نشریه علمی تخصصی شباک
سال هفتم، شماره ۵ (پیاپی: ۶۲)، دی ۱۴۰۰
ISSN: 2476-3667

بررسی تأثیر قدرت سهامداران عمده بر کیفیت حاکمیت شرکتی و تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سیستم مدیریت، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار

مهسا یوسف نژاد[۱]، فاطمه صمدی[۲]*،
مصطفی هاشمی تیله نوئی[۳]

کد مقاله: ۳۹۴۶۳

چکـیده

هدف این پژوهش اولاً: بررسی قدرت سهامداران عمده و کیفیت حاکمیت شرکتی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت توصیفی- همبستگی جامعه آماری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بودند. به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون استفاده شد. به منظور تخمین مدل مربوط به فرضیه‌ها، برای تشخیص بین اینکه باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی استفاده شود، آماره چاو (F لیمر) محاسبه شد. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی سهامداران بزرگ بدون سهامداران اصلی، برای به چالش کشیدن قدرت آن‌ها برای شکل دادن سیستم حاکمیت شرکتی، کافی نیست. ثانیاً: بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها بود، این پژوهش از لحاظ هدف و از لحاظ ماهیت توصیفی- همبستگی است. جامعه آماری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران بودند. به منظور بررسی مانایی متغیرها از آزمون ریشه واحد فیلیپس پرون استفاده شد. به منظور تخمین مدل مربوط به فرضیه‌ها، برای تشخیص بین اینکه باید از روش پولینگ دیتا استفاده شود یا از روش داده‌های تلفیقی استفاده شود، آماره چاو (F لیمر) محاسبه شد. نتایج پژوهش نشان داد که تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها تأثیر منفی دارد.

واژگـان کلـیدی: قدرت سهامداران عمده، کیفیت حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت رای دهی، کنترل بیش از حد بر جریان وجوه نقد، کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، تهران، ایران
۲- استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)
m.samadi53@gmail.com
۳- استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شرق، تهران، ایران

www.SID.ir

۱- مقدمه

تحقیقات اخیر بر حاکمیت شرکتی و اهمیت درک اینکه چگونه حاکمیت شرکتی در سراسر جهان متفاوت است، تأکید کرده است که نیازمند نگاهی غنی از نهادهای ملی است (اسچیل و همکاران[1]، ۲۰۱۴). قوانین محلی هر کشوری انگیزه‌ی خاص تحقیقاتی را ایجاد می‌کند، محیط نهادی و حقوقی ملی، تفاوت‌های آشکاری را در حاکمیت شرکتی ایجاد می‌کند. در بازارهایی با حمایت قوی از سهامدار، محیط نهادی به ترویج سیستم‌های راهبری شرکتی بهتر با تغییرپذیری کم‌تر در میان شرکت‌ها تمایل دارد (درنو و کیم[2]، ۲۰۰۵). در مقابل، حمایت قانونی ضعیف می‌تواند به فشارهای بازار منجر شود تا سیستم حاکمیت شرکتی را از طریق سیستم قانونی بهبود بخشد یا پذیرش داوطلبانه اعمال حکمرانی خوب را ارتقا دهد (شررو ویکتین، ۲۰۲۰[3]).

در بازارهای با مالکیت بسیار متمرکز، مشکل نمایندگی توسط مکانیسم‌های مختلف کنترل نظارتی مانند سهام کلاس دوگانه، اهرام مالکیت و ائتلاف‌ها سهامداران تشدید می‌شود. این مکانیزم‌ها منجر به شکاف بین کنترل و حقوق جریان نقدینگی در دستان بزرگ‌ترین سهامداران می‌شود. (ستایش و منصوری، ۱۳۹۳). اثرات این مکانیزم‌ها بر اساس قدرت بزرگ‌ترین سهامداران بر اساس دو بخش کلی در نظر گرفت. اول اینکه، آن‌ها می‌توانند منافع خصوصی را با هزینه کم‌تر کسب کنند و دوم، آن‌ها می‌توانند بدون هیئت‌های مستقل قوی، مدیران را تحت نظارت قرار دهند (بورتی و همکاران[4]،۲۰۲۰).

حاکمیت شرکتی می‌تواند به‌طور گسترده به‌عنوان یک سیستم از قوانین، سیاست‌ها و فرایندهایی که یک شرکت را هدایت و کنترل می‌کنند، تعریف شود. ایده حاکمیت شرکتی از نظریه نمایندگی نشات می‌گیرد و مبتنی بر فرض بیشینه‌سازی ارزش سهام است (جنسن و مکلینگ، ۱۹۷۶، نقل از غفاری، ۱۳۹۴). با توجه به این نظریه، مدیران به عنوان نماینده، شرکت‌ها را به "نیابت" از سهامداران اداره می‌کنند و تفکیک مالکیت و کنترل، هزینه‌های نمایندگی قابل‌توجهی را برای سازمان‌های امروزی ایجاد کرده‌است شوروزی و همکاران (۱۳۹۴) رابطه بین حاکمیت شرکتی و اعمال نفوذ در اندونزی و تایلند را مورد مطالعه قرار دادند. نویسندگان ادعا می‌کنند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی ضعیف اعمال نفوذ بیشتری را به کار می‌گیرند و این رابطه به طور خاص در طول بحران مالی، قوی است. نویسندگان این یافته‌ها را به عنوان یک دین (قرض) تعبیر می‌کنند که می‌توان از آن برای تسهیل سلب مالکیت هنگامی که کیفیت حاکمیت ضعیف وجود دارد استفاده کرد. علاوه بر این، شرکت‌هایی با کیفیت حاکمیتی بهتر مایل به استفاده بیشتر از اعمال نفوذ برای جلوگیری از ریسک پیش‌فرض در طول زمان بحران هستند. چونگ و وانگ (۲۰۱۴) رابطه پویای بین مالکیت سازمانی و ساختار سرمایه شرکتی را در طول چرخه تجاری بررسی می‌کنند. نویسندگان رابطه معکوسی بین مالکیت نهادی و اعمال نفوذ را به ویژه در طول انقباضات اقتصادی پیدا می‌کنند(الاهدل و همکاران[5]، ۲۰۲۰).

در ارتباط با عنوان این پژوهش، چندین پژوهش انجام شده است. برای نمونه، ناصری ملکی و پاک مرام(۱۳۹۵)، در تحقیق خود اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با تأکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت را مورد بررسی قراردادند و به این نتیجه رسیدند که توانایی اقلام تعهدی برای پیش‌بینی بازده، مستقل از درصد و تعداد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بوده اما با اندازه شرکت رابطه منفی دارد. همچنین، در شرکت‌هایی که درصد بیشتری از سهامشان در اختیار مالکان نهادی است، حضور سهامداران نهادی سبب سازوکار صحیح قیمت‌گذاری از دیدگاه ایجاد تمایز از میان اقلام نقدی و تعهدی نشده است. ستایش و منصوری(۱۳۹۳)، نیز در تحقیق خود به بررسی هموارسازی سود ناخالص و مالکیت نهادی پرداختند که نتایج آن‌ها نشان داد، درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و مدیریتی بر هموارسازی سود عملیاتی و سود خالص تأثیر دارد. همچنین، نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره تأثیری بر هموارسازی سود ندارد. مرادیزای و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نشان دادند که بین جریان وجه نقد و حاکمیت شرکتی رابطه معکوس و بین نسبت سهام در اختیار ۲ سهامدار عمده و حاکمیت شرکتی رابطه مستقیم وجود داشته و بین نسبت سهام در اختیار بزرگترین سهامدار و سهامداران عمده دولتی با حاکمیت شرکتی رابطه معناداری مشاهده نشده است. گودرزوند چگینی و همکاران (۱۳۹۷) هم به بررسی تأثیر انواع تضاد نمایندگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام شرکت ها پرداختند و نشان دادند که معیارهای نسبت اعضای مستقل هییت مدیره، جدایی وظیفه مدیر عامل از رییس هییت مدیره، سهامداران نهادی و کیفیت حسابرسی دارای رابطه مثبتی با نقدشوندگی سهام میباشند. علاوه براین براساس نتایج تحقیق نسبت اعضای مستقل هییت مدیره و سرمایه گذاران نهادی سبب بیشتر شدن رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در شرکتهای دولتی خواهند شد. نتایج تحقیق همچنین نشان دهنده این میباشد که جدایی وظیفه مدیرعامل از رییس هییت مدیره و کیفیت حسابرسی در شرکتهای دولتی تأثیر معناداری بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام ندارند. الاهدل و

1 Schiehll et al
2 Durnev and Kim
3 Scherer & Voegtlin
4 Buertey, et al
5 Al-ahdal et al

www.SID.ir

همکاران[1] (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های بورس پرداختند و نشان دادند که مسئولیت پذیری هیئت مدیره (BA) و کمیته حسابرسی (AC) بر عملکرد شرکت‌ها که از روش ROE و Tobin Q اندازه گیری می شوند، تأثیر اندکی دارد. به طور مشابه، شفافیت و افشاء (TD) بر عملکرد شرکت‌ها که از روش Tobin Q اندازه گیری می شود، تأثیر منفی اندکی دارد. علاوه بر این، نتایج متغیرهای ساختگی کشور نشان می دهد که شرکت‌های هندی از نظر شیوه های حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی عملکرد بهتری نسبت به کشورهای خلیج فارس دارند. مطالعه حاضر به عنوان یک محرک برای تحقیقات و مطالعات بیشتر بویژه در شرکت‌های بورسی هند و GCC در زمینه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی عمل می‌کند. کریستمو و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی قدرت سهامداران عمده و کیفیت حاکمیت شرکتی: تجزیه و تحلیل شرکتهای برزیلی پرداختند و نشان دادند که تمرکز مالکیت برای کیفیت مدیریت شرکت و کیفیت ترکیب هیئت مدیره مضر است. بر اساس تأثیر سلب مالکیت بر تعارض های مالک–مالک(تعارض بین سهامداران عمده و اقلیت)، با تضعیف سیستم حاکمیت شرکتی و ترکیب هیئت مدیره، سهامداران عمده(کنترل کننده) ممکن است از مزایای شخصی کنترل استفاده کنند. بر اساس پیشنهاد اثر جانشینی، به روش متمم، سهامداران کنترل کننده ممکن است از استخدام هیئت مدیره قوی خودداری کنند و مستقیماً نظارت بر مدیریت را انجام دهند که تعارض نمایندگی با مدیران را کاهش دهد. در نهایت، توانایی سهامداران بزرگ بدون سهامداران اصلی، برای به چالش کشیدن قدرت آن‌ها برای شکل دادن سیستم حاکمیت شرکتی، کافی نیست. این مطالعه شواهدی از اهمیت تعارض مالک–مالک در یک بازار نوظهور را با تجزیه و تحلیل تأثیر تمرکز مالکیت بر کیفیت سیستم حاکمیت شرکتی و همچنین اینکه سایر سهامداران بزرگ غیره کنترل کننده قادر به رقابت با قدرت سهامداران اصلی نیستند، ارائه می دهد.

ساختار مالکیت در حاکمیت شرکتی دارای جایگاه هسته‌ای و مشخص می‌باشد. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامدارن شرکت به عنوان ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعییین کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهامداران اقلیت و عمده در ترکیب شرکت و درصد مالکیت آن‌ها قابل بررسی است. همچنین ترکیب سهامداران شرکت‌ها از الگوی متفاوتی نظیر سهامداران نهادی، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند یکی از ساز و کارهای کنترل بیرونی موثر بر حاکمیت شرکتی که دارای اهمیت فزاینده ای بوده، ظهور سرمایه گذاران نهادی است (بت شکن و رهبری، ۱۳۸۷). به دلیل مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحبنظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکت‌ها می دانند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی می شود که می تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی بکاهد. از موثرترین این معیارها حضور سهامداران نهادی در شرکت است که دارای توان بالقوه در کنترل مدیران هستند. بدین منظور تحقیق حاضر در صدد پاسخ به پرسش زیر است:

آیا قدرت سهامداران عمده وکیفیت حاکمیت شرکتی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر دارد؟

ایده حاکمیت شرکتی از نظریه نمایندگی نشات می‌گیرد و مبتنی بر فرض بیشینه‌سازی ارزش سهام است. با توجه به این نظریه، مدیران به عنوان نماینده، شرکت‌ها را به "نیابت" از سهامداران اداره می‌کنند و تفکیک مالکیت و کنترل، هزینه‌های نمایندگی قابل‌توجهی را برای سازمان‌های امروزی ایجاد کرده‌است (القمره و همکاران[2]، ۲۰۲۰).

امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهام‌داران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت ها به ایفای مسؤولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که بیش از گذشته، توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرارگرفته است. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که مهم‌ترین آنان نظام راهبری بنگاه یا حاکمیت شرکتی است. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در درازمدت هدف قرار داده است و در این راستا سعی دارد تا از منافع سهام‌داران در مقابل مدیران شرکت ها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضییع حقوق عموم و سهام‌داران جزء جلوگیری کند. وجود یک نظام راهبری مناسب می‌تواند به تحقق استقلال حسابرسان مستقل به معنای واقعی آن کمک کند و منجر به ایجاد فضای شفاف اطلاعاتی شود تا در سایه آن بازیگران عرصه اقتصادی تصمیمات آگاهانه‌تری را اتخاذ کنند. امروزه در اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها تردیدی نیست، چرا که این موضوع با توجه به رخدادهای سال های اخیر و بحران‌های مالی شرکت ها اهمیتی بیش از پیش یافته است(حساس یگانه، ۱۳۹۵). بررسی علل و آسیب‌شناسی فروپاشی برخی از شرکت‌های بزرگ که زیان‌های کلانی به ویژه برای سهام‌داران داشته است، مشخص می که این امر، ناشی از ضعف سیستم‌های حاکمیت شرکتی آنان بوده است. پژوهشات نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث ارتقاء استانداردهای تجاری شرکت ها، تشویق، تأمین و تجهیز سرمایه‌ها و سرمایه‌گذاران و بهبود امور اجرایی آنان گردیده و یکی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت ها باشد، چرا که ناظر بر روابط سهام‌داران، هیأت مدیره، مدیران و سایر ذی‌نفعان آنان است (شورورزی و همکاران، ۱۳۸۹).

1 Al-ahdal
2 Al-Gamrh, et al

ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

حاکمیت شرکتی به معنای مجموعه ای از فرآیندها،عرف ها، سیاست ها، قوانین و مؤسساتی است که در روش مدیریت، کارهای اجرایی و کنترل یک شرکت نقش دارند. به تعریفی دیگر حاکمیت شرکتی به کارگیری بهترین راهکارهای مدیریتی، مطابقت با قانون در بهترین شکل و حالت و پیوستگی با استانداردهای اخلاقی به منظور رسیدن به مدیریت کارآمد، توزیع ثروت و ادای مسؤولیت اجتماعی برای حفظ جریان رشد و ترقی سهامداران و عوامل ذینفع است. فعالیت اقتصادی با توجه به خواست سهامدارن (به حداکثر رساندن بازده مالی) در عین تطابق با قواعد رایج جامعه که در قانون و عرف وجود دارد، نیز نگاهی دیگر به معنای این عبارت است. حاکمیت شرکتی از آن نظر حائز اهمیت است که باعث دسترسی بهتر به منابع مالی خارجی و نرخ سود کمتر وام هایشان می شود. بهبود عملکرد شرکت و دوام آن نیز از دیگر مزایای داشتن حاکمیت شرکتی و بکارگیری آن است. بالا رفتن ارزش و اعتبار شرکت، تقسیم کار و کاهش ریسک بحران شرکتی و شکست های سخت هم در گرو داشتن حاکمیت شرکتی و تقویت آن است(حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸).

چهار رکن اصلی حاکمیت شرکتی عبارتند از پاسخگویی، عدالت، شفافیت و استقلال. منظور از پاسخگویی، اطمینان حاصل کردن از این که بخش مدیریت در مقابل هیأت مدیره پاسخگوست و هیأت مدیره نیز در مقابل سهامداران پاسخگوست. عدالت در حاکمیت شرکتی از حقوق سهامداران حمایت می‌کند. با تمامی سهامداران حتی بخش اقلیت آن ها، به شکلی برابر برخورد می‌کند. شفافیت هم به معنای داشتن صداقت و بی پرده بودن در زمان مناسب آن و به شکلی دقیق در مورد موارد مهم از جمله وضعیت اقتصادی، عملکرد، مالکیت و حاکمیت شرکتی است.اما استقلال اشاره به فرآیندها و ساختارهایی دارد که با هم هماهنگ هستند تا موانع و اختلاف بر سر منافع را از بین برده یا به حداقل برسانند. استقلال باعث حضورمدیران و مشاورانی می شود که نفوذ و فشار دیگران را روی خود نمی بینند.حاکمیت شرکتی به دلایل زیرحائزاهمیت است(دیدار و همکاران، ۱۳۹۶):

- چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت ها و تهیه کنندگان خارجی سرمایه فراهم می‌کند.
- با منصوب کردن مدیرانی که بانی تجربیات و ایده های جدید هستند، تفاراستراتژیک را به صدر شرکت هدیه می‌کند.
- مدیریت و نظارت برریسک جهانی پیش روی شرکت را منطقی می سازد.
- با تقسیم فرایند تصمیم گیری، اتکای به مدیران ارشد و مسئولیت آنان را محدود می سازد.

حاکمیت شرکتی به عنوان داشتن مشروعیت، مسئولیت پذیری و شایستگی در حوزه سیاست و ارائه خدمات با احترام به قانون و حقوق بشر تعریف می شود. این مفهوم با گزارش کادبری که در آن ذکر شده است که چگونه حاکمیت شرکتی فعالیت های شرکت ها را کنترل و مدیریت می کنند، به راحتی قابل درک است. با این حال؛ گفته می شود که حاکمیت می تواند خوب یا بد، مؤثر یا ناکارآمد باشد، اما به آنچه در طول حاکمیت در نظر گرفته می شود و همچنین به ویژگی ها یا میزان کیفیت مرتبط با آن، بستگی دارد (الاهدل و همکاران، ۲۰۲۰).

کریسوستومو و همکاران[1] (۲۰۲۰)دریافتند که حضور سهامداران بزرگ علاوه بر سهامدار کنترل‌کننده، با یک قدرت رای‌دهی قابل‌مقایسه است که هزینه حقوق صاحبان سهام را کاهش می‌دهد. کویرالا و همکاران[2] (۲۰۲۰) دریافتند که در اسپانیا، ائتلاف تأثیر منفی بر سود سهام دارد و این نتیجه را به عنوان مکانیسمی برای سهامدار عمده برای تامین منافع خصوصی در کنترل تفسیر می‌کنند. در عوض، گوتیرز و همکاران[3] (۲۰۱۲)دریافتند که در اسپانیا، ائتلاف خارج از گروه کنترل، تأثیر مثبتی بر عملکرد دارد (شیوه و فارستر[4]، ۲۰۲۰).

بیشتر تحقیقات قبلی در مورد میزان ساختار مالکیت بر روی موضوعات شرکتی مثل ارزش شرکت، عملکرد شرکت، کیفیت بیانیه حسابداری و هزینه بدهی بوده است. با این حال، مطالعات قبلی اشاره کرده اند که ساختار مالکیت، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی را تعدیل می‌کند. در این راستا قدرت رقابت سهامداران عمده و کیفیت حاکمیت شرکتی کمتر مورد مطالعه قرار داده شده است. رویکرد اصلی نمایندگی به تعارض منافع بین سهامداران بزرگ و اقلیت تأکید می‌کند ادبیات موجود، شیوه‌های متفاوتی از سلب مالکیت توسط سهامداران را گزارش می‌کند. سهامداران عمده می‌توانند تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه را از طریق ادغام شرکت‌ها در راستای منافع خود یا شرکت و یا یک حزب، ایجاد کنند. سهامدار عمده، اگر یک موقعیت مدیریتی را در دست داشته باشد، می‌تواند از طریق اتخاذ قوانین تصاحبی، فشار وارد کنند و مسئولیت خودر را برای پاسخگویی کاهش دهند. این مشکل به ویژه در کشورهایی با حمایت قانونی ضعیف از سهامداران و تمرکز مالکیت بالای شرکت ها، بسیار زیاد است. سهامداران عمده، برای حفظ سیستم‌های کنترل داخلی ضعیف انگیزه دارند تا مزایای خصوصی کنترلی خود را افزایش دهند.

تمرکز مالکیت در قالب چگونگی توزیع سهام بین سهامداران یک شرکت مطرح می شود که هرچه تعداد سهام داران کمتر باشد مالکیت متمرکزتر است (باقرزادگان و خان محمدی، ۱۳۹۸).

1 Crisóstomo, et al
2 Koirala,et al
3 Gutierrez
4 Shive & Forster,

www.SID.ir

درباره مالکان عمده دو فرضیه ارائه شده است. طرفداران فرضیه نظارت فعال این گونه استدلال می کنند که مالکان عمده، سرمایه گذاران بلندمدتی هستند که انگیزه و توانایی زیادی برای نظارت فعالانه مدیران دارند. در حمایت از این فرضیه، طرفداران آن دو دلیل را ذکر می کنند: اول این که اگر چه مالکان عمده اختیار فروش سرمایه گذاری هایشان را دارند، ولی بزرگی اندازه سرمایه آن ها به حدی است که سهام در اختیارشان بدون تحت تأثیر قرار دادن قیمت های سهام و کاهش ارزش آن قابل فروش نیست و بنابراین، آن‌ها مجبورند که استراتژی بلندمدتی را بپذیرند و این باعث انگیزه بیشتر آن‌ها برای نظارت فعالانه مدیر می شود. دوم این که مالکان عمده نسبت به سهامداران کوچک توانایی بالاتری برای ارزیابی دقیق تر و کاراتر صورت های مالی دارند، چون اکثر آن‌ها از میان سرمایه گذاران نهادی و سازمان ها و شرکت‌های بزرگ هستند که امکانات بالاتری را در اختیار دارند (تقی نتاج و همکاران، ۱۳۹۷).

در برابر فرضیه نظارت فعال، فرضیه اتحاد استراتژیک وجود دارد. فرضیه اتحاد استراتژیک حاکی از آن است که مالکان عمده و مدیران با هم کار کرده و به طور متقابل از هم حمایت می کنند. این همکاری کاهش نظارتی را که احتمالا منجر به افزایش ارزش شرکت می شود، در پی دارد و کیفیت سود از نظر سایر سهامداران تقلیل می یابد. در نتیجه ارتباط منفی بین محتوای اطلاعاتی سود و تمرکز مالکیت وجود دارد. به دیگر سخن، چنانچه سهام شرکت در اختیار مالکان محدودی متمرکز شده باشد، احتمال این که صورت های مالی جهت تحقق انتظارات و نیازهای این مالکان مدیریت شود، افزایش می یابد. این موضوع سبب کاهش محتوای اطلاعاتی سود از نظر سایر مالکان خواهد شد. برای مثال، مالکان عمده ممکن است دارایی های شرکت را به نفع خود مصادره کنند و جهت پنهان نمودن این موضوع صورت های مالی را گمراهانه ارائه کنند (جونگ و ون، ۲۰۰۲). در تایید این موضوع نتایج تحقیق فیرت و همکاران (۲۰۰۷)، نشان داد که هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد محتوای اطلاعاتی سود پایین تر است(به نقل از یمک[1]، ۲۰۱۷).

جنسن (۱۹۹۳)بیان می‌کند که هیئت مدیره در راس سیستم‌های کنترل داخلی قرار دارد، بنابراین توجه ویژه‌ای به اثر جایگزینی احتمالی بین ساختار مالکیت و کیفیت هیات‌مدیره وجود دارد. یکی از وظایف اصلی هیات‌مدیره نظارت مدیریتی است که این سوال را مطرح می‌کند که چگونه سهامداران با انگیزه بالا می‌توانند مدیران را جایگزین هیات‌مدیره کنند و نظارت مدیریتی موثر را انجام دهند. سهام داران از سیستم حاکمیت شرکتی برای نظارت موثر بر مدیریت استفاده می کنند. از این نقطه‌نظر، توانمند شدن سهامداران بزرگ می‌تواند منجر به یک هیئت مدیره با کیفیت پایین‌تر می شود. سهامداران کنترل‌کننده قدرتمند به عنوان جایگزینی برای نظام رسمی حاکمیت شرکتی عمل می‌کنند، کنترل اعمال‌شده توسط هیات‌مدیره را کاهش می‌دهند. بدین ترتیب، تمرکز بالای مالکیت به یک مکانیسم کنترل داخلی تبدیل می‌شود که جایگزین عملکرد هئیت مدیره می شود. هایگبرت و وانگ[2] (۲۰۱۲)دریافتند که در یک محیط حقوقی و نهادی با حمایت ضعیف از سهامدارن، معاملات مربوط به احزاب افزایش می‌یابد. این معاملات به ویژه برای سرمایه گذاران اقلیت مضر است(کریستمو و همکاران،۲۰۲۰).

در راستای پژوهش حاضر، گودرزوند چگینی و همکاران (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر انواع تضاد نمایندگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام شرکت ها پرداختند و نشان دادند که معیارهای نسبت اعضای مستقل هیبت مدیره، جدایی وظیفه مدیر عامل از رییس هیبت مدیره، سهامداران نهادی و کیفیت حسابرسی دارای رابطه مثبتی با نقدشوندگی سهام میباشند. علاوه براین براساس نتایج تحقیق نسبت اعضای مستقل هیبت مدیره و سرمایه گذاران نهادی سبب بیشتر شدن رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام در شرکتهای دولتی خواهند شد. نتایج تحقیق همچنین نشان دهنده این میباشد که جدایی وظیفه مدیرعامل از رییس هیبت مدیره و کیفیت حسابرسی در شرکتهای دولتی تأثیر معناداری بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام ندارند.

از زمانی که صاحب کار، عاملی را از جانب خود منصوب نمود و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض کرد، رابطه نمایندگی بوجود آمد. در رابطه نمایندگی، فرض می‌شود که هر یک از طرفین سعی دارند منافع خود را حداکثر نمایند. بنابراین بررسی قدرت سهامداران عمده بر کیفیت حاکمیت شرکتی، ضرورت دارد. بنابراین این پژوهش قصد دارد به این سوال اساسی پاسخ دهد که حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت رای دهی و کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد) چه تاثیری بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها دارد؟

۲- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از صورت های مالی به تحلیل و بررسی قدرت سهامداران عمده وکیفیت حاکمیت شرکتی و بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت رای دهی و کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد) بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش مورد آزمون قرار

1 Yemack
2 Huyghebaert and Wang

ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

گرفته و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل های رگرسیونی چندگانه خواهیم نمود.، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. همچنین پژوهش حاضر از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی- علّی است.

جامعه آماری این تحقیق شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دلیل انتخاب جامعه آماری مذکور این است که سازمان بورس و اوراق بهادار تهران اطلاعات نسبتاً جامعی درخصوص وضعیت شرکتها و روند عملکردهای مالی و اقتصادی آن‌ها دارد و میتوان گفت تنها منبع اطلاعاتی است که با استفاده از آن میتوان به منابع اطلاعاتی مالی شرکتها دسترسی یافته و مدل تحقیق را مورد آزمون قرار داد.

به منظور انتخاب نمونه تحقیق از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک استفاده شد. در انتخاب نمونه آماری به دو موضوع توجه شده است. اول اینکه نماینده مطلوبی از جامعه آماری باشد و دوم این که با متغیرهای اساسی تحقیق تناسب داشته باشد. بر این اساس نمونه آماری تحقیق با توجه به ضوابط ذیل انتخاب شدند:

۱ : اطلاعات در دسترس باشد.

۲: در دوره زمانی ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۸ فعال باشد.

۳ : شرکت‌های مالی، واسطه گری مالی، بیمه، بانک، هلدینگ و سرمایه گذاری نباشد.

۴ : دوره مالی آن منتهی به اسفند ماه باشد.

۵ : فعال باشد و در حال انحلال نباشد.

بازه زمانی این تحقیق بین سال های ۱۳۹۸-۱۳۸۷ بوده است بر اساس شاخص های تعیین شده، ۱۵۳ شرکت به عنوان نمونه، در نظر گرفته شد.

در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش‌های زیر جمع‌آوری گردید:

۱. روش کتابخانه‌ای، روش اسنادکاوی و همچنین برای آماده‌سازی متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌ها، از نرم افزار صفحه گسترده(اکسل) استفاده شده است. ابتدا اطلاعات گردآوری شده در صفحات کاری ایجاد شده در محیط این نرم‌افزار وارد گردید و سپس محاسبه‌های لازم برای دستیابی به متغیرهای این پژوهش انجام شد. بعد از محاسبه کلیه متغیرهای لازم جهت استفاده در مدل‌های این پژوهش، این متغیرها در صفحات کاری واحدی ترکیب شدند تا به طور الکترونیکی به نرم‌افزار مورد استفاده در تجزیه و تحلیل نهایی منتقل شوند. در این پژوهش جهت انجام تحلیل‌های نهایی، از نرم افزار Eviews۱۰ استفاده شده است

۳- تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق با استفاده از داده‌های پنل دیتا و رگرسیون چندمتغیره و نرم افزار ایویوز، به آزمون فرضیه‌ها پرداخته شد.

۴- یافته‌های پژوهش

در این بخش به تحلیل کمی داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار Eviews۱۰ پرداخته می‌شود.

۴-۱- آمار توصیفی

اولین گام در تحلیل آماری تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخص‌های توصیفی می‌باشد. هدف از این تحلیل شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آزمودنی‌ها می‌باشد تا مقدمات تحلیل آماری فراهم شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار گردد (هومن۱۳۷۰). تحلیل داده ها در این بخش با محاسبه شاخص‌های مرکزی از جمله میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی از قبیل انحراف معیار، حدکثر و حداقل مقدار متغیرها انجام شده است.

نشریه علمی شبکه ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	تعداد مشاهده
BOARDC	۰,۲۷۵۵۳۹	۰,۰۰۰۰	۱,۰۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۰,۴۴۶۹۹۵	۱,۰۰۴۷۸۳	۲,۰۰۹۵۸۸	۱۸۳۶
CONTEST	۰,۱۳۹۱۹۹	۰,۱۱۱۵۷۲	۸,۷۶۴۸۱۲	۰,۰۰۰۰	۰,۳۸۸۳۲۷	۱۷,۳۵۴۵۰	۳۳۱,۵۴۵۳	۱۸۳۶
OWNSTR	۰,۲۴۳۳۱۷۵	۰,۳۶۳۲۶۲	۰,۸۲۱۲۲۷۰	۰,۰۸۵۱۲۳	۰,۶۲۵۱۵۴	۱۱,۵۲۴۵۱	۹,۶۲۳۵۸۱	۱۸۳۶
GOPP	۱,۶۳۶۶۸۷	۱,۶۲۵۷۶۲	۳,۳۸۳۶۸۱	۱,۰۸۹۱۱	۰,۲۵۹۴۵۵	۱,۵۹۸۹۴۱	۱۰,۰۸۲۲۸	۱۸۳۶
ICGQ	۰,۲۱۰۷۵۵	۰,۲۰۱۶۷۰	۰,۳۳۳۸۵۲	۰,۰۹۸۴۶۶	۰,۰۳۹۱۳۲	۲,۳۸۰۰۴۰	۸,۷۴۶۵۸۲	۱۸۳۶
ROA	۰,۱۲۹۲۳۲	۰,۱۰۸۴۵۱	۲,۷۶۹۱۰۰	-۰,۵۱۵۲	۰,۱۵۸۰۹۷	۴,۵۸۱۱۱۹	۷۵,۷۹۶۳۶	۱۸۳۶
SIZE	۵,۸۵۲۶۵۳	۵,۷۴۶۸۵۴	۸۰,۱۴۷۱۲	۴,۵۸۸۵۲۹	۰,۶۳۸۸۴۴	۰,۹۲۹۷۱۵	۳,۹۰۳۳۱۰	۱۸۳۶
VOC1	۰,۳۹۶۶۶۲	۰,۳۴۰۸۱۱	۰,۹۹۳۸۶۷	۰,۱۰۰۱۱۷	۰,۲۳۸۸۷۰	۰,۷۷۹۲۳۲	۲,۵۷۸۵۵۴	۱۸۳۶
VOC3	۰,۲۲۴۷۷۷	۰,۲۳۹۷۹۰	۰,۵۱۸۱۹۲	۰,۰۸۰۱۳۳	۰,۰۸۷۸۳۲	۰,۳۶۱۴۱۲	۲,۲۱۰۸۱۰	۱۸۳۶
VOC5	۰,۰۰۲۱۰۸	۰,۰۰۱۳۴۳	۰,۰۲۵۰۵۱	۰,۰۰۰۷۵۱	۰,۰۰۲۳۵۱	۵,۲۷۷۲۰۱	۴۰,۶۷۵۶۳	۱۸۳۶
WEDGE1	۰,۶۲۳۶۵۷	۰,۶۳۶۳۳۴	۳,۰۶۰۴۰۱	۰,۰۱۲۷۳۴	۰,۲۴۶۰۳۴	۲,۵۶۷۱۱۷	۲۴,۵۲۴۳۸	۱۸۳۶
WEDGE3	۰,۴۲۰۸۹۱	۰,۴۰۰۶۴۲	۲,۳۶۲۰۰۶	۰,۰۰۰۲۹۳	۰,۳۱۴۵۷۹	۰,۸۳۶۰۹۰	۵,۲۲۷۳۲۹	۱۸۳۶
WEDGE5	۰,۳۲۵۳۳۴	۰,۲۴۳۵۳۸	۸,۸۰۸۳۱۶	۰,۰۵۰۲۳۸	۰,۴۲۰۵۶۴	۱۰,۴۳۱۸۸	۱۷۴,۶۸۱۸	۱۸۳۶

۴-۲- آمار استنباطی

فرضیه a۱. تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها تأثیر منفی دارد.

جدول۲- تخمین مدل های اول و دوم تحقیق

آزمون نرمالیته	BOARDC	ICGQ
جارک-برا	۱۸۷,۵۲۴۵	۳۵۲۵,۵۲۱
معنی داری	۰,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰
تعداد مشاهده	۱۸۳۶	۱۸۳۶

طبق جدول ۲ مشاهده می‌گردد که در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC1) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر -۰,۰۰۵۲۴۱ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۹۸۵۲۵۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۳۵۶۲۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. همچنین در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC3) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۴۵۱۲۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۹۰۵۴۲۵ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۳۹۵۲۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. علاوه بر این، در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC5) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۱,۴۹۸۵۲۶ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۲,۳۶۵۲۵۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰,۰۱۵۴ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را تایید می‌کند. با توجه به تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت، در مجموع می توان نتیجه گرفت که تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی a۱ تایید می گردد.

فرضیه b۱. تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت ترکیب هیئت مدیره شرکت تأثیر منفی دارد.

طبق جدول ۲ مشاهده می گردد که در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC1) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۰,۳۲۱۵۲۴ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۵,۵۲۵۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰۰۰۰ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و

ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

معناداری را نشان می دهد. در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC3) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۰,۰۹۵۲۴۴۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۵۲۴۱۲ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۵۲۵۷ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC5) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۹,۲۴۱۵۲۱ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۱,۵۲۳۲۶ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۳۶۲۰ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد.

با توجه به تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت ترکیب هیئت مدیره، در مجموع می توان نتیجه گرفت که تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت ترکیب هیئت مدیره شرکت‌ها تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی b۱ تایید می گردد.

فرضیه a۲. کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت تأثیر منفی دارد.

طبق جدول ۲ مشاهده می گردد که در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE1) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۰۲۰۳۵ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۵۲۴۱۵۲۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۹۵۲۴۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. همچنین، در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE3) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۷۴۵۱۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۳,۵۷۵۴۲ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰۰۰۰ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را نشان می دهد. همچنین، در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE5) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۰۵۶۴۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۱,۱۸۶۱۲۳ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۱۵۲۴ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. با توجه به تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت سیستم مدیریت، در مجموع می توان نتیجه گرفت که کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی a۲ تایید می گردد.

فرضیه b۲. کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت هیئت مدیره شرکت تأثیر منفی دارد.

جدول۳- تخمین مدل های سوم و چهارم تحقیق

متغیر	آزمون فیلیپس پرون		نتیجه آزمون
	آماره	معنا داری	
BOARDC	۵۴۱,۶۲۵	۰,۰۰۰۰	مانا
CONTEST	۵۸۲,۵۸۷	۰,۰۰۰۰	مانا
GOPP	۶۹۲,۵۲۵	۰,۰۰۰۰	مانا
ICGQ	۷۴۵,۵۱۷	۰,۰۰۰۰	مانا
ROA	۳۲۸,۵۴۷	۰,۰۰۰۰	مانا
SIZE	۵۰۴,۶۵۱	۰,۰۰۰۰	مانا
VOC1	۴۷۱,۵۸۲	۰,۰۰۰۰	مانا
VOC3	۳۳۲,۸۹۵	۰,۰۰۰۰	مانا
VOC5	۷۴۵,۸۵۸	۰,۰۰۰۰	مانا
WEDGE1	۵۴۵,۵۶۲	۰,۰۰۰۰	مانا
WEDGE3	۱۰۸,۶۵۲	۰,۰۰۰۰	مانا
WEDGE5	۸۸۴,۶۲۳	۰,۰۰۰۰	مانا

www.SID.ir

طبق جدول ۳ مشاهده می گردد که در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE1) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۰,۰۲۰۵۲۵ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۵۴۱۲۷ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۵۲۰۷ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ برگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE3) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۷۴۵۱۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۲,۵۴۵۱۲ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰۱۰۲ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را نشان می دهد.در مدل دوم مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE5) بر متغیر وابسته کیفیت ترکیب هیئت مدیره (BOARDC) برابر -۰,۰۵۲۳۲۶ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز -۱,۵۶۲۳۵ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۵۴۲۵۸ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد.

با توجه به تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت ترکیب هیئت مدیره، در مجموع می توان نتیجه گرفت که کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت ترکیب هیئت مدیره شرکت‌ها تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی b۲ تایید می گردد.

فرضیه a۳. نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت تأثیر مثبتی دارد.

طبق جدول ۳ مشاهده می گردد که در مدل سوم مقدار ضریب تأثیر نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ (CONTEST) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۰۷۴۲۵ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۴,۵۲۶ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰۰۰ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را نشان می دهد. بنابراین می توان گفت نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت تأثیر مثبتی دارد فرضیه a۳ تایید می گردد.

فرضیه b۳. نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ بر کیفیت هیئت مدیره تأثیر مثبتی دارد.

طبق جدول ۳ مشاهده می گردد که در مدل سوم مقدار ضریب تأثیر نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ (CONTEST) بر متغیر وابسته کیفیت هیئت مدیره (BOARDC) برابر ۰,۰۰۴۲۵ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۰۷۸۴۵۲ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۹۵۶۲ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. بنابراین می توان گفت نسبت حق رأی دارندگان بلوک دوم و دیگر سهامدران بزرگ بر کیفیت هیئت مدیره تأثیر معناداری ندارد فرضیه b۳ رد می گردد.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

قدرت سهامداران به عنوان مکانیسم حاکمیت خارجی و مهم برای همسوسازی اقدامهای مدیران با منافع مالکان در نظر گرفته شده است. اگر مدیران در جهت منابع سهامداران عمل نکنند، سهامداران باید حق برکناری مدیریان را داشته باشند. با این وجود، توانایی سهامداران برای حاکمیت بر مدیران اغلب محدود شده و در سالهای اخیر ماهیت این محدودیت های به زیر سوال رفته است. این پژوهش به آنالیز انگیزه سهامداران عمده برای پیاده سازی سیستم حاکمیت شرکتی می پردازد که در چارچوب مالکیت متمرکز و حمایت ضعیف قانونی از سرمایه گذاران، از منافع آن‌ها حمایت می‌کند. از یک معیار استاندارد برای حاکمیت شرکتی مبتنی بر اجرای قوانین غیر اجباری حاکمیت شرکتی خوب، استفاده شده است. برآوردهای سیستم) GMM روش گشتاورهای تعمیم یافته) برای داده‌های پانل متوازن شرکت‌های برزیلی نشان می دهد که تمرکز مالکیت برای کیفیت مدیریت شرکت و کیفیت ترکیب هیئت مدیره مضر است. بر اساس تأثیر سلب مالکیت بر تعارض های مالک-مالک(تعارض بین سهامداران عمده و اقلیت)، با تضعیف سیستم حاکمیت شرکتی و ترکیب هیئت مدیره، سهامداران عمده(کنترل کننده) ممکن است از مزایای شخصی کنترل استفاده کنند. بر اساس پیشنهاد اثر جانشینی، به روش متمم، سهامداران کنترل کننده ممکن است از استخدام هیئت مدیره

نشریه علمی تخصصی شباک
ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

قوی خودداری کنند و مستقیماً نظارت بر مدیریت را انجام دهند که تعارض نمایندگی با مدیران را کاهش دهد. در نهایت، توانایی سهامداران بزرگ بدون سهامداران اصلی، برای به چالش کشیدن قدرت آن‌ها برای شکل دادن سیستم حاکمیت شرکتی،کافی نیست. این مطالعه شواهدی از اهمیت تعارض مالک–مالک در یک بازار نوظهور را با تجزیه و تحلیل تأثیر تمرکز مالکیت بر کیفیت سیستم حاکمیت شرکتی و همچنین اینکه سایر سهامداران بزرگ غیره کنترل کننده قادر به رقابت با قدرت سهامداران اصلی نیستند، ارائه میدهد. این توزیع مالکیت یک تعارض مالک–مالک را در بین سهامداران ایجاد می‌کند، به طوری که احتمالاً بین بزرگترین سهام دار کنترل کننده و سایر سهام داران عمده تعارض منافع ایجاد می شود. اگرچه تأثیر چنین تعارضاتی بر ارزش شرکت ها بطور گسترده ای مورد مطالعه قرار گرفته است، اما هنوز هم در مورد تأثیر این تعارضات بر طراحی سازوکارهای کنترل شرکت ها و کیفیت حاکمیت شرکت ها نیاز به تحقیقات جدید وجود دارد.

یکی از محدودیت‌های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکت هاست. یادداشت-های همراه صورت‌های مالی دربرگیرنده ترکیب سهامداران شرکت هاست که این اطلاعات معمولاً به شکل سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ ارائه می‌شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته‌اند. همچنین تعداد اندک شرکت‌های نمونه می‌تواند تعمیم نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC1) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر -۰,۰۰۵۲۴۱ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۹۸۵۲۵۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۳۵۶۲۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC3) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۴۵۱۲۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۹۰۵۴۲۵ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۳۹۵۲۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد. در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل تمرکز مالکیت رای دهی (VOC5) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۱,۴۹۸۵۲۶ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۲,۳۶۵۲۵۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰,۰۱۵۴ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را تایید می‌کند.

با توجه به فرض دوم و تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت، در مجموع می توان نتیجه گرفت که تمرکز مالکیت رای دهی بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت‌ها تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی a۱ تایید می گردد. همچنین یافته ها نشان داد که ضریب تأثیر شاخص اول متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE1) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۰۲۰۳۵ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۰,۵۲۴۱۵۲۴ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۹۵۲۴۱ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد.

در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص دوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE3) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۷۴۵۱۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۳,۵۷۵۴۲ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن بزرگتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار است. مقدار معناداری نیز برابر ۰,۰۰۰۰ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ کوچکتر بوده و معناداری را نشان می دهد.

در مدل اول مقدار ضریب تأثیر شاخص سوم متغیر مستقل کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد (WEDGE5) بر متغیر وابسته کیفیت سیستم مدیریت (ICGQ) برابر ۰,۰۰۵۶۴۲ محاسبه شده است وآماره تی آزمون نیز ۱,۱۸۶۱۲۳ به‌دست‌آمده است که قدر مطلق آن کوچکتر از مقدار بحرانی t در سطح خطای ۵٪ یعنی ۱/۹۶ بوده که نشان می‌دهد ضریب مشاهده شده معنی دار نیست. مقدار معناداری نیز برابر ۱۵۲۴ محاسبه شده است که از سطح خطای ۰/۰۵ بزرگتر بوده و عدم معناداری را نشان می دهد.

با توجه به تایید تأثیر معنادار یکی از شاخص های کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت سیستم مدیریت، در مجموع می توان نتیجه گرفت که کنترل بیش از بر جریان وجوه نقد بر کیفیت سیستم مدیریت شرکت تأثیر منفی دارد و فرضیه فرعی a۲ تایید می گردد.

باید ذکر شود که قدرت سهامداران به عنوان مکانیسم حاکمیت خارجی و مهم برای همسوسازی اقدامهای مدیران با منافع مالکان در نظر گرفته شده است. اگر مدیران در جهت منابع سهامداران عمل نکنند، سهامداران باید حق برکناری مدیریان را داشته باشند. با این وجود، توانایی سهامداران برای حاکمیت بر مدیران اغلب محدود شده و در سالهای اخیر ماهیت این محدودیت های به

www.SID.ir

زیر سوال رفته است. این پژوهش به آنالیز انگیزه سهامداران عمده برای پیاده سازی سیستم حاکمیت شرکتی می پردازد که در چارچوب مالکیت متمرکز و حمایت ضعیف قانونی از سرمایه گذاران، از منافع آن‌ها حمایت می‌کند. از یک معیار استاندارد برای حاکمیت شرکتی مبتنی بر اجرای قوانین غیر اجباری حاکمیت شرکتی خوب، استفاده شده است. برآوردهای سیستم) GMM روش گشتاورهای تعمیم یافته) برای داده‌های پانل متوازن شرکت‌های برزیلی نشان می دهد که تمرکز مالکیت برای کیفیت مدیریت شرکت و کیفیت ترکیب هیئت مدیره مضر است. بر اساس تأثیر سلب مالکیت بر تعارض های مالک-مالک(تعارض بین سهامداران عمده و اقلیت)، با تضعیف سیستم حاکمیت شرکتی و ترکیب هیئت مدیره، سهامداران عمده(کنترل کننده) ممکن است از مزایای شخصی کنترل استفاده کنند. بر اساس پیشنهاد اثر جانشینی، به روش متمم، سهامداران کنترل کننده ممکن است از استخدام هیئت مدیره قوی خودداری کنند و مستقیماً نظارت بر مدیریت را انجام دهند که تعارض نمایندگی با مدیران را کاهش دهد.

یکی از محدودیت‌های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکت هاست. یادداشت-های همراه صورت‌های مالی دربرگیرنده ترکیب سهامداران شرکت هاست که این اطلاعات معمولاً به شکل سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ ارائه می‌شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته‌اند. همچنین تعداد اندک شرکت‌های نمونه می‌تواند تعمیم نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

پیشنهادهای کاربردی (پیشنهادهای مبتنی بر یافته های پژوهش)

بر اساس یافته های حاصل از پژوهش حاضر می توان چندین پیشنهاد ارائه داد :

- پیشنهاد می شود شرکت ها بر مبنای گردش موجودی سهامداران برای آنان حق رای تعریف نمایند، این روش باعث می شود که سهامداران فعال تر حق رای بیشتری داشته باشند چراکه این دسته از سهامداران از ویزگی ها و پتانسیل های شرکت بیشتر مطلع می باشند.
- پیشنهاد می شود شرکت ها برای انتخاب هیات مدیره و اعضاء کنترل داخلی شرکت از آراء سهامداران به صورت غیر مستقیم استفاده نمایند (استفاده از نمایندگان).
- پیشنهاد می شود شرکت ها جهت افزایش شفافیت اطلاعاتی اختیارات حسابرسان داخلی برای دسترسی به اطلاعات جریان وجوه نقد شرکت را افزایش دهند.
- پیشنهاد می شود اختیارات هیات مدیره در کنترل جریان وجوه نقد محدود شود با تایید بازرسان و سیستم کنترل داخلی انجام شود.
- پیشنهاد می شود شرکت ها از سیستم رای دهی وزن دار استفاده نمایند به صورتی که رای هر سهامدار با تعداد سهام وی وزن دار شود.

منابع

۱- بت شکن،محمد هاشم؛ رهبری خرازی،مهسا.(۱۳۸۷).حاکمیت شرکتی : میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بصیرت، شماره ۴۲، صفحه ۱۳۳ تا ۱۵۳.

۲- جونز، چارلی.(۱۳۹۳). مدیریت سرمایه گذاری. (رضا تهرانی و عسگر نوربخش). تهران، نشر نگاه دانش.چاپ دوازدهم

۳- ستایش، محمدحسین؛ منصوری،شعله (۱۳۹۳).بررسی مقایسه ای سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت ها ی درمانده و غیردرمانده مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشات مالی، دوره ۱۶، شماره ۱، بهار و تابستان ۱۳۹۳، صفحه ۹۹-۱۱۲

۴- غفاری، عباس. (۱۳۹۴).بازیگران اصلی حاکمیت شرکتی، ماهنامه تدبیر، جلد ۲۶ شماره ۲۷۵ صفحات ۱۹-۲۲

۵- مرادی زاده فرد مهدی،ناظمی اردکانی مهدی، غلامی رضا، فرزانی حجت اله.(۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛.۹۸-۸۵ :۵۵۱۶

٦- ناصری ملکی, سمیه و عسگر پاک مرام، (۱۳۹۵)، تأثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر ریسک ورشکستگی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پنجمین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت و دومین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری های باز، تهران، همایشگران مهر اشراق،

۷- باقرزادگان، رضا و خان محمدی، محمدحامد. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و حاکمیت شرکتی با سرمایه‌گذاری در عملیات اصلی شرکت. مدیریت حسابداری، ۱۲(۴۰)، ۱۴-۱

نشریه علمی تخصصی شباک
ISSN: 2476-3667

www.SID.ir

۸- تقی نتاج، غلامحسین، بحری، جمال و قادری، قدرت. (۱۳۹۷). تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی بانک‌ها با تأکید بر نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت افشاء. مطالعات مالی و بانکداری اسلامی، ۴، ۱۵۱-۱۲۷
۹- حساس یگانه، یحیی. (۱۳۹۵). تأثیر سازو کارهای حاکمیت شرکتی بر کیفیت حسابرسی و مدیریت سود واقعی. ۵(۲۰)، ۸۱-۹۵
۱۰- حساس یگانه، یحیی؛ رییسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. علوم مدیریت ایران، ۴(۱۳)، ۱۰۰-۷۵
۱۱- دیدار، حمزه؛ منصورفر، غلامرضا و زارع، الهام. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر کیفیت افشا با أکید بر نقش تعدیل‌کنندۀ رقابت بازار محصول در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری مالی، ۹(۱)، ۹۷-۱۱۸
۱۲- شورورزی، محمدرضا ؛ آزادوار،ایمان.(۱۳۸۹).تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصتهای سرمایه گذاری و عملکرد شرکت ها، مجله حسابداری مدیریت، سال سوم / شماره ششم / پائیز ۱۳۸۹
۱۳- گودرزوندچگینی, معصومه و رضازاده، جواد. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر انواع تضاد نمایندگی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام شرکت ها، فصلنامه پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری.
۱۴- آذر عادل، مؤمنی منصور، (۱۳۸۰)، «آمار و کاربُرد آن در مدیریت»، جلد دوم، چاپ پنجم، تهران: انتشارات سمت
۱۵- حیدری تفرشی، غلامحسین (۱۳۸۶)، «مبانی سازمان و مدیریت»، چاپ اول، تهران، انتشارات نویسنده
۱۶- جلیلی آرزو و مشیری اسمعیل (۱۳۹۲)، «ابتکارات ذهنی در به‌کارگیری رویه‌های حسابداری مدیریت»، فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، دوره ۲، شماره ۶، صص ۵۰-۴۱
17- Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. I., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. Research in International Business and Finance, 51, 101083.
18- Bhagat, S., & Bolton, B. (2019). Corporate governance and firm performance: The sequel. Journal of Corporate Finance, 58, 142-168.
19- Buertey, S., Sun, E. J., Lee, J. S., & Hwang, J. (2020). Corporate social responsibility and earnings management: The moderating effect of corporate governance mechanisms. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, 27(1), 256-271.
20- Schiehll, E., Ahmadjian, C., & Filatotchev, I. (2014). National governance bundles perspective: Understanding the diversity of corporate governance practices at the firm and country levels. Corporate Governance: An International Review, 22(3), 179-184.
21- Scherer, A. G., & Voegtlin, C. (2020). Corporate governance for responsible innovation: Approaches to corporate governance and their implications for sustainable development. Academy of Management Perspectives, 34(2), 182-208
22- Yermack, D. (2017). Corporate governance and blockchains. Review of Finance, 21(1), 7-31..
23- Al-Gamrh, B., Ismail, K. N. I. K., Ahsan, T., & Alquhaif, A. (2020). Investment opportunities, corporate governance quality, and firm performance in the UAE. Journal of Accounting in Emerging Economies.
24- Crisóstomo, V. L., de Freitas Brandão, I., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. Research in International Business and Finance, 51, 101076.
25- Koirala, S., Marshall, A., Neupane, S., & Thapa, C. (2020). Corporate governance reform and risk-taking: Evidence from a quasi-natural experiment in an emerging market. Journal of Corporate Finance, 61, 101396.
26- Shive, S. A., & Forster, M. M. (2020). Corporate governance and pollution externalities of public and private firms. The Review of Financial Studies, 33(3), 1296-1330.
27- Yermack, D. (2017). Corporate governance and blockchains. Review of Finance, 21(1), 7-31

www.SID.ir