. S. (2007). Can corporate governance reforms increase firm's market value: Evidence from India. *Available at SSRN.*

Brown, L. D. (2004). Corporate governance and firm performance. *Available at SSRN.*

Brown, L. D., & Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm

www.SID.ir

Archive of SID

valuation. *Journal of Accounting and Public Policy,* 25: 409-434.

Cornett, M. M., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2008). Corporate governance and pay-for-performance: The impact of earnings management. *Journal of Financial Economics,* 87: 357-373.

Drobetz, W. Schillhofer, A., & Zimmermann, H. (2003). Corporate governance and expected returns: Evidence from Germany. *Available at SSRN.*

Erhardt, N. L., Werbel, J. D., & Shrader, C. B. (2003). Board of director diversity and firm financial performance. *Journal of Corporate Governance, an International Review,* 11 (2): 102-111.

Epps, R. W., & Cereola, S. J. (2007). Do institutional shareholder services (ISS) corporate governance ratings reflect a company's operating performance? *Critical Perspectives on Accounting,* 19(8): 1135-1148.

Kouwenberg, R. (2006). Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in emerging markets? Evidence from Thailand. Research Paper, Mahidol University, College of Management.

Lopes, P. T., & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting,* 42, 25-56.

McKnight, P. J., & Weir, C. (2008). Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *Quarterly Review of Economics & Finance,* 49,135-158.

Miguel, A., Pindaro, J., & Torro, C. D. (2004). How does ownership structure affect firm value? A comparison using different corporate governance. *Available at SSRN.*

Mitra, S. (2002). The impact of institutional stock ownership on a firm's earnings management practice: An empirical investigation. Unpublished Dissertation, Louisiana State University.

Morey, M., Gottesman, A., Baker, E., & Godridge, B. (2008). Does better corporate governance result in higher valuations in emerging markets? Another examination using a new data set. *Journal of Banking & Finance,* 33 (2), 254-262.

Owen, G., Kirchmaier, T., & Grant, G. (2004). Corporate governance in the US and Europe: Where are we now? New York: Palgrave MacMillan.

www.SID.ir

Archive of SID

Perrini, F., Rossi, G., & Rovetta, B. (2008). Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian Market. *Journal of Corporate Governance, an International Review,* 16 (4), 312-325.

Ragothaman, S., & Gollakota. K. (2009). The effect of firm characteristics on corporate governance: An empirical study in the United States. *International Journal of Management*, 26 (2), 309-319.

Roy, Kouwenberg. (2006). Does voluntary corporate governance code adoption increase firm value in Emerging Markets? Evidence from Thailand. *Research paper, Mahidol University, College of Management.*

Solomon, J. (2007). *Corporate governance and accountability*. Chichester: Wiley

Yafee, R. (2003). A primer for panel data analyss. New York University, accessed at: http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html.

www.SID.ir