





## دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت

دانشکده مدیریت و حسابداری

گروه آموزشی حسابداری

پایان نامه تحصیلی جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته حسابداری

عنوان

بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران

استاد راهنما

دکتر سینا خردیار

نگارش

بهناز محمدی

بهمن 1393

باسمه تعالی

## «تعهدنامه اصالت رساله یا پایان نامه»

اینجانب بهناز محمدی دانش‌آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته / دکتری حرفه‌ای / دکتری تخصصی در رشته حسابداری که در تاریخ 1393/11/30 از پایان‌نامه / رساله خود تحت عنوان بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با کسب نمره 20 و درجه عالی دفاع نموده‌ام، بدینوسیله متعهد می‌شوم:

- 1) این پایان‌نامه / رساله حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان‌نامه، کتاب، مقاله و ...) استفاده نموده‌ام، مطابق ضوابط و رویه موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست مربوطه ذکر و درج کرده‌ام.
- 2) این پایان‌نامه / رساله قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین‌تر یا بالاتر) در سایر دانشگاه‌ها و مؤسسات آموزش عالی ارائه نشده است.
- 3) چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هرگونه بهره‌برداری اعم از چاپ کتاب، ثبت اختراع و ... از این پایان‌نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.
- 4) چنانچه در هر مقطعی زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را می‌پذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی‌ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

نام و نام خانوادگی

تاریخ و امضاء

## سپاسگزاری

سپاس ایزد منان را که توفیق فراگیری علم را بر من عطا فرمود و مرا در کوران مشکلات و سختی‌ها یاری نمود، تا این پایان‌نامه را با موفقیت به پایان رسانم. در طول دوران تحصیلی و تهیه این پایان‌نامه از راهنمایی‌ها و مساعدت‌های استادان و سروران عزیزی بهره برده‌ام که مراتب سپاس قلبی و تشکر خالصانه خود را از همه ایشان به جای می‌آورم.

در اینجا بر خود لازم می‌دانم از استاد ارجمند و مهربانم جناب آقای دکتر سینا خردیار که در تمام مراحل انجام پایان‌نامه مرا از راهنمایی‌هایشان بهره‌مند ساختند کمال تشکر را به جا آورم. همچنین از جناب آقای دکتر غلامرضا محفوظی و سرکار خانم دکتر مریم اوشک‌سرای که زحمت داوری پایان‌نامه را تقبل کردند و با ارائه پیشنهادهای سازنده، موجب غنای علمی پژوهش شدند نیز کمال تشکر را دارم. در پایان هم از تمامی دوستان عزیزم به خصوص از آقای پویا عباسی و خانم زینت خاتمی نهایت تشکر و قدردانی را دارم که خالصانه از هر گونه کمکی دریغ نمودند.

تقدیم به پدر و مادر عزیزم؛

که همواره حامی ام بوده‌اند و محبت‌ها و دعای خیرشان  
همواره شامل حال من بوده است.

کالج پروژه

فهرست

فصل اول: کلیات پژوهش

1-1	مقدمه	2
2-1	بیان مسئله	2
3-1	فرضیه‌ها	4
4-1	اهداف پژوهش	5
1-4-1	اهداف کلی و خاص پژوهش	5
2-4-1	اهداف کاربردی پژوهش	5
5-1	ضرورت و اهمیت موضوع پژوهش	6
6-1	روش انجام پژوهش	7
1-6-1	روش پژوهش	7
2-6-1	روش‌های گردآوری اطلاعات	7
3-6-1	قلمرو پژوهش	8
4-6-1	جامعه و نمونه آماری پژوهش	8
7-1	تعریف واژه‌ها و اصطلاحات پژوهش	9
8-1	ساختار کلی پژوهش	10
9-1	خلاصه فصل اول	11

فصل دوم: ادبیات، مبانی نظری و مروری بر پژوهش‌های مربوط

1-2	مقدمه	13
2-2	حاکمیت شرکتی	14

- 14.....1-2-2 تاریخچه حاکمیت شرکتی در جهان
- 15.....2-2-2 تعاریف حاکمیت شرکتی
- 18.....3-2-2 اهمیت حاکمیت شرکتی
- 19.....4-2-2 دلایل ایجاد حاکمیت شرکتی مناسب
- 20.....5-2-2 مبانی حاکمیت شرکتی
- 21.....1-5-2-2 تئوری نمایندگی
- 23.....2-5-2-2 تئوری ذینفعان
- 23.....3-5-2-2 تئوری هزینه معاملات
- 24.....4-5-2-2 تئوری هزینه معاملات در برابر تئوری نمایندگی
- 25.....5-5-2-2 تئوری نمایندگی در برابر تئوری ذینفعان
- 26.....6-2-2 اهداف حاکمیت شرکتی
- 27.....7-2-2 مزایای حاکمیت شرکتی
- 27.....8-2-2 طبقه‌بندی سیستم‌های حاکمیت شرکتی
- 28.....1-8-2-2 حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی (رابطه‌ای)
- 29.....2-8-2-2 حاکمیت شرکتی برون‌سازمانی (محیطی)
- 31.....9-2-2 مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی
- 31.....1-9-2-2 مکانیزم‌های برون‌سازمانی (محیطی)
- 31.....2-9-2-2 مکانیزم‌های درون‌سازمانی (محاطی)
- 33.....10-2-2 انواع الگوهای حاکمیت شرکتی
- 33.....1-10-2-2 الگوی مبتنی بر بازار
- 34.....2-10-2-2 الگوی حاکمیت شرکتی مبتنی بر روابط

- 35..... 3-10-2-2 الگوی حاکمیت شرکتی در حال گذار
- 35..... 4-10-2-2 الگوی نوظهور
- 36..... 11-2-2 اصول حاکمیت شرکتی منتشر شده در سطح جهانی
- 38..... 12-2-2 تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران
- 39..... 13-2-2 چارچوب حاکمیت شرکتی
- 41..... 14-2-2 رتبه‌بندی شرکت‌ها
- 41..... 15-2-2 ماتریس بین‌المللی حاکمیت شرکتی
- 42..... 1-15-2-2 پاسخگویی هیأت مدیره
- 42..... 2-15-2-2 افشا و کنترل‌های داخلی
- 42..... 3-15-2-2 حقوق سهامداران
- 42..... 4-15-2-2 پاداش
- 43..... 5-15-2-2 کنترل‌های بازار
- 43..... 6-15-2-2 رفتار شرکت
- 43..... 16-2-2 کفایت حاکمیت شرکتی
- 44..... 17-2-2 معیارهای حاکمیت شرکتی
- 44..... 1-17-2-2 درصد سهام شناور آزاد در حاکمیت شرکتی
- 45..... 1-1-17-2-2 ضرورت رعایت سهام شناور آزاد در حاکمیت شرکتی
- 46..... 2-17-2-2 نقش مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در حاکمیت شرکتی
- 48..... 3-17-2-2 کیفیت افشا در حاکمیت شرکتی
- 49..... 4-17-2-2 نقش موسسات حسابرسی در حاکمیت شرکتی
- 51..... 5-17-2-2 نسبت پرداخت سود سهام در حاکمیت شرکتی



- 53.....18-2-2 نقش حرفه حسابداری در حاکمیت شرکتی.....
- 54.....3-2 رویکردهای ارزیابی عملکرد.....
- 55.....4-2 ضریب Q توین.....
- 57.....1-4-2 ضریب Q و خطای اندازه گیری آن.....
- 58.....2-4-2 انواع نسخه های متداول موجود از ضریب Q.....
- 61.....3-4-2 مزایا و معایب Q توین.....
- 62.....5-2 حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت.....
- 63.....6-2 پیشینه پژوهش.....
- 63.....1-6-2 پیشینه خارجی.....
- 66.....2-6-2 پیشینه داخلی.....
- 74.....7-2 ارائه مدل مفهومی پژوهش.....
- 75.....8-2 خلاصه فصل دوم.....
- فصل سوم: روش شناسی پژوهش
- 79.....1-3 مقدمه.....
- 80.....2-3 تدوین فرضیه های پژوهش.....
- 80.....3-3 متدولوژی پژوهش.....
- 81.....1-3-3 روش شناسی پژوهش.....
- 81.....2-3-3 روش گردآوری و تحلیل اطلاعات.....
- 81.....3-3-3 قلمرو پژوهش.....
- 82.....4-3-3 جامعه آماری، نمونه گیری و حجم نمونه.....
- 83.....4-3 متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها.....

84	1-4-3 متغیر وابسته
85	2-4-3 متغیرهای مستقل
88	3-4-3 متغیرهای کنترل
89	5-3 مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش
89	1-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه اصلی
90	2-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی اول
90	3-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی دوم
91	4-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی سوم
91	5-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی چهارم
91	6-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی پنجم
92	6-3 تحلیل توصیفی داده‌ها
92	1-6-3 آمار توصیفی
93	2-6-3 آمارهای استنباطی
93	7-3 مدل‌های اقتصادسنجی پژوهش
93	1-7-3 ابزار تحلیل داده‌ها
94	2-7-3 تحلیل رگرسیون
95	1-2-7-3 فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک
99	2-2-7-3 انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون
100	3-2-7-3 آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون
102	4-2-7-3 ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده
102	5-2-7-3 برآورد ضرایب رگرسیون

103	8-3 خلاصه فصل سوم.....
	فصل چهارم: تحلیل داده‌های پژوهش
105	1-4 مقدمه.....
105	2-4 آمار توصیفی داده‌های پژوهش.....
107	3-4 جدول همبستگی بین متغیرها.....
109	4-4 عامل تورم واریانس (VIF).....
111	5-4 آزمون مانایی متغیرهای پژوهش.....
113	6-4 انتخاب مدل در داده‌های ترکیبی.....
113	1-6-4 آزمون چاو (Chow).....
114	2-6-4 آزمون هاسمن.....
115	3-6-4 آزمون همسانی واریانس.....
116	7-4 آزمون فرضیه‌ها بر حسب مدل‌های تعیین شده.....
116	1-7-4 نتایج آزمون فرضیه اصلی.....
118	2-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی اول.....
120	3-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم.....
122	4-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم.....
124	5-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم.....
126	6-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم.....
127	8-4 خلاصه فصل چهارم.....
	فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادها
129	1-5 مقدمه.....

129	2-5 تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها
129	1-2-5 نتایج آزمون فرضیه اصلی
130	2-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی اول
130	3-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم
131	4-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم
132	5-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم
132	6-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم
133	3-5 خلاصه نتایج پژوهش
133	4-5 نتیجه‌گیری
134	5-5 پیشنهادها
135	1-5-5 پیشنهادهایی مبتنی بر یافته‌های پژوهش
136	2-5-5 پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی
137	6-5 محدودیت‌ها و موانع انجام پژوهش
137	7-5 خلاصه فصل پنجم
	منابع و ماخذ
139	منابع فارسی
147	منابع انگلیسی
	پیوست‌ها

## فهرست جداول

جدول (1-2): تعریف حاکمیت شرکتی.....	17
جدول (2-2): ویژگی‌های سیستم‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی.....	30
جدول (3-2): سازوکارهای حاکمیت شرکتی.....	39
جدول (4-2): خلاصه پیشینه پژوهش.....	70
جدول (1-3): نحوه انتخاب و استخراج نمونه.....	83
جدول (2-3): متغیرهای پژوهش و علامت اختصاری آنها.....	92
جدول (1-4): نتایج آمار توصیفی داده‌های کمی پژوهش.....	106
جدول (2-4): تحلیل فراوانی داده کیفی پژوهش.....	107
جدول (3-4): همبستگی بین متغیرهای مدل اصلی.....	107
جدول (4-4): همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی اول.....	108
جدول (5-4): همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی دوم.....	108
جدول (6-4): همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی سوم.....	108
جدول (7-4): همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی چهارم.....	109
جدول (8-4): همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی پنجم.....	109
جدول (9-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل اصلی.....	110
جدول (10-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی اول.....	110
جدول (11-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی دوم.....	110
جدول (12-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی سوم.....	111
جدول (13-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی چهارم.....	111
جدول (14-4): عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی پنجم.....	111
جدول (15-4): نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرها.....	112
جدول (16-4): نتایج آزمون چاو مدل‌های پژوهش.....	113
جدول (17-4): نتایج آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش.....	114
جدول (18-4): نتایج آزمون‌های همسانی واریانس.....	115
جدول (19-4): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه اصلی.....	116
جدول (20-4): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل اصلی.....	117
جدول (21-4): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول- اولین تخمین مدل.....	118
جدول (22-4): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول- بهترین تخمین مدل.....	118
جدول (23-4): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی اول- بهترین تخمین مدل.....	119
جدول (24-4): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم- اولین تخمین مدل.....	120
جدول (25-4): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم- بهترین تخمین مدل.....	120
جدول (26-4): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل.....	121

جدول (4-27): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم- اولین تخمین مدل.....	122
جدول (4-28): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم- بهترین تخمین مدل.....	122
جدول (4-29): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی سوم- بهترین تخمین مدل.....	123
جدول (4-30): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم- اولین تخمین مدل.....	124
جدول (4-31): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل.....	124
جدول (4-32): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل.....	125
جدول (4-33): نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی پنجم.....	126
جدول (4-34): نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی پنجم.....	127
جدول (5-1): خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها.....	133

#### فهرست نمودارها

نمودار (2-1): ساختار حاکمیت شرکتی.....	32
نمودار (2-2): عوامل داخلی و بیرونی نظم‌دهنده شرکت‌های جدید.....	40

## چکیده

رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها موضوعی مهم در مباحث حسابداری است. حاکمیت شرکتی بر آن است که جو شفافیت، راستی و پاسخگویی را در مدیریت سازمان تقویت نماید. هدف از این پژوهش، بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. بدین منظور داده‌های 109 شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1387 تا 1392 مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های ترکیبی و رگرسیون چند متغیره آزمون شده‌اند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنی‌دار بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت است. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که از پنج معیار حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش بین سه متغیر تغییرات کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی و تغییرات نسبت پرداخت سود سهام با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. علاوه بر این بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره با عملکرد شرکت رابطه‌ای یافت نشد.

**واژه‌های کلیدی:** کفایت حاکمیت شرکتی، درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت، شاخص Q تویین

# فصل اول

## کلیات پژوهش



**1-1 مقدمه**

تنش بین حقوق فرد و سازمان‌ها یکی از مشکلات بنیادی جوامع معاصر بوده است. هم اکنون در سرتا سر جهان بازارهای مالی و شرکت‌های قدرتمند سهامی به نحو چشم‌گیری رشد می‌کنند. در برابر این رشد، باید ابزارهای قانونی و نظارتی هدفمند نیز برای مسئولیت‌پذیری و پاسخگویی شرکت‌ها وجود داشته باشد. موضوع حاکمیت شرکتی نیز در همین چارچوب طراحی شده است. نظام حاکمیت شرکتی واکنشی است به مسئله نمایندگی، که از جدایی مالکیت از مدیریت ناشی می‌شود. جدایی مالکیت از مدیریت یا به عبارتی معمول‌تر، جدایی مالکیت از کنترل شرکت‌ها، خود ناشی از دو علت عمده است؛ اول این که هر یک از مشارکت‌کنندگان، اهداف و ترجیحات متفاوتی دارند و دیگر این که هر کدام اطلاعات کاملی در مورد اقدامات، دانش و ترجیحات دیگری ندارند. بدیهی است این تفکیک، با فرض سازوکارهای موثر اجرایی حاکمیت شرکتی، این امکان بالقوه را به وجود می‌آورد که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و عکس منافع سهامداران باشد. رسوایی‌های مالی در شرکت‌هایی چون انرون، ورلداکام و تیکو آمریکا و شرکت‌های دیگری از کشورهای فرانسه، ایتالیا و استرالیا، نمونه‌هایی است که منجر به شکل‌گیری نظام حاکمیت شرکتی حسب ضرورت‌های کشورهای پیشرفته اقتصادی است. بدین ترتیب در پی این ضرورت و به دلیل سرمایه‌گذاری مستقیم و حضور شرکت‌های سهامی چند ملیتی در کشورهای در حال توسعه و در عین حال لزوم استقرار نظام حاکمیت شرکتی و طبعاً بهره‌مندی از فواید آن، نظام حاکمیت شرکتی به کشورهای در حال توسعه نیز راه یافته است. به تدریج با کم‌رنگ شدن اختیار اعمال حاکمیت مستقیم مالکین بر شرکت، کنترل به گروه‌های دیگر که هیات‌مدیره‌ها و مدیران را تشکیل می‌دهند سپرده می‌شود. لذا می‌توان انتظار داشت که هر گونه تغییری در اجرای ساختار حاکمیت شرکتی بر تغییر مسیر راهبری و عملکرد آنها و نیز افزایش یا کاهش هزینه‌های نمایندگی بیانجامد.

**1-2 بیان مسئله**

حاکمیت شرکتی در سال‌های اخیر، نظر عده زیادی را به خود جلب کرده است. علت این امر توجه به سلامت اقتصادی جامعه و به طور اخص واحدهای تجاری است، به خصوص این که افزایش بیش از حد تقلب در شرکت‌ها و رسوایی‌های ناشی از کشف آنها در دهه‌های اخیر نیاز به استفاده از سازوکارهای نظام حاکمیت شرکتی را بیش از پیش ضروری ساخته است. نظام حاکمیت شرکتی در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیات‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذینفع است. نظام حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه

نظارت موثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (مکرمی، 1385). سازوکارهای حاکمیت شرکتی، راهکارهایی برای تضمین این مطلب است که علی‌رغم وجود رابطه نمایندگی بین مالک و مدیر و تضاد منافع بین آنها، مدیریت در پی حداکثر نمودن ثروت سهامداران از طریق تقویت و بهبود عملکرد مالی شرکت است (شلیفر و ویشنی<sup>1</sup>، 1997). سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی در یک شرکت، شامل انواع گوناگون توافقات سازمانی و رویه‌های مورد استفاده توسط شرکت‌ها در جهت توازن قدرت و مسئولیت‌ها بین سهامداران، اعضای هیات‌مدیره، مدیران اجرایی و کارکنان شرکت است (فلو و همکاران<sup>2</sup>، 2003). که در این بین ساختار مالکیت، ساختار هیات‌مدیره، اندازه هیات‌مدیره، وجود مدیران غیرموظف در بین اعضای هیات‌مدیره، از مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده و اثرگذار در بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی به حساب می‌آیند (کارسلو و نیل<sup>3</sup>، 2000؛ کوهن و همکاران<sup>4</sup>، 2004). همچنین سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر اطلاعات افشا شده توسط شرکت برای سهامداران آن اثر می‌گذارند و احتمال عدم افشای کامل و مطلوب اطلاعات و کیفیت افشا کم‌اعتبار را کاهش می‌دهند. پژوهش‌ها نشان می‌دهند در صورت وجود نظارت موثرتر هیات‌مدیره بر مدیریت، کیفیت و کفایت اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت افزایش می‌یابد. بهبود کیفیت افشای شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌شود و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی<sup>5</sup> مدیریت سود کمتر را به همراه دارد. در بازارهای سرمایه، تنها راه دستیابی بسیاری از سرمایه‌گذاران به اطلاعات، اعلامیه‌ها و اطلاعاتی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. مانند اعلام سود پیش‌بینی شده هر سهم (رحیمیان و همکاران، 1388). بسیاری از پژوهش‌های انجام شده در زمینه وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها بر این مهم تاکید دارند که ضعف در سازوکارهای حاکمیت شرکتی در یک شرکت، با کیفیت گزارشگری پایین صورت‌های مالی، دستکاری و تقلب در سود و درآمد و همچنین سطح پایین وضعیت شفافیت اطلاعاتی در ارتباط است (کارسلو و نیل، 2000؛ فلو و همکاران، 2003). ابهام و عدم شفافیتی که در اطلاعات مالی منتشر شده توسط این شرکت‌ها وجود دارد، به علت ضعف سازوکارهای حاکمیت شرکتی در این شرکت‌ها ایجاد شده و به سهامداران کنترل‌کننده این امکان را می‌دهد که منافع خود در شرکت را حفظ کرده و با هزینه سایر سهامداران برای خود ایجاد ثروت نمایند (حساس‌یگانه، 1385). اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه اقتصادی گردد (جان و سنبِت<sup>6</sup>، 1998).

<sup>1</sup>. Shleifer & Vishny

<sup>2</sup>. Felo et al

<sup>3</sup>. Carcello & Neal

<sup>4</sup>. Cohen et al

<sup>5</sup>. Information Asymmetry

<sup>6</sup>. John & Senbet

در پاسخ به این سوال که چرا حاکمیت شرکتی مطلوب، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد می‌توان این گونه بیان نمود که عملکرد شرکت‌ها مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌هاست و از عوامل مهمی که اغلب اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر فعالان اقتصادی می‌توانند به آن توجه کنند، عملکرد است. در واقع عملکرد شرکت‌ها، حاصل فعالیت‌ها و بازده سرمایه‌گذاری‌های آنان در یک دوره معین است (حسینی و همکاران، 1389). بنابراین ساختار حاکمیت شرکتی مناسب باعث پیشرفت شرکت، دستیابی به روش‌های تامین مالی، هزینه پایین سرمایه، عملکرد بهتر و رفع نیاز ذینفعان شده و اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذاران، شرکت‌های برخوردار از ساختار حاکمیتی مناسب را کم‌ریسک تلقی کرده و بنابراین بازده مورد انتظار کمتری از آن طلب می‌کنند (احمدوند، 1388). براساس یافته‌های محققین حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت‌ها ایفا می‌کند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها در بازارهای مالی توسعه‌یافته و در حال توسعه وجود دارد (وکیلی‌فرد و باوندپور، 1389).

با توجه به مولفه‌های به کار رفته در پژوهش‌های اخیر در خصوص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، در این پژوهش از تغییرات درصد سهام شناور آزاد، تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، تغییرات کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی، تغییرات نسبت پرداخت سود سهام به عنوان مولفه‌های حاکمیت شرکتی و شاخص Q توبین به عنوان مولفه عملکرد شرکت مورد استفاده قرار خواهد گرفت. بنابراین پژوهش حاضر در پی پاسخ به این سوال است که آیا بین کفایت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد؟

### 1-3 فرضیه‌ها

با تعمق در پژوهش‌های انجام شده در دنیا جهت پاسخگویی به پرسش مطرح شده و دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده است. همچنین قابل ذکر است که در این فرضیه‌ها، معیارهای تغییرات درصد سهام شناور آزاد، تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، تغییرات کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی و تغییرات نسبت پرداخت سود سهام از معیارهای حاکمیت شرکتی می‌باشند.

فرضیه اصلی: بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

#### 1-4 اهداف پژوهش

##### 1-4-1 اهداف کلی و خاص پژوهش

هدف کلی پژوهش حاضر کمک به شناخت بیشتر پدیده حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و هدف خاص این پژوهش به شرح ذیل می‌باشد.

- تبیین نوع و میزان رابطه میان کفایت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها؛

(1) تبیین نوع و میزان رابطه میان درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها.

(2) تبیین نوع و میزان رابطه میان تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت‌ها.

(3) تبیین نوع و میزان رابطه میان تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت‌ها.

(4) تبیین نوع و میزان رابطه میان تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت‌ها.

(5) تبیین نوع و میزان رابطه میان نوع مؤسسات حسابرسی و عملکرد شرکت‌ها.

(6) تبیین نوع و میزان رابطه میان تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت‌ها.

##### 1-4-2 اهداف کاربردی پژوهش

پژوهش‌های انجام شده در حوزه حاکمیت شرکتی قطعا مورد علاقه و توجه طیف وسیعی از اقشار غیردانشگاهی مثل مراجع گوناگون تدوین استانداردهای حسابداری، سایر نهادهای قانونگذار مثل بورس‌های اوراق بهادار و نهادهای نظارتی آنها، بانک‌های مرکزی، مدیران شرکت‌ها و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی و اطلاعات حسابداری می‌باشد. پژوهش حاضر درصدد دستیابی به اهداف کاربردی ذیل می‌باشد:

1. درک رابطه سرمایه‌گذاران و سهامداران با حاکمیت شرکتی در افزایش اتکا به فرآیند گزارشگری مالی.

2. سنجش حاکمیت شرکتی به سرمایه‌گذاران جهت آگاهی از توانایی مدیریت جهت تغییر سودهای حسابداری برای اهداف فرصت‌طلبانه و همچنین کمک به ارزیابی اعتبار سودهای حسابداری.

3. در دسترس قرار دادن اطلاعات و پژوهش‌های به روز با هدف یاری رساندن به سازمان بورس اوراق بهادار جهت فراهم کردن و تسهیل امکان داد و ستد برای مشارکت‌کنندگان در بازار اوراق بهادار.

4. قادر ساختن شرکت‌ها به ارزیابی کارایی حاکمیت شرکتی، افزایش اعتبار گزارش‌های مالی و جلب رضایت‌مندی سهامداران و جذب سهامداران بالقوه از طریق اتخاذ نظام حاکمیت شرکتی کارآمد.
5. کمک به محققان در ارتباط با ادبیات موضوع از طریق در اختیار قرار دادن نتایج نظری و تجربی ارتباط بین کفایت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت.

### 1-5 ضرورت و اهمیت موضوع پژوهش

از آنجا که وجود سیستم حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به سرمایه‌گذاری کمک کند و اجرای این اصول در سطح شرکت طبق پژوهش‌های تجربی انجام شده باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود، لذا هر چه در جهت بررسی فوائد رعایت این اصول و تجزیه و تحلیل آن کوشش شود، با توجه به اهمیتی که در افزایش کارایی بازار سرمایه دارد، باز هم کم است. در حقیقت تلاش‌های صورت گرفته در جهت روشن ساختن اهمیت مبحث حاکمیت شرکتی می‌تواند به گسترش فرهنگ ارزش‌گذاری و رفتار حرفه‌ای و اخلاقی منتهی شود. اعتماد و امانت نقش مهمی در اقتصاد ایفا می‌کند و برای کسب موفقیت‌های بیشتر، باید مورد تشویق و تقدیر قرار گیرند.

در واقع حاکمیت شرکتی به دنبال دستیابی به شیوه‌هایی است که براساس آن، تامین‌کنندگان اطلاعات مالی، اطمینان حاصل نمایند که از سرمایه‌گذاری خود در شرکت بازده مناسبی را دریافت خواهند نمود. لذا حاکمیت شرکتی به دنبال ارتقای عدالت، شفافیت و پاسخگویی در شرکت است. با توجه به رخدادهای سال‌های اخیر و بحران‌های مالی شرکت‌ها، اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها تردیدناپذیر است. بررسی علل ورشکستگی برخی از شرکت‌های بزرگ که زیان‌های کلانی به ویژه برای سهامداران داشته است ناشی از ضعف سیستم‌های حاکمیت شرکتی آنها بوده است.

عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه به این دلیل به وجود می‌آید که سهامداران پراکنده نمی‌توانند عملکرد مدیران را مستقیماً مشاهده کنند یا ارزش (اقتصادی) واقعی شرکت را تشخیص دهند. در نتیجه با ریسک نمایندگی، انتخاب نادرست و مشکلات اخلاقی مواجه می‌شوند. حاکمیت شرکتی مجموعه فرآیندهایی است که ریسک نمایندگی را از طریق افزایش نظارت بر اقدامات مدیران، تحدید رفتار سوگیرانه آنها، بهبود کیفیت اطلاعات انتشار یافته شرکت‌ها و بهبود تصمیمات مدیریتی کاهش می‌دهد و باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود. بنابراین حاکمیت بهتر بر هزینه سهام عادی از طریق کاهش ریسک نمایندگی تاثیر می‌گذارد. از سوی دیگر حاکمیت ضعیف، سهامداران را با ریسک بیشتری مواجه می‌کند. بدین علت موضوع بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

انتخاب گردید تا از طریق بررسی تجربی و اتخاذ آزمون‌های علمی بر روی اطلاعات وقوع یافته طی سال‌های متمادی در بورس اوراق بهادار تهران راهکارهای مفیدی برای دانشجویان و کارشناسان از منظر اطلاعاتی فراهم گردد.

### 1-6 روش انجام پژوهش

این قسمت شامل روش پژوهش، روش گردآوری اطلاعات، قلمرو پژوهش و جامعه و نمونه آماری پژوهش به شرح ذیل می‌باشد:

#### 1-6-1 روش پژوهش

به دلیل این که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، مطالعه حاضر از شاخه پژوهش‌های کاربردی و نوع پس‌رویدادی است، که براساس اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است. همچنین از بعد نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی - همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجایی که از طریق آزمون داده‌های موجود به نتیجه‌ای خواهیم رسید، پژوهش حاضر در گروه تئوری‌های اثباتی حسابداری قرار خواهد گرفت.

#### 1-6-2 روش‌های گردآوری اطلاعات

با توجه به ماهیت این پژوهش از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی استفاده می‌شود. روش کتابخانه‌ای: استفاده از منابع کتابخانه‌ای که شامل کتاب، مجلات، پایان‌نامه‌ها، مقالات و اینترنت می‌باشد. این روش برای انجام مطالعات مقدماتی مربوط به پیشینه و تدوین چارچوب نظری پژوهش به کار می‌رود.

روش میدانی: برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش به گروه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مراجعه می‌شود و داده‌های مربوط به شرکت‌های نمونه آماری از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین و بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و تجمیع داده‌ها در ستون‌های اکسل به آزمون، تحلیل و تفسیر نتایج جهت تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

**1-6-3 قلمرو پژوهش**

در این قسمت قلمرو موضوعی، قلمرو زمانی و مکانی پژوهش توضیح داده خواهد شد.

**قلمرو موضوعی پژوهش:** قلمرو موضوعی پژوهش حاضر در حوزه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت می باشد که شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بر می گیرد.

**قلمرو زمانی پژوهش:** اطلاعات و داده های آماری مربوط به نمونه آماری در فاصله زمانی سال های 1387 تا 1392 به مدت شش سال می باشد.

**قلمرو مکانی پژوهش:** قلمرو مکانی پژوهش حاضر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. دلیل این امر قابلیت اتکای بیشتر اطلاعات ارائه شده توسط شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و تهیه صورت های مالی حسابرسی شده توسط این شرکت ها و امکان دسترسی به اطلاعات آنها و همچنین مستند بودن اطلاعات می باشد.

**1-6-4 جامعه و نمونه آماری پژوهش**

پژوهش علمی با هدف شناخت یک پدیده در یک جامعه آماری انجام می شود. به این دلیل موضوع پژوهش ممکن است متوجه صفات و ویژگی ها، کارکردها و متغیرهای آن باشد یا این که روابط بین متغیرها، صفات، کنش و واکنش و عوامل تاثیرگذار در جامعه را مورد مطالعه قرار دهد. مجموعه واحدهایی که حداقل در یک صفت مشترک باشند یک جامعه آماری را مشخص می سازند (خاکی، 1387).

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر در برگیرنده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های 1387 تا 1392 می باشد. روش نمونه گیری در این پژوهش به صورت حذف سیستماتیک می باشد. یعنی ابتدا لیستی از کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تهیه می شود و سپس شرکت هایی که شرایط نمونه مورد نظر در پژوهش حاضر را نداشته باشند حذف می شوند و بقیه شرکت ها با در نظر گرفتن ویژگی های زیر به عنوان نمونه انتخاب می شوند؛

(1) به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان سال شمسی باشد.

(2) به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت شرکت ها، تولیدی باشد و جزء شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، نهادهای پولی، بانکی و هلدینگ نباشند.

(3) اطلاعات مربوط به داده های صورت های مالی از ابتدای سال مالی 1387 لغایت 1392 در دسترس باشند.

- (4) شرکت‌هایی که در سال‌های 1387 تا 1392 تغییر دوره مالی دادند.
- (5) نماد معاملاتی شرکت‌ها فعال و سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از شش ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نشده باشد.
- (6) شرکت‌های زیان‌ده در طول دوره پژوهش حذف شوند.

### 1-7 تعریف واژه‌ها و اصطلاحات پژوهش

**حاکمیت شرکتی:** حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیات‌مدیره را از سوی دیگر برقرار می‌نماید و در نهایت این مکانیسم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذینفع فراهم می‌سازد (برادران حسن‌زاده و همکاران، 1391).

**درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی:** در این پژوهش با اندازه‌گیری درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، کفایت حاکمیت شرکتی تعیین می‌شود. بدین صورت که شرکت‌ها با استفاده از معیارهای حاکمیت شرکتی ذیل امتیازبندی می‌شوند؛

(1) درصد سهام شناور آزاد: درصد سهام شناور آزاد به عنوان شاخص ساختار مالکیت از لحاظ تمرکز مالکیت می‌باشد. درصد سهام شناور آزاد، مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران نهادی نگهداری نشود (برادران حسن‌زاده و همکاران، 1391).

(2) اعضای غیرموظف هیات‌مدیره: عضو پاره وقت هیات‌مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد و حقوق ثابت ماهانه یا سالانه از شرکت دریافت نمی‌کند (نیکومرام و محمدزاده سالطه، 1389).

(3) کیفیت افشا: اصل افشا ایجاب می‌کند که صورت‌های مالی به گونه‌ای طرح‌ریزی و تهیه شوند که تصویری دقیق‌تر از رویدادهای اقتصادی که برای یک دوره بر واحد اقتصادی اثر گذاشته‌اند، ارائه شود و نیز در برگیرنده اطلاعاتی باشند که برای یک سرمایه‌گذاری معمولی مفید واقع شوند و موجب گمراهی خواننده نگردند. به طور آشکارتر اصل افشای کامل بدین معنی است که هیچ اطلاعات مهمی که مورد علاقه و توجه یک سرمایه‌گذار عادی باشد، نباید حذف یا پنهان گردد (پارسائیان، 1381).



4) نوع موسسات حسابرسی: نهاد حسابرسی<sup>1</sup> نقش تعیین کننده‌ای در مراقبت و کنترل اشتباهات سهوی اطلاعات حسابداری ایفا می‌کند. این نهاد به عنوان یک شخصیت مستقل برونی وظیفه قضاوت درباره اعتبار صورت‌های مالی تهیه شده طبق اصول حسابداری را بر عهده دارد (صادقی‌پور، 1392).

5) نسبت پرداخت سود سهام: این نسبت رابطه بین سود متعلق به سهامداران عادی و سود پرداخت شده به آنها را نشان می‌دهد. به عبارت دیگر این نسبت نشان‌دهنده این است که چند درصد از سهم سود خالص بعد از کسر مالیات و کسر سود ممتاز بین سهامداران عادی تقسیم شده است. عملکرد شرکت: عملکرد شرکت، حاصل فعالیت و بازده سرمایه‌گذاری آن در یک دوره معین است. معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری عملکرد استفاده می‌شود، مانند بازده دارایی‌ها، شاخص Q توبین، بازده سرمایه‌گذاری‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم (حسینی و همکاران، 1389).

## 1-8 ساختار کلی پژوهش

ساختار پژوهش حاضر به شکل ذیل است:

### فصل اول: کلیات پژوهش

در این فصل مقدمه، بیان مسئله، فرضیه‌ها، اهداف پژوهش، اهمیت و ضرورت پژوهش، روش انجام پژوهش و تعریف واژه‌ها و اصطلاحات پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین در این فصل ساختار کلی و خلاصه‌ای از فصل اول پژوهش بیان می‌گردد.

### فصل دوم: ادبیات، مبانی نظری و مروری بر پژوهش‌های مربوط

در این فصل پس از تشریح مختصری در خصوص مباحث حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت، به تعریف متغیرهای مربوط به هر کدام پرداخته می‌شود. همچنین در این فصل سوابق خارجی و داخلی انجام شده در این زمینه‌ها مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### فصل سوم: روش‌شناسی پژوهش

در این فصل مقدمه، تدوین فرضیه‌های پژوهش، متدولوژی پژوهش، متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها، مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش، روش‌های آماری پژوهش و نرم‌افزارهای مورد استفاده ارائه می‌گردد.

<sup>1</sup>. Audit Institution

### فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش

این فصل شامل مقدمه، آمار توصیفی و آزمون فرضیه‌های پژوهش است. در این فصل، پردازش داده‌ها، یافته‌های پژوهش و نتایج بیان شده و در مورد کلیه فرضیه‌ها تجزیه و تحلیل کافی صورت می‌گیرد.

### فصل پنجم: خلاصه، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

فصل پایانی پژوهش حاضر شامل تفسیر نتایج پژوهش، خلاصه پژوهش، پیشنهادها، کاربردی پژوهش و پیشنهادهایی جهت پژوهش‌های آتی و محدودیت‌های پژوهش است. در این فصل سعی می‌شود اهم اطلاعات و یافته‌های پژوهش ذکر گردد.

### 1-9 خلاصه فصل اول

در انجام هر پژوهشی یکی از مهم‌ترین بخش‌ها، ارائه طرح پژوهش مناسب می‌باشد. در این فصل سعی شده تا با بیان قسمت‌های مختلف مطالعه انجام شده، طرحی از آن ارائه گردد. بدین منظور در این فصل با بیان مقدمه‌ای کلیات طرح پژوهش مشخص گردیده و در ادامه به بیان مسئله و فرضیه‌های پژوهش، اهداف کلی و کاربردی پژوهش، دلایل و ضرورت انجام موضوع پژوهش، روش انجام پژوهش، تعریف واژه‌ها و اصطلاحات و ساختار کلی پژوهش پرداخته شده است.

## فصل دوم

ادبیات، مبانی نظری و مروری بر پژوهش‌های مربوط

## 2-1 مقدمه

امروزه شرکت‌ها پایه فعالیت‌های اقتصادی بوده و بیشترین میزان تولید ثروت و درآمد، ایجاد اشتغال و جذب سرمایه در آنها رخ می‌دهد و در نتیجه مهم‌ترین عنصر در اقتصاد امروز محسوب می‌شود. از مسایل مهمی که در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذینفعان می‌پردازد. حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کنند. در واقع سیستم حاکمیت شرکتی به مجموعه قوانین، مقررات، ساختارها، فرآیندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌ها و رویه‌هایی اطلاق می‌گردد که از طریق مکانیزم‌های مختلف تعیین می‌کند شرکت‌ها به چه نحو و در جهت منافع چه کسانی اداره می‌شود، لذا هدف از اعمال حاکمیت شرکتی اطمینان‌یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق و منافع ذینفعان مختلف شرکت فراهم می‌آورد. تشکیل و تجمیع سرمایه تاثیر و نقش مهمی در توسعه و پیشرفت اقتصادی کشورها دارد و توسعه پایدار نیازمند جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تامین‌کنندگان مالی است.

در سال‌های اخیر پیشرفت‌های قابل ملاحظه‌ای در استقرار نظام حاکمیت شرکتی از طریق قانونگذاری و نظارت و نیز اقدامات داوطلبانه شرکت‌ها در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه صورت گرفته است. سرمایه‌گذاران و سهامداران آگاهی بیشتری در مورد ضرورت و اهمیت حاکمیت شرکتی یافته‌اند و نسبت به پیگیری استقرار این نظام در شرکت‌ها علاقه‌مند شده‌اند. در یک بیان کلی حاکمیت شرکتی، سیستم کنترل و هدایت شرکت است. سیستمی که ارتباط بین شرکت و ذینفعان آن را تعیین، کنترل و هدایت می‌نماید. حاکمیت شرکتی در سطح خرد دستیابی به اهداف شرکت و در سطح کلان تخصیص بهینه منابع را دنبال می‌کند. تفاوت اصلی در نگرش‌ها، گستره حوزه روابط شرکت با ذینفعان است.

یکی از مهم‌ترین مسایل مالی شرکت‌ها، اندازه‌گیری عملکرد آنها می‌باشد. اندازه‌گیری عملکرد مالی شرکت‌ها از آنجا که پایه بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج از شرکت می‌باشد، دارای اهمیت است. تصمیم‌گیری مربوط به سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش سرمایه شرکت‌ها، رابطه نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر، همگی مبتنی بر اندازه‌گیری عملکرد است. در واقع حاکمیت شرکتی نقش مهمی را در بهبود عملکرد شرکت ایفا می‌کند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه‌یافته و در حال توسعه وجود دارد.

در این فصل مباحثی از حاکمیت شرکتی در بخش اول، عملکرد شرکت‌ها در بخش دوم، سپس بخش سوم پیشینه پژوهش است که بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها را توسعه می‌دهد.

## 2-2 حاکمیت شرکتی

در این بخش در ارتباط با ادبیات و مبانی نظری حاکمیت شرکتی مطالبی ارائه می‌شود.

### 2-2-1 تاریخچه حاکمیت شرکتی در جهان

افشای کمک‌های نامشروع و پنهانی هفده شرکت بزرگ آمریکایی به حزب جمهوری‌خواه در سال 1973 که به ماجرای واترگیت<sup>1</sup> شهرت یافت، موضوع کنترل‌های داخلی شرکت‌ها و افشا اطلاعات مالی را از منظر جدیدی در قانون توجه مجامع حرفه‌ای و نهادهای نظارتی قرار داد. انجمن حسابداران رسمی آمریکا<sup>2</sup>، استانداردهای ویژه‌ای را در مورد کنترل‌های داخلی برای حساب‌برسان مستقل وضع نمود. همچنین کمیسیون ملی مبارزه با تقلب در سال 1987 در گزارشی با عنوان «ترودوی<sup>3</sup>» نتیجه بررسی‌های خود را در این ارتباط اعلام نمود. به دنبال آن کنگره آمریکا در سال 1991 قانونی را به تصویب رساند که به موجب آن شرکت‌های سهامی عام ملزم به ارائه گزارش در ارتباط با کیفیت و موثر بودن کنترل‌های داخلی گردیدند. اما موضوع حاکمیت شرکتی به گونه‌ای که امروز مطرح است، حاصل مطالعات و بررسی‌هایی است که در کشورهای مختلف دنیا انجام گردید و سابقه مشخص آن به دهه 1990 میلادی بر می‌گردد. گزارش «کادبری<sup>4</sup>» در انگلستان، مقررات هیأت‌مدیره در جنرال موتورز آمریکا، گزارش «دی<sup>5</sup>» در کانادا و گزارش «ویانو<sup>6</sup>» در فرانسه از آن جمله است. رسوایی‌های مالی در شرکت‌های انرون، ورلدکام، آجیب، سیکو، زیراکس و چند شرکت دیگر، کنگره آمریکا را بر آن داشت تا کمیته خاصی را مأمور بررسی راهکارهایی برای مقابله با فساد و تقلب نماید. مسئولیت این کمیته برعهده سناتور آمریکایی پل ساربنز و نماینده کنگره میشل اکسلی گذاشته شد. آنها با همکاری سازمان حسابرسی دولتی، انجمن حسابداران رسمی آمریکا و کمیسیون بورس اوراق بهادار لایحه‌ای را تدوین نمودند که به قانون «ساربنز-اکسلی<sup>7</sup>» شهرت یافت. این قانون موجب پیدایش مرجع نظارتی نسبتاً مقتدری به نام هیأت حسابداری شرکت‌های سهامی عام گردید.

<sup>1</sup>. Watergate

<sup>2</sup>. American Institute of Certified Public Accountants

<sup>3</sup>. Trudeau

<sup>4</sup>. Cadbury

<sup>5</sup>. Dey

<sup>6</sup>. Vieno

<sup>7</sup>. Sarbanes-Oxley Act (SOA)

در سال‌های اخیر نهادها و سازمان‌هایی نظیر، شبکه جهانی حاکمیت شرکتی<sup>۱</sup>، اتاق بازرگانی بین‌المللی<sup>۲</sup>، بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی<sup>۳</sup> و فدراسیون بین‌المللی حسابداران<sup>۴</sup> در ترویج و وضع استانداردهایی در رابطه با حاکمیت شرکتی فعالیت داشته‌اند. اگرچه برخی از دستورالعمل‌ها و استانداردهای مورد اشاره جنبه اجباری یافته است (مثل الزامات قانون ساربنز-اکسلی) اما اجرای بخش عمده‌ای از آنها کماکان جنبه اختیاری و داوطلبانه دارد. موضوع در کشورهای در حال توسعه تا حدی متفاوت است و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی در این کشورها غالباً به پرکردن خلاءهای قانونی پرداخته است که در کشورهای پیشرفته از طریق قوانین و مقررات ساختاریافته تامین می‌شود، نظیر برخورد یکسان با سهامداران، افشا مناسب و به موقع و نحوه برگزاری مجامع عمومی، در عین حال هم در کشورهای پیشرفته و هم در کشورهای در حال توسعه، تلاش‌ها در جهت ارائه راهکارهایی برای ملزم نمودن مدیران به پاسخگویی و تنظیم روابط منصفانه با ذینفعان ادامه دارد (شهریاری، ۱۳۸۶).

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیستم و یکم به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث کسب و کار مطرح شد (میدری و حجابیان، ۱۳۸۳). تأکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت و بعدها با طرح دیدگاه‌های جدیدتر، به سمت توجه جدی به حقوق کلیه ذینفعان و اجتماع گرایش یافت (حساس‌یگانه، ۱۳۸۳). در سال‌های اخیر پیشرفت‌های زیادی در خصوص موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای پیشرو در این زمینه، همچنان به تقویت نظام‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می‌دهند. در این راستا، به مشارکت‌کنندگان در حاکمیت شرکتی و موضوع‌هایی از قبیل سهامداران و روابط آنها، مسئولیت پاسخگویی، بهبود عملکرد هیات‌مدیره، کمیته‌های هیات‌مدیره، حسابرسان و نظام‌های حسابداری و کنترل داخلی توجه ویژه‌ای را مبذول می‌دارند. از سوی دیگر، حسابداران، حسابرسان، سرمایه‌گذاران و سایر بازیگران صحنه پول و سرمایه نیز از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود مستمر حاکمیت شرکتی آگاه می‌باشند (دوانی، ۱۳۸۷).

## 2-2 تعاریف حاکمیت شرکتی

«حاکمیت شرکتی، شیوه‌های به کار گرفته شده توسط مدیران شرکت با هدف تعیین استراتژی‌هایی است که موجب دستیابی شرکت به اهداف تعیین شده، کنترل ریسک و مصرف بهینه منابع می‌شود» (فدراسیون بین‌المللی حسابداران، ۲۰۰۴).

<sup>۱</sup> International Corporate Governance Network (ICGN)

<sup>۲</sup> International Chamber of Commerce (ICC)

<sup>۳</sup> Organization for economic co-operation and development (OECD)

<sup>۴</sup> International Federation of Accountants (IFAC)

«حاکمیت شرکتی سیستمی است که شرکت‌ها را هدایت و کنترل می‌کند. تمرکز اصلی بر ایفای وظیفه مدیران ارشد سازمانی در رعایت اصول شفافیت، درستکاری و پاسخگویی است» (گزارش کادبری، 1992).

«حاکمیت شرکتی، فرآیند نظارت و کنترل عملکرد مدیران شرکت است، به گونه‌ای که متضمن منافع سهامداران باشد» (پارکینسون<sup>۱</sup>، 1994).

«حاکمیت شرکتی به دنبال ارتقاء انصاف، شفافیت و پاسخگویی در شرکت‌های عام است» (گرین‌اسپن<sup>۲</sup>، 2002).

«هدف بنیادی در حاکمیت شرکتی افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت است، به گونه‌ای که منافع سایر ذینفعان نیز رعایت گردد» (بورس اوراق بهادار هندوستان، 2000).

«حاکمیت شرکتی برای برقراری تعادل بین اهداف اقتصادی و اجتماعی و نیز اهداف فردی و عمومی است. حاکمیت شرکتی موجبات استفاده موثر از منابع و الزام به پاسخگویی را فراهم می‌سازد. هدف اصلی آن است که منافع شرکت، افراد (ذینفع) و جامعه تا حد ممکن به هم نزدیک شوند» (بانک جهانی، 2001).

«حاکمیت شرکتی شامل مجموعه روابط بین مدیران اجرایی، اعضای هیات‌مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت است. همچنین ساختاری برای تدوین اهداف شرکت و راههای دستیابی به اهداف و نیز چگونگی ارزیابی و نظارت بر عملکرد را شامل می‌شود» (سازمان همکاری و توسعه اقتصادی، 2004).

«حاکمیت شرکتی، رابطه بین سهامداران و شرکت است و سیستمی است که سهامداران به کمک آن، مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می‌کنند» (کتابچه حاکمیت شرکتی بریتانیا، 1996).

«حاکمیت شرکتی در تعریف محدود، رابطه شرکت با سهامدارانش و در تعریف گسترده رابطه شرکت با اجتماع است» (فاینانشال تایمز<sup>۳</sup>، 1999).

«حاکمیت شرکتی شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند» (حساس‌یگانه، 1384).

«حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران مشخص می‌گردد» (نیکومرام و محمدزاده ساطه، 1389).

«لفظ حاکمیت معمولاً به فعالیت‌های نظارتی هیات‌مدیره روی هدف‌ها، برنامه و سیاست‌های کلی سازمان اطلاق می‌شود که وضع برنامه‌ها و سیاست‌ها، نظارت روی عملکرد مدیران اجرایی ارشد، تامین منابع کافی

<sup>1</sup>. Parkinson

<sup>2</sup>. Greenspan

<sup>3</sup>. Financial tims

برای سازمان، اطمینان از به اجرا در آوردن قوانین و مقررات، نمایندگی از طرف سازمان در برابر ذینفعان خارج از سازمان و... را در بر می گیرد (قدس، 1387).

سالمون و سالمون<sup>1</sup> در سال 2004 یک پژوهش گسترده را انجام دادند. در این پژوهش که از سرمایه گذاران بزرگ نهادی انگلستان انجام شد، میزان اجماع پاسخ دهندگان در مورد برداشت آنها از حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفت. جدول زیر نتایج این پیمایش را نشان می دهد.

جدول (1-2) تعریف حاکمیت شرکتی

ردیف	تعریف حاکمیت شرکتی	سطح اجماع
1	فرآیند نظارت و کنترل به منظور حصول اطمینان از این که مدیریت شرکت در راستای منافع سهامداران فعالیت می کند (پارکینسون، 1994).	کاملاً موافق
2	نقش حاکمیتی منحصر به فعالیت های تجاری شرکت نیست، بلکه با هدایت کل واحد تجاری، نظارت و کنترل اقدامات اجرایی مدیران و پاسخگویی آنها به تمام ذینفعان سر و کار دارد (تریگر <sup>2</sup> ، 1994).	خیلی موافق
3	حاکمیت یک واحد تجاری عبارت است از: مجموعه فعالیت هایی که موجب می شود تا مقررات داخلی واحد تجاری منطبق باشد با تعهدات شرکت از جمله: امانتداری و مدیریت بهینه دارایی ها (کانون <sup>3</sup> ، 1994).	موافق
4	رابطه بین سهامداران و شرکت شان و روشی که سهامداران به کمک آن مدیران را به بهترین عملکرد تشویق می کنند (کتابچه حاکمیت شرکتی بریتانیا، 1996).	تا حدودی موافق
5	ساختارها، فرآیندها، فرهنگ ها و سیستم هایی که موجب توفیق عملیات شرکت می شود (کیزی و رایت <sup>4</sup> ، 1993).	تا حدودی موافق
6	سیستمی که شرکت ها بر حسب آن کنترل و هدایت می شود (گزارش کادبری، 992).	کمی موافق

<sup>1</sup>. Solomon & Solomon

<sup>2</sup>. Treger

<sup>3</sup>. Canon

<sup>4</sup>. Kinzy & Rithe



همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، علی‌رغم این که تعریف محدود پارکینسون دارای بیشترین سطح اجماع است، در عین حال تعریف کاملاً گسترده‌تر نیز از مقبولیت بالایی برخوردار است. به لحاظ نظری می‌توان گفت که الزاماً مغایرتی بین مسئولیت در قبال سهامداران و مسئولیت در قبال ذینفعان وجود ندارد، زیرا در بلندمدت منافع سهامداران در گرو رعایت منافع سایر ذینفعان است. بنابراین گستردگی تعاریف حاکمیت شرکتی از این بعد مسئله قابل‌ملاحظه‌ای را ایجاد نمی‌کند. همچنین ممکن است گفته شود رعایت منافع ذینفعان امری اخلاقی تلقی می‌شود و وارد کردن اخلاقیات در دنیای کسب و کار یک بحث چالش برانگیز است. اما از زاویه‌ای دیگر می‌توان گفت زمانی که رفتار اخلاقی آثار مالی مثبتی را در پی داشته باشد، بازار کسب و کار به طور طبیعی به آن توجه و عمل می‌کند. به منظور ارائه تصویری مشترک، به نظر می‌رسد عبارات زیر از یک توافق عمومی برخوردار باشد؛

1. در دنیای کسب و کار (فعالیت‌های انتفاعی) سهامداران به عنوان مهم‌ترین ذینفعان مطرح هستند؛
2. ضروری است حداقل نیازها و منافع سایر ذینفعان نیز رعایت شود؛
3. رعایت منافع تمامی ذینفعان، استراتژی‌های رقابتی شرکت را بهبود می‌بخشد؛
4. بهبود موقعیت رقابتی شرکت در فضای کسب و کار موجب افزایش بازده شرکت می‌شود (بدری، 1387).

**کالج پروژه**

## 2-3 اهمیت حاکمیت شرکتی

امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که بیش از گذشته، توسط مراجع مختلف نظارتی و اجرایی مورد توجه قرار گرفته است. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که مهم‌ترین آنها نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد. نظام 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 شرکت‌ها 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. مسائل و مشکلات حاکمیت شرکتی، از انگیزه‌های ناروا و اطلاعات نامتقارن میان مدیران و سهامداران ناشی می‌شود. تضاد منافع، همراه با عدم امکان انعقاد یک قرارداد صریح و شفاف میان مدیران و سهامداران درباره پیامدهای احتمالی آتی، منجر به مسائل لاینحل در باب نمایندگی می‌شود، که بر ارزش شرکت تاثیرگذار است. نظام حاکمیت شرکتی به

منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی از طریق نظارت بر عملکرد مدیران و محدود کردن رفتار فرصت‌طلبانه (سودجویانه) مدیران طراحی می‌شود (بولو، 1385).

## 2-4-2 دلایل ایجاد حاکمیت شرکتی مناسب

1) در ابتدا می‌توان گفت که فرآیند خصوصی‌سازی و سرمایه‌گذاری مبتنی بر بازار یکی از مهم‌ترین مباحث اقتصادی روز است. خصوصی‌سازی میزان حاکمیت شرکتی را در بخش‌هایی که قبلاً در اختیار دولت بوده است افزایش داده است و شرکت‌ها ناچارند که برای تامین سرمایه به بازار متوسل شوند، بنابراین تلاش کرده‌اند تا در بورس پذیرفته شوند؛

2) به دلیل پیشرفت‌های تکنولوژیکی، آزادسازی بازارهای مالی، آزادسازی معاملات و سایر اصلاحات ساختاری به ویژه در زمینه مقررات‌زدایی بخش قیمت‌گذاری و حذف محدودیت‌های مربوط به مالکیت، نحوه تخصیص سرمایه در میان شرکت‌های ملی و فراملی پیچیدگی‌های خاص خود برخوردار گردیده است؛

3) حرکت سرمایه از مالکیت شخصی به سمت مالکیت شرکتی افزایش یافته و نقش واسطه‌های مالی بیشتر شده است. به عبارت دیگر، نقش سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از کشورها پررنگ‌تر شده است؛

4) برنامه‌های اصلاحی در زمینه مسائل مالی موجب شکل‌گیری مجدد این بخش از اقتصاد داخلی و خارجی کشورها شده است. گرچه قوانین فعلی حاکمیت شرکتی جایگزین قوانین پیشین شده است، اما از سازگاری‌های لازم برخوردار نبوده و تعارضاتی را ایجاد نموده است؛

5) افزایش انسجام مالی در سطح بین‌المللی و گردش سرمایه‌گذاری و معاملات سبب بروز مسائلی در سطح بین‌المللی شده است. با توجه به موارد بالا، نقش حاکمیت شرکتی در توسعه اقتصادی را می‌توان در سایر بخش‌ها جست‌وجو نمود. برای نمونه میزان اهمیت تامین مالی، عناصر سیستم مالی، حق مالکیت و رقابت، از مواردی هستند که براساس آنها می‌توان نقش حاکمیت شرکتی را در توسعه اقتصادی مشاهده کرد. با توجه به این موارد مسیری که حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق آن بر رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد عبارتند از؛

الف) میزان دسترسی شرکت‌ها به تامین مالی از طریق خارج از شرکت افزایش یافته است؛

ب) حاکمیت شرکتی موجب کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای شده در نتیجه ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. که این موضوع، به جذب سرمایه‌گذاری منجر و اشتغال بیشتری را موجب شده است؛

ج) حاکمیت شرکتی، عملکرد عملیاتی شرکت را بهبود بخشیده و علاوه بر مدیریت مناسب، باعث تخصیص بهینه منابع نیز می‌شود که در نهایت به افزایش ثروت می‌انجامد؛

د) وجود حاکمیت شرکتی با کاهش ریسک ناشی از بحران مالی همراه است. این مسئله زمانی اهمیت ویژه می‌یابد که چنین ریسکی منجر به ایجاد هزینه‌های بالایی شود؛  
و) برخورداری از حاکمیت شرکتی مناسب به معنای ارتباط بهتر با ذینفعان در روابط کاری و اجتماعی شرکت است؛

حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز حیات سالم بنگاه اقتصادی را در درازمدت هدف قرار می‌دهد، و به این خاطر درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت به عمل آورد. واقعیت ورشکستگی شرکت‌های عظیم و معتبر در مدت زمان کوتاه از دو پدیده متوالی ناشی شده است؛ انعکاس اخبار غلط و ارائه گزارش‌های مالی غیرشفاف در بازارهای سهام کشورهای صنعتی که به بحران بی‌سابقه بدل گشته و درجه اعتماد سرمایه‌گذاران به شرکت‌ها را به شدت کاهش داده است (بنویدی، 1385).

## 2-2-5 مبانی حاکمیت شرکتی

اصطلاح "Governance" از ریشه واژه لاتین "Gubernare" برگرفته شده است که به معنای هدایت کردن است و قبل از آن برای هدایت کردن کشتی به کار می‌رفته است. برگردان واژه "Corporate Governance" به فارسی معادل‌هایی نظیر راهبری شرکتی، حاکمیت سهامی، اداره سازمانی و حاکمیت شرکتی داشته است. در این پژوهش از واژه اخیر یعنی «حاکمیت شرکتی» استفاده می‌شود. تعاریف ارائه شده برای حاکمیت شرکتی متنوع است. عمده‌ترین عامل متمایزکننده این تعاریف را می‌توان پهنه یا گستره شمول حاکمیت شرکتی دانست. از یک منظر می‌توان این نظام را رابطه مدیران با سهامداران دانست که مبنای نظری آن «تئوری نمایندگی»<sup>۱</sup> در شکل محدود خود است. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع، حاکمیت شرکتی رابطه شرکت با تمام ذینفعان خود را در بر می‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان «تئوری ذینفع»<sup>۲</sup> دانست، دیدگاهی که علاوه بر سهامداران طیف وسیعی از ذینفعان از جمله هیات‌مدیره، مدیران ارشد اجرایی، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، حساب‌برسان، حسابداران تحلیلگران مالی، کارگزاران بورس<sup>۳</sup>، بانکداران<sup>۴</sup> و اعتباردهندگان<sup>۵</sup>، نهادهای اجتماعی، وکلای حقوقی، قضات و جامعه را در بر می‌گیرد (بدری، 1387). سایر تعاریف و نگرش‌ها به حاکمیت شرکتی داخل طیفی که نگاه حداقلی و حداکثری آن تبیین شد قرار می‌گیرد. تعاریفی که ذیلاً ارائه می‌شود گزیده‌ای از نگرش‌های مختلف به حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهد.

<sup>1</sup>. Agency Theory

<sup>2</sup>. Stakeholder Theory

<sup>3</sup>. Stock Brokers

<sup>4</sup>. Bankers

<sup>5</sup>. Creditor

در دیدگاه‌های محدود، که براساس نظریه نمایندگی می‌باشد حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود و متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت می‌باشد. مثلاً پارکینسون (1994)؛ تعاریف محدود اساساً برای مقایسه بین کشوری مناسب هستند و قوانین هر کشور نقش تعیین‌کننده‌ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد (حساس‌یگانه، 1385).

در دیدگاه‌های گسترده که در قالب نظریه ذینفعان مطرح می‌شود، حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تاکید دارند. تعریف تریگر (1984)، مگینسون<sup>1</sup> (1994) و رابرت مانکز و مینو<sup>2</sup> (1995) که به گروه بیشتری از ذینفعان تاکید دارند، از مقبولیت بیشتری نزد صاحب نظران برخوردارند. تعریف‌های گسترده‌تر نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط‌زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی در حقیقت موانع و اهرم‌های تعادل درون‌سازمانی و برون‌سازمانی برای شرکت‌ها است که تضمین می‌کند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام می‌دهند و در تمام زمینه‌های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل می‌کنند؛ همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می‌توان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد (حساس‌یگانه، 1385). چون شرکت‌هایی که در برابر تمام ذینفعان مسئول می‌باشند در درازمدت موفق و با رونق‌تر هستند. شرکت‌ها می‌توانند ارزش آفرینی خود را در درازمدت افزایش دهند و این کار را با انجام مسئولیت خود در برابر تمام ذینفعان و با بهینه‌سازی سیستم حاکمیت خود می‌کنند. این دیدگاه مورد تاکید اکثر متون علمی است. پژوهش‌های تجربی سالمون و سالمون (2004) موید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکت‌ها با اعمال حق حاکمیت شرکتی آنها رابطه مثبتی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی بهتری می‌شوند و به ذینفعان خود توجه می‌کنند. همچنین مدیران بهتر شرکت‌ها را موثرتر کنترل می‌کنند و بازده مالی بیشتری را تولید می‌کنند (حساس‌یگانه، 1384).

## 2-2-1-5-1 تئوری نمایندگی

در این تئوری که ناشی از زمینه‌های اقتصادی و مالی است، مدیران شرکت به عنوان کارگزار و سهامداران به عنوان کارگمار تعریف می‌شوند که در واقع طی قراردادی اداره امور شرکت به مدیران تفویض می‌شود. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که منافع مدیران لزوماً با منافع سهامداران همسو نیست و کارگزار و کارگمار با هم تضاد منافع دارند. در تئوری‌های مالی یک فرض اساسی این است که هدف اولیه شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است، لکن در عمل همواره این گونه نیست. این احتمال وجود دارد که

<sup>1</sup>. Mginson

<sup>2</sup>. Rabert Mankz & Mino

مدیران ترجیح دهند منافع خود، مثل کسب بیشترین پاداش ممکن را تعقیب کنند. مدیران احتمالا به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه‌گذاری آنها در طرح‌هایی می‌شود که منافع کوتاه‌مدت دارد (به ویژه در مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است) و توجهی به منافع بلندمدت سهامداران (افزایش ثروت سهامداران) ندارند. این مشکل نمایندگی ضرورت کنترل مدیریت را توسط سهامداران نشان می‌دهد. در این تئوری نظام حاکمیت شرکتی مکانیزمی تلقی می‌شود که تضمین کننده منافع سهامداران است به خصوص در مواقعی که حقوق قانونی مالک بر کنترل اقدامات مدیریت از اثربخشی کافی برخوردار نمی‌باشد (حساس‌یگانه، 1387).

یک سوال مهم این است، سهامداران چگونه می‌توانند مدیریت شرکت را کنترل کنند؟ یک فرض اساسی دیگر تئوری نمایندگی این است که تایید کارهای کارگزاران برای کارگماران بسیار مشکل و پرهزینه است که روش‌هایی مانند حسابرسی مستقل می‌تواند این مشکل را تا حد زیادی حل کند (حساس‌یگانه، 1387). کویم و جونز<sup>1</sup> (1995) می‌گویند، مدیران شرکت قوانین خاصی ندارند که به آنها اجازه دهد تا تعهدات اخلاقی خود را به عنوان انسان نادیده بگیرند. آنها بحث‌های تحلیلی مستدلی ارائه دادند که تئوری نمایندگی در صورتی موثر و قابل قبول می‌شود که از چهار اصل اخلاقی پیروی گردد؛

- 1) اجتناب از لطمه زدن به دیگران
- 2) احترام به آرای دیگران
- 3) اجتناب از دروغ‌گویی
- 4) پذیرش توافق‌ها

در واقع آنها مدعی شدند که مدل کارگمار و کارگزار در صورتی صدق می‌کند که در ساختار این چهار اصل اخلاقی گنجانده شود. چرا تعهد اخلاقی مدیر برای عمل به قول افزایش ثروت سهامدار، مانند لطمه زدن به دیگران، باید مهم‌تر از اصول پایه انسانی باشد یا فراتر از آنها رود؟ این بحث پایه و اساس شرح اخلاق کارگزار را تشکیل می‌داد. کارگزار باید ابتدا به عنوان انسان به وظایف اخلاقی خود عمل کرده و بعد از انجام این تعهدات اخلاقی می‌تواند به تعهد خود برای افزایش ثروت سهامدار عمل کند. اما مادامی که ارزشیابی عملکرد مدیران شرکت‌ها بر مبنای سود و زیان است، دنبال کردن تجارت اخلاقی تقریبا غیرممکن است، مگر این که ثابت شود نه تنها به دلیل نگرش مدیران و سهامداران بلکه به دلیل سیستم قانونی و ساختارهای حاکمیت شرکتی این کار ضروری است (حساس‌یگانه، 1391).

<sup>1</sup>. Quim & Jones

## 2-5-2-2 تئوری ذینفعان

تئوری ذینفعان به تدریج از دهه 1970 توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این تئوری در رشته مدیریت، توسط فریمن<sup>1</sup> (1984) ارائه گردید. وی تئوری عمومی شرکت را مطرح و پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده‌ای از ذینفعان پیشنهاد کرد. در واقع تئوری ذینفعان بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، تئوری سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس تئوری ذینفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تاثیر آنها بر جامعه آن چنان عمیق است که باید به جز سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. نه تنها ذینفعان تحت تاثیر شرکت‌ها هستند بلکه آنها نیز بر شرکت‌ها تاثیر می‌گذارند. ذینفعان شامل سهامداران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران، شرکت‌های مجاور و عموم مردم می‌باشند. افراطی‌ترین حامیان تئوری ذینفعان بر این باورند که محیط‌زیست، گونه‌های جانوری و نسل‌های آینده نیز باید در زمره ذینفعان گنجانده شوند (حساس‌یگانه، 1387).

براساس چارچوب تحلیلی، می‌توان عموم را ذینفع شرکتی در نظر گرفت، زیرا که عموم با پرداخت مالیات، زیر ساخت ملی را برای انجام عملیات شرکت‌ها فراهم کرده‌اند. در سال 1975 طبق گزارش شرکتی بریتانیا، شرکت‌ها به افشای داوطلبانه تعدادی از گزارش‌های مورد نظر برای استفاده ذینفعان، به علاوه صورت‌های سستی سود و زیان و ترازنامه ترغیب شدند. صورت‌های اضافی شامل صورت ارزش افزوده، گزارش استخدام و اشتغال، صورت مبادلات پولی با دولت، صورت معاملات ارزی، صورت مشتریان احتمالی آینده و صورت اهداف آتی می‌گردید (حساس‌یگانه، 1387). Stakeholders به معنای ذینفعان است که باید دقت شود با عبارت Stockholders به معنای سهامداران اشتباه نشود.

## 2-5-2-3 تئوری هزینه معاملات

تئوری هزینه معاملات، ترکیبی میان رشته‌ای بین اقتصاد، حقوق و سازمان می‌باشد. این تئوری که اولین بار توسط سیرت و مارچ<sup>2</sup> (1963) به نام تئوری رفتاری شرکت مطرح شده، یکی از مبانی اقتصاد صنعتی و تئوری مالی گردیده است. در این تئوری شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. تئوری هزینه معاملات براساس این واقعیت است که شرکت‌ها آن قدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می‌شوند. در واقع شرکت‌ها آن قدر بزرگ و پیچیده شده‌اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت

---

<sup>1</sup>. Freeman

<sup>2</sup>. Cyert & March

کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند. در درون شرکت‌ها، برخی از معاملات حذف می‌شوند و مدیران شرکت، تولید را هماهنگ می‌کند. به نظر می‌رسد، سازماندهی شرکت (مثلاً میزان ادغام عمودی) محدودیت‌هایی را تعیین می‌کنند که فراسوی آنها شرکت می‌تواند قیمت و تولید را برای معاملات داخلی معین کند. واضح است داخلی کردن معاملات به نفع مدیریت شرکت‌ها می‌باشد. دلیل اصلی این امر، این است که داخلی کردن معاملات ریسک و عدم اطمینان‌ها را در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول حذف می‌کند. این کار به شرکت اجازه می‌دهد ریسک‌های معامله با عرضه‌کنندگان را تا حدودی از بین ببرد. هر روشی که برای حذف این عدم تقارن‌های اطلاعاتی اتخاذ شود برای مدیر شرکت سودمند است و منجر به کاهش ریسک تجاری شرکت می‌شود. در انجام معاملات در بازار، هزینه‌های غیرجزیی و بازدارنده‌ای وجود دارند، بنابراین، برای شرکت‌ها مقرون به صرفه‌تر است که از طریق ادغام عمودی، آن را برای خودشان انجام دهند (حساس‌یگانه، 1384).

تئوری‌های سستی اقتصادی، تمام کارگزاران شرایط اقتصادی را منطقی و افزایش سود را هدف اولیه تجارت می‌دانند. بر عکس، تئوری اقتصادی هزینه معاملات، رفتار انسان را به نحوه واقع‌بینانه‌تری در نظر می‌گیرد. در این الگو، مدیران و دیگر کارگزاران اقتصادی منطق محدود را به کار می‌برند. سیمون<sup>1</sup> (1957) منطق محدود را به صورت رفتاری تعریف می‌کند که منطقی است، اما مدیران به طور محدود این رفتار را انجام می‌دهند. اقتصاد هزینه معاملات، همچنین فرض اساسی فرصت‌طلبی را می‌سازد. این تئوری فرض می‌کند که مدیران همچون افراد دیگر در برخی از مواقع فرصت‌طلب هستند. فرصت‌طلبی، به صورت تمایل کارگزاران در به کارگیری تمام روش‌های موجود برای افزایش منفعت شخصی تعریف شده است. با فرض مشکلات منطق محدود و فرصت‌طلبی، مدیران معاملات را برای حداکثر کردن منفعت شخصی خود سازماندهی می‌کنند. چنین رفتار فرصت‌طلبانه‌ای می‌تواند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهامداران به بار آورد، در نتیجه این عملکرد نیاز به کنترل دارد (حساس‌یگانه، 1384).

## 2-2-5-4 تئوری هزینه معاملات در برابر تئوری نمایندگی

ویلیامسون<sup>2</sup> (1996) با مقایسه این دو تئوری به این نتیجه می‌رسد که یکی از تفاوت‌های اصلی بین آنها استفاده از یک آرایه‌بندی متفاوت برای یک موضوع است (یعنی استفاده از واژگان متفاوت برای توصیف مسائل و مشکلات یکسان). برای مثال؛

<sup>1</sup>. Simon

<sup>2</sup>. Williamson

1. تئوری هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت طلب هستند، در صورتی که در تئوری نمایندگی خطر اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد.
  2. تئوری نمایندگی فرض می‌کند مدیران به دنبال عایدی‌های متفرقه هستند، در صورتی که در تئوری هزینه معاملات، مدیران معاملات خود را به صورت فرصت طلبانه‌ای ترتیب می‌دهند.
  3. در تئوری نمایندگی واحد بررسی و تحلیل کارگزار فردی است، در حالی که در تئوری هزینه معاملات واحد بررسی و تحلیل معامله است.
- با این همه هر دو تئوری به یک مشکل می‌پردازند؛ چگونه مدیر را متقاعد کنیم تا منافع سهامداران و افزایش سود شرکت سهامدار را به جای منافع شخصی خود دنبال کند؟ در حقیقت این دو تئوری دیدگاه‌های متفاوتی هستند که می‌توان از طریق آنها مشکلات یکسان را مشاهده، بررسی و تحلیل کرد (حساس یگانه، 1391).

## 2-5-2 تئوری نمایندگی در برابر تئوری ذینفعان

آیا ممکن است شرکت‌ها بتوانند ثروت سهامدار را در یک چارچوب تئوری نمایندگی افزایش دهند و در همان زمان، منافع تعداد کثیری از ذینفعان را برآورده سازند؟ به عبارت دیگر، آیا بین تئوری ذینفعان و تئوری نمایندگی توافقی وجود دارد؟ با بررسی دقیق می‌توان به شباهت‌های بین این دو تئوری پی برد. به عنوان نمونه، مدیران به عنوان گروهی از ذینفعان در موضع کنترل نهایی قرار دارند. چون آنها دارای قدرت تصمیم‌گیری هستند که به آنها اجازه می‌دهد تا منابع شرکت را به صورتی موافق با ادعاهای دیگر گروه‌های ذینفع تخصیص دهند (هیل و جونز<sup>1</sup>، 1992). این بدان معنا است که مدیر شرکت در نهایت مسئول رفع نیازها و انتظارات ذینفعان می‌باشد.

«بین گروه کلی روابط ذینفع- کارگزار و روابط کارگمار- کارگزار تعادلی وجود دارد که در نظریه نمایندگی بیان می‌شود. روابط ذینفع- کارگزار و روابط کارگمار- کارگزار هر دو مستلزم یک قرارداد صریح یا ضمنی می‌باشند که هدف آن سازگاری بین منافع مختلف است. به علاوه هر دو رابطه با ساختار حاکمیت شرکتی کنترل می‌شوند» (حساس یگانه، 1391).

فروپاشی‌های اخیر شرکت‌ها ناشی از ضعف حاکمیت شرکتی و رفتار غیراخلاقی مدیران شرکت‌هایی مثل انرون در آمریکا، نیاز به تلفیق این دو تئوری را نشان می‌دهد. همان‌طوری که پیش‌تر گفته شد، پذیرش دیدگاه تئوری نمایندگی منجر به تبیین نظریه براساس منفعت شخصی می‌شود، در حالی که پذیرش دیدگاه تئوری هزینه معاملات، منجر به تبیین نظریه براساس مسئولیت اجتماعی می‌گردد. گسترش بازار سرمایه،

<sup>1</sup>. Hil & Jones



خصوصی سازی و پیشگیری از فروپاشی شرکت ها ممکن نیست مگر آن که تصمیم گیران و بازیگران بازار سرمایه و پول به هر دو دیدگاه توجه نموده و به نحوی این دو تئوری را با هم ادغام نمایند، در غیر این صورت، نمی توان به حاکمیت شرکتی مناسب دست یافت (حساس یگانه، 1387).

## 2-6 اهداف حاکمیت شرکتی

بررسی تعریف ها و مفاهیم حاکمیت شرکتی و مرور دیدگاه های صاحب نظران، حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی یک مفهوم چند رشته ای (حوزه ای) است و هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت ها است؛

1. پاسخگویی؛ هرگونه پذیرش و اختیار مسئولیت باید با پاسخگویی همراه باشد؛
  2. شفافیت؛ شفافیت در ارائه اطلاعات و در دسترس بودن آن (صورت های مالی، حقوق و مزایا، هیات مدیره و ساختار آن و...)
  3. عدالت (انصاف)؛ برخورد یکسان و با عدالت با همه سهامداران (چه بزرگ و چه کوچک)؛
  4. مسئولیت؛ کمیت و کیفیت مسئولیت ها و تفویض اختیارات باید روشن باشد (حساس یگانه، 1385).
- حاکمیت شرکتی درصدد ارتقای انصاف، شفافیت و پاسخگویی در بنگاه اقتصادی می باشد. عملکرد مالی شرکت ها با اعمال حق حاکمیت شرکتی آنها رابطه مستقیمی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی موثرتر شده و به ذینفعان خود توجه می کنند و در نهایت بازده مالی بیشتری را تولید می کنند. در این بین از جمله انتظارات از مدیران عبارت است از؛ توان ایجاد رشد، بازپرداخت به موقع تعهدات، ایجاد ارزش برای سهامداران، کارگروهی<sup>1</sup> مدیریت و کنترل ریسک، ارتباط با محیط پیرامون و پیشبرد اهداف می باشد (کرمی، 1391).

در واقع پاسخگویی جوهره وجودی حاکمیت شرکتی است و با پاسخگویی مناسب شرکت ها، سه هدف دیگر (شفافیت، عدالت و مسئولیت) حاصل می شود. به عبارت دیگر، «چو صد آمد نود هم پیش ماست». به همین دلیل تعداد زیادی از صاحب نظران، پاسخگویی را جوهره حاکمیت شرکتی مناسب می دانند. با مرور تعریف های یاد شده و تحلیل آنها می توان تعریف جامع و کامل زیر را ارائه نمود؛

حاکمیت شرکتی، قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ ها و سیستم هایی است که موجب دستیابی به هدف های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می شود (حساس یگانه، 1385).

همچنین نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه علمی از قبیل حسابداری، مدیریت مالی، اقتصاد و حقوق و با حفظ تعادل بین اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی،

<sup>1</sup>. Team Work

موجب تشویق و تقویت استفاده کارآمد و بهینه از منابع و الزام پاسخگویی<sup>1</sup> شرکت‌ها در مقابل سایر اشخاص ذینفع در شرکت می‌گردد. از سوی دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب تخصیص بهینه منابع و بهبود شفافیت اطلاعات مالی منتشر شده در بازار و در نهایت رشد توسعه اقتصادی شود (جان و سنبت، 1998).

## 2-7 مزایای حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی برای ذینفعان مثل سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، هیات‌مدیره، مدیریت و کارکنان و همچنین صنایع و بخش‌های اقتصادی می‌تواند مفید باشد. حاکمیت شرکتی مناسب با حل تضاد منافع به ذینفعان کمک می‌کند، عملکرد شرکت را بهبود بخشد و بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری را برای سهامداران ایجاد کند. مزایای به دست آمده از حاکمیت شرکتی به صورت مستقیم (گردش بهتر سرمایه و دستیابی به هزینه پایین‌تر سرمایه) و غیرمستقیم (اعتبار و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر) خواهد بود. شرکت‌های دارای حاکمیت مناسب، از سیستم‌های قانونی قوی، تخصیص منابع کارا، ثبات مالی و اقتصادی و نرخ رشد ملی و جهانی برخوردارند. حاکمیت شرکتی یک عنصر اساسی در افزایش اعتماد سرمایه‌گذار، ارتقای حس رقابتی و در نهایت بهبود رشد اقتصادی است. البته این فرآیند ساده‌ای نیست، مزایای حاکمیت شرکتی در بلندمدت ظاهر می‌شود و هزینه کوتاه‌مدت بر شرکت تحمیل می‌کند. مدیران اجرایی که بر نتایج کوتاه‌مدت تمرکز می‌کنند تنها این هزینه‌ها را می‌بینند نه مزایای آن را، بنابراین باید انگیزه‌ای در مدیریت برای اجرای اهداف حاکمیت شرکتی ایجاد شود. این اهداف شامل ایجاد فرهنگ اخلاقی، مطیع قانون بودن شرکت، تشکیل حسابرس داخلی موثر بر مدیریت در امور مالی و عملیاتی نظارت کند می‌باشد (نبوی‌چاشمی، 1389).

## 2-8 طبقه‌بندی سیستم‌های حاکمیت شرکتی

بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هر کشوری سیستم حاکمیت شرکتی منحصر به فرد خود را دارد. به اندازه کشورهای دنیا، سیستم حاکمیت شرکتی وجود دارد. سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور با تعدادی عوامل داخلی از جمله ساختار مالکیت شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاست‌های دولتی و فرهنگ، معین می‌شود. ساختار مالکیت و چارچوب‌های قانونی از اصلی‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین عوامل سیستم حاکمیت شرکتی هستند. همچنین، عوامل خارجی از قبیل میزان جریان سرمایه از خارج به

<sup>1</sup>. Accountability

داخل، وضعیت اقتصاد جهانی، عرضه سهام در بازار سایر کشورها و سرمایه‌گذاری نهادی فرامرزی، بر سیستم حاکمیت شرکتی موجود در یک کشور تأثیر گذارند (بنویدی، 1385).

تلاش‌هایی برای طبقه‌بندی سیستم‌های حاکمیت شرکتی صورت گرفته که با مشکلاتی همراه بوده است. با این حال، یکی از بهترین تلاش‌ها که از پذیرش بیشتری نزد صاحب‌نظران برخوردار است، طبقه‌بندی معروف به سیستم‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی<sup>1</sup> است. عبارت درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، تلاش‌هایی را برای توصیف دو نوع سیستم حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند. در واقع بیشتر سیستم‌های حاکمیت شرکتی، بین این دو گروه قرار می‌گیرند و در بعضی از ویژگی‌ها آنها مشترک هستند. این دوگانگی حاکمیت شرکتی، ناشی از تفاوت‌هایی است که بین فرهنگ‌ها و سیستم‌های قانونی وجود دارند. با این همه، کشورها تلاش دارند تا این تفاوت‌ها را کاهش دهند و امکان دارد که سیستم‌های حاکمیت شرکتی در سطح جهانی به هم نزدیک شوند (کاشانی‌پور و رسائیان، 1388).

## 2-2-8-1 حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی (رابطه‌ای)

حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی، سیستمی است که در آن شرکت‌های فهرست‌بندی شده یک کشور تحت مالکیت و کنترل تعداد کمی از سهامداران اصلی هستند. این سهامداران ممکن است اعضای خانواده موسس (بنیانگذار) یا گروه کوچکی از سهامداران مانند بانک‌های اعتباردهنده، شرکت‌های دیگر یا دولت باشند. به سیستم‌های درون‌سازمانی به دلیل روابط نزدیک رایج میان شرکت‌ها و سهامداران عمده آنها، سیستم‌های رابطه‌ای<sup>2</sup> نیز می‌گویند (بنویدی، 1385).

در مدل حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی به واسطه روابط نزدیک میان مالکان و مدیران، مشکل نمایندگی کمتری وجود دارد، ولی مشکلات جدی دیگری پیش می‌آید. به واسطه سطح تفکیک ناچیز مالکیت و کنترل (مدیریت) در بسیاری از کشورها (مثلاً به دلیل مالکیت خانواده‌های موسس) از قدرت سوءاستفاده می‌شود. سهامداران اقلیت نمی‌توانند از عملیات شرکت آگاه شوند. شفافیت کمی وجود دارد و وقوع سوءاستفاده محتمل به نظر می‌رسد. معاملات مالی، مبهم و غیرشفاف است و افزایش سوءاستفاده از منابع مالی، نمونه‌هایی از سوءجریان‌ها در این سیستم‌ها شمرده می‌شوند (کاشانی‌پور و رسائیان، 1388).

در میان کشورهای دارای سیستم حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی می‌توان دو ساختار نسبتاً متفاوت را مشاهده کرد؛ اولین سیستم در کشورهای اروپایی است که سیستم «آلمانی» نامیده می‌شود. در این سیستم، نظارت یک سویه است. به عنوان مثال بانک، خانواده، دولت یا شرکت «الف» سهام ناظر شرکت «ب» را در

<sup>1</sup>. Insider/Outsider

<sup>2</sup>. Relationship-Based

اختیار دارد و در هیات نظارت آن نمایندگی دارد. از سوی دیگر شرکت «ب» سهام ناظر شرکت «ج» را داراست که آن نیز به نوبه خود سهام ناظر شرکت «د» را در اختیار دارد. دومین ساختار، سیستم «ژاپنی» است که چندین شرکت از طریق مدیریت به هم پیوسته و با مالکیت متقابل (سهام هر شرکت توسط دیگری) با یک دیگر مرتبط‌اند. در این گروه همواره یک بانک اصلی حضور دارد که سهام شرکت‌های گروه را در اختیار داشته و بنابراین نمایندگان در هیات نظارت شرکت‌ها دارد (برندل و نول<sup>۱</sup>، ۲۰۰۵).

در بسیاری از کشورهای آسیای شرقی، ساختارهای تمرکز افراطی مالکیت و نقاط ضعف مربوط به حاکمیت شرکتی به خاطر شدت بحران آسیایی در سال ۱۹۹۷ مورد انتقاد قرار گرفته‌اند. در زمان بحران آسیایی، سیستم‌های حاکمیت شرکتی در کشورهای آسیای شرقی به جای مدل برون‌سازمانی بیشتر در گروه درون سازمانی قرار داشتند. حمایت قانونی ضعیف‌تر از سهامداران اقلیت در بسیاری از کشورهای آسیای شرقی به سهامداران اکثریت امکان داد تا هنگام بحران به اختلاس و سوءاستفاده از ثروت سهامداران اقلیت بپردازند. بررسی‌های بعدی نشان می‌دهد که چگونه چند کشور از آسیای شرقی، تلاش کرده‌اند تا سیستم‌های حاکمیت شرکتی خود را از طریق تغییر در قانون شرکت‌ها از زمان بحران آسیایی اصلاح کنند (کاشانی پور و رسائیان، ۱۳۸۸).

## کالج پروژه

### 2-8-2-2 حاکمیت شرکتی برون‌سازمانی (محیطی)

عبارت برون‌سازمانی به نظام‌های تامین مالی و حاکمیت شرکتی اشاره دارد. در این نظام‌ها، شرکت‌های بزرگ توسط مدیران کنترل می‌شوند و تحت مالکیت سهامداران برون‌سازمانی یا سهامداران خصوصی قرار دارند. این وضعیت منجر به جدایی مالکیت از کنترل (مدیریت) می‌شود که توسط برل و مینز<sup>۲</sup> (۱۹۳۲) مطرح شد. همان‌طور که بعدها جنسن و مک‌لینگ<sup>۳</sup> (۱۹۷۶) در نظریه نمایندگی مطرح کردند، مشکل نمایندگی مرتبط با هزینه‌های سنگینی است که به سهامدار و مدیر تحمیل می‌شود. اگرچه در سیستم‌های برون‌سازمانی، شرکت‌ها مستقیماً توسط مدیران کنترل می‌شوند، اما به طور غیرمستقیم نیز تحت کنترل اعضای برون‌سازمانی قرار دارند. اعضای مذکور، نهادهای مالی و همچنین سهامداران خصوصی هستند. در آمریکا و بریتانیا، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ که مشخصه نظام برون‌سازمانی هستند، تاثیر چشم‌گیری بر مدیران شرکت‌ها دارند (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵). در واقع گفته می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی، اکثریت را دارا بوده و به این وسیله بر مدیریت شرکت تاثیر خواهند گذاشت و همواره اهداف شرکت به سمت تامین منافع سهامداران اکثریت میل خواهد کرد (بنویدی، ۱۳۸۵). مسئله نمایندگی در این سیستم‌ها به خوبی

<sup>1</sup>. Breandle & Noll

<sup>2</sup>. Berle & Means

<sup>3</sup>. Jensen & Meckling

مشهود است. جدول زیر ویژگی‌های این دو سیستم را به طور خلاصه نشان می‌دهد (سالمون و سالمون، 2004).

جدول (2-2) ویژگی‌های سیستم‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی

برون‌سازمانی	درون‌سازمانی
شرکت‌های بزرگ تحت کنترل مدیران بوده اما مالکیت سهام آن با سهامداران برون‌سازمانی است.	مدیریت شرکت عمدتاً در اختیار سهامداران درون سازمانی بوده و آنها کنترل مدیریت را برعهده دارند.
مرز مالکیت و مدیریت روشن است و مسئله نمایندگی اهمیت می‌یابد.	مرز روشنی بین مالکیت و کنترل مشاهده نمی‌شود و مسئله نمایندگی قابل ملاحظه‌ای وجود ندارد.
تملک‌های اجباری به عنوان مکانیزم موثر بر مدیریت شرکت وجود دارد.	تملک اجباری <sup>1</sup> ندرتاً وجود دارد.
مالکیت گسترده است.	تمرکز مالکیت در گروه‌های کوچک سهامداران (خانواده‌های مؤسس، دولت و شرکت‌هایی که ساختار هرمی دارند).
کنترل سهامداران محدود است.	کنترل زیاد از جانب گروه کوچکی از سهامداران درون‌سازمانی اعمال می‌شود.
انتقال ثروت از سهامداران اقلیت به سهامداران اکثریت واقع نمی‌شود.	انتقال ثروت از سهامداران اقلیت به سهامداران اکثریت واقع می‌شود.
در قانون شرکت‌ها (تجارت) حمایت زیادی از سرمایه‌گذاران می‌شود.	در قانون شرکت‌ها (تجارت) حمایت کمی از سرمایه‌گذاران می‌شود.
دموکراسی سهامداران حاکم است.	احتمال سوءاستفاده از قدرت توسط اکثریت وجود دارد.
از طریق سهامداری نمی‌توان اعمال نفوذ در شرکت‌های سرمایه‌پذیر کرد.	سهامداران عمده می‌خواهند نفوذ بیشتری در شرکت‌های سرمایه‌پذیر داشته باشند.

<sup>1</sup>. Hostile

ذکر این نکته حائز اهمیت است که امروزه با توجه به موضوع جهانی شدن، اغلب خرده نظام‌ها به سمت نوعی همگرایی در حرکت‌اند و سازمان‌ها و نهادهای مختلف برای محقق ساختن این موضوع در تلاش‌اند. این واقعیت می‌تواند موجب یکسان‌سازی نسبی در مبانی و نگرش‌های حاکمیت شرکتی در آینده شود (بدری، 1387).

## 2-2-9 مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی

مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به شرح ذیل بیان شده‌اند؛

### 2-2-9-1 مکانیزم‌های برون‌سازمانی (محیطی)

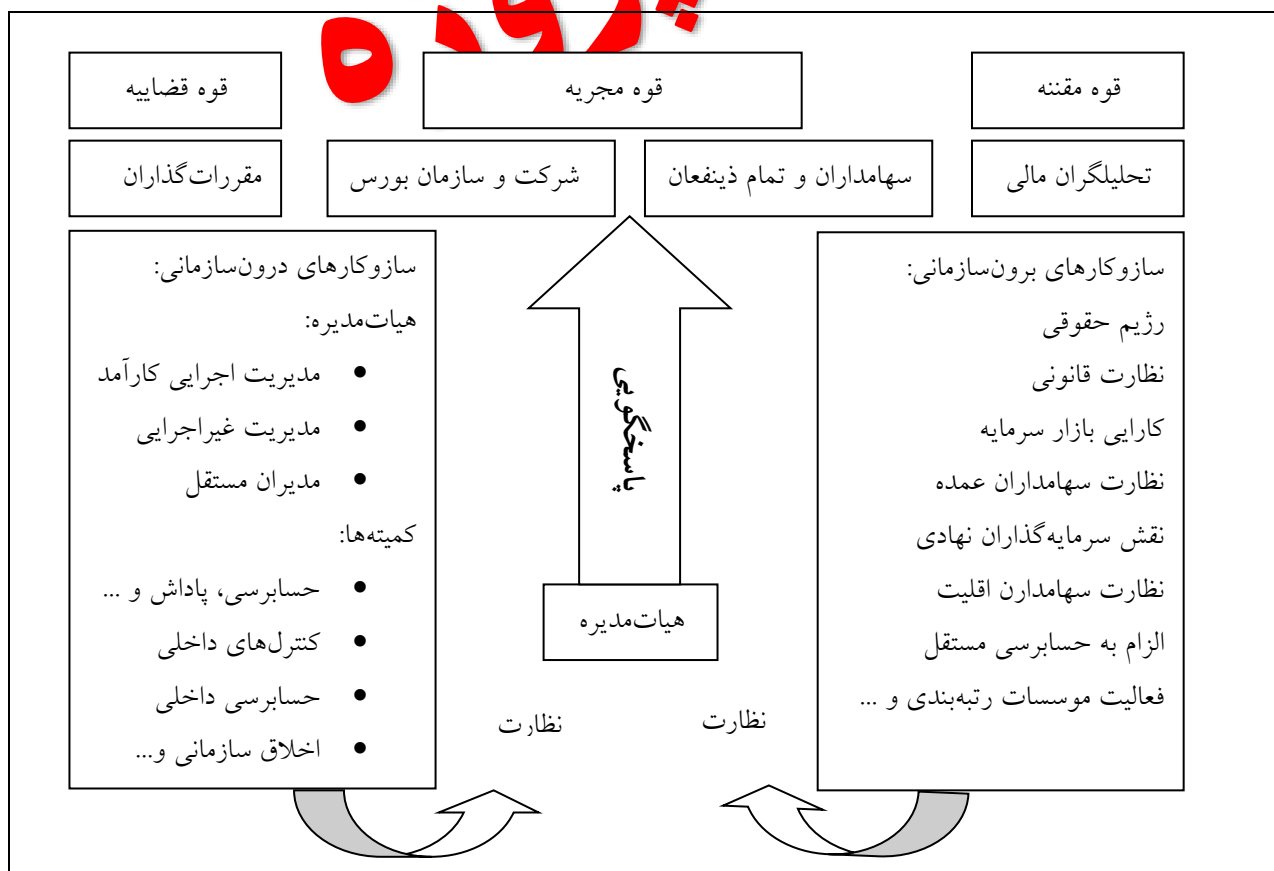
1. نظارت قانونی: تدوین، تصویب و استقرار قوانین نظارتی مناسب؛
2. نظام حقوقی: برقراری نظام حقوقی مناسب؛
3. کارایی بازار سرمایه: گسترش بازار سرمایه و تقویت کارایی آن؛
4. نظارت سهامداران عمده: ایجاد انگیزه در سهامداران به فعالیت‌هایی از قبیل خرید سهام کنترلی؛
5. نقش سرمایه‌گذاران نهادی: تشویق و گسترش سرمایه‌گذاری نهادی؛
6. نظارت سهامداران اقلیت: احترام به حقوق سهامداران اقلیت و مجاز بودن نظارت اقلیت بر فعالیت شرکت؛
7. الزامی کردن حسابرسی مستقل: با توجه به نقش برجسته نظارتی آن؛
8. فعالیت موسسات رتبه‌بندی: ایجاد تسهیلات برای فعالیت موسسات رتبه‌بندی (حساس‌یگانه، 1385).

### 2-2-9-2 مکانیزم‌های درون‌سازمانی (محاطی)

1. هیات‌مدیره: انتخاب و استقرار هیات‌مدیره توانمند، خوشنام و بی‌طرف؛
2. مدیریت اجرایی: تقسیم مسئولیت‌ها بین مدیریت اجرایی و استقرار نرم‌افزارهای مناسب؛
3. مدیریت غیراجرایی: ایجاد کمیته‌های هیات‌مدیره از مدیران مستقل و غیراجرایی (شامل کمیته حسابرسی، حقوق و ...)
4. کنترل‌های داخلی: طراحی، تدوین و استقرار کنترل‌های داخلی مناسب (مالی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابرسی داخلی و ...)
5. اخلاق سازمانی: تدوین و گسترش آیین رفتار حرفه‌ای و اخلاق سازمانی؛

هر یک از مکانیزم‌های درون‌سازمانی و برون‌سازمانی، بر فرآیندها و فعالیت‌های شرکت‌ها نظارت دارند و موجب ارتقای پاسخگویی و دستیابی به سایر هدف‌های حاکمیت شرکتی می‌شوند. برخی از مکانیزم‌های برون‌سازمانی (محیطی) حاکمیت شرکتی که در ایران تا حدودی برقرار است عبارت است از: نظارت سهامداران عمده و ایجاد انگیزه در سهامداران به فعالیت‌هایی از قبیل خرید سهام کنترلی و نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی، حسابرسی مستقل الزامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در ایران وجود دارد، اما نظارت سهامداران اقلیت و فعالیت موسسات رتبه‌بندی وجود ندارد. درباره نظارت مرتبط با مکانیزم‌های درون‌سازمانی (محاطی) به نظر می‌رسد، صرف‌نظر از مقوله هیات‌مدیره و موارد مرتبط به مدیریت اجرایی شامل تقسیم مسئولیت‌ها بین مدیریت اجرایی و استقرار نرم‌افزارهای مناسب، نقش نظارتی مدیریت غیراجرایی شامل ایجاد کمیته‌های هیات‌مدیره از مدیران مستقل (شامل کمیته حسابرسی، حقوق و...)، کنترل‌های داخلی شامل طراحی، تدوین و استقرار کنترل‌های داخلی مناسب (مالی، حقوقی، مدیریت ریسک، حسابرسی داخلی و...) بسیار ناچیز و ضعیف است و به نقش نظارتی اخلاق سازمانی نیز توجه بایسته نمی‌شود (حساس‌یگانه، 1385). برای روشن‌تر شدن موضوع، ساختار حاکمیت شرکتی در نمودار تحلیلی زیر ارائه شده است (رهبری خرازی، 1383):

نمودار (1-2) ساختار حاکمیت شرکتی



به مدد توضیحات ارائه شده و بر مبنای نمودار تحلیلی شماره (1-2) حاکمیت شرکتی و پاسخگویی در ساختار حاکمیت شرکتی قابل بررسی است. این نمودار نشان می‌دهد که چگونه پاسخگویی و سایر اهداف حاکمیت شرکتی از سازوکارهای برون‌سازمانی و درون‌سازمانی تاثیر می‌پذیرد و نبود و یا ضعف هر یک از آنها می‌تواند دستیابی به اهداف حاکمیت شرکتی و گسترش بازار سرمایه را مختل و یا غیرممکن کند (حساس‌یگانه، 1387).

## 2-10-2 انواع الگوهای حاکمیت شرکتی

در اقتصاد نئوکلاسیک، شرکت‌ها و موسسات صرفاً بنگاه‌های عرضه‌کننده کالاها و خدمات تعریف می‌شوند که هدف آنان به حداکثر رساندن سود ناشی از فعالیت‌ها می‌باشد. اما امروزه با توجه به طرح تئوری‌های رفاه در مباحث اقتصادی و تامین منافع تمامی ذینفعان در فرآیند فعالیت‌های اقتصادی، شرکت‌ها و موسسات با دامنه وسیعی از اهداف فراتر از حداکثر نمودن سود بنگاه روبرو می‌باشند. تامین سلامت مالی فعالیت‌های ناشی از ریسک سرمایه‌گذاری برای سهامداران و ایجاد زمینه‌های لازم برای مشارکت بخش خصوصی در اقتصاد، زمینه‌های معرفی الگوهای متنوع حاکمیت شرکتی را مطرح نموده است. که بر این اساس در این پژوهش سعی می‌گردد چهار نوع الگوی حاکمیت شرکتی مناسب با این ویژگی‌ها معرفی گردد (حسن‌زاده و محمدعلیزاده، 1390).

## 2-10-2-1 الگوی مبتنی بر بازار

ویژگی این الگو آن است که حقوق مالکیت، بین سهامداران مقطعی تقسیم گردیده است. بازارهای سرمایه قوی شده و نقدینگی در بازار سرمایه زیاد است. نظام حمایت از سرمایه‌گذاران (سهامداران) باعث شده تا سهامداران پرتفوی خود را متنوع سازند و هیچ کدام از آنها در موقعیتی قرار نگیرند که خود شرکت را اداره نمایند. پس مدیران حرفه‌ای به نمایندگی از سهامداران جهت اداره شرکت به استخدام در می‌آیند. کشورهای آمریکا، بریتانیا و کانادا مدعی به کارگیری این الگوی حاکمیت شرکتی است. مزیت اصلی این الگو، سهولت جمع‌آوری سرمایه و توزیع ریسک سرمایه‌گذاران است. این الگوی حاکمیت شرکتی به رغم مشکلات زیاد، توسط بسیاری از محققین موفق شمرده می‌شود. رسوایی‌های به وجود آمده در شرکت‌های بزرگی همچون انرون، ورلدکام، جنرال الکتریک و...، مشکلات این الگو را نمایان می‌سازد. از یک سو، این الگو دارای مزیت بازار سرمایه قوی برای کنترل شرکت است و از سوی دیگر، مشکلاتی نظیر معاملات درونی و پاداش‌های کلان مدیریت، نیاز به مقررات‌گذاری در این زمینه‌ها را ضروری می‌سازد (صفرزاده، 1392).



مشکلات حاکمیت شرکتی زمانی رخ می‌دهد که مدیران باعث ایجاد عدم‌تقارن اطلاعاتی و در نتیجه از دست دادن ارزش توسط سهامداران می‌شوند. از آنجا که، سهامدار جزء به علت میزان کم مالکیت از مدیریت فاصله گرفته است، مدیرانی که به طور روزمره عملیات شرکت را ملاحظه می‌کنند، در موقعیتی قرار می‌گیرند که عدم‌تقارن اطلاعاتی را ایجاد نمایند. آنها اطلاعاتی را که برای آنها دارای منفعت می‌باشد، به طور محرمانه نگهداری می‌کنند و اطلاعات بی‌اهمیت را برای سهامداران و سایرین منتشر می‌کنند. لذا برای همسو کردن منافع مدیران و سهامداران هزینه نمایندگی رخ می‌دهد. جنسن و مک‌لینگ (1964) بیان کردند که هزینه نمایندگی سه جز دارد؛ هزینه نظارت، هزینه قرارداد و زیان باقیمانده. هزینه نظارت هزینه‌های کنترلی هستند که مالک جهت کنترل رفتارهای خلاف مدیریت می‌پردازد. هزینه قرارداد، هزینه‌های هستند که رخ می‌دهند تا این اطمینان به وجود آید که مدیران در جهت منافع سهامداران تصمیم‌گیری می‌نمایند. زیان باقیمانده زمانی رخ می‌دهد که هزینه‌های فوق قادر به کنترل رفتار ناسالم مدیریت نباشند، مدیران برای حداکثر کردن منافع خود، دارای افق دید کوتاه‌مدت می‌باشند. از آنجا که، آنها براساس عملکرد کوتاه‌مدت پاداش می‌گیرند، لذا کوتاه‌مدت‌نگر می‌شوند. این کوتاه‌مدت‌نگری تا حدودی ناشی از عملکرد بازار سرمایه است، زیرا بازار سرمایه براساس عملکرد مناسب کوتاه‌مدت به آنان پاداش می‌دهد. لذا مدیران منافع بلندمدت را فدای منافع کوتاه‌مدت می‌نمایند و در نتیجه اقداماتی در جهت خلاف ایجاد ارزش برای سهامداران مرتکب می‌شوند (حساس‌یگانه و هاشمی، 1387).

## 2-10-2-2 الگوی حاکمیت شرکتی مبتنی بر روابط

این الگو، مبتنی بر تمرکز مالکیت و بازار سیال سرمایه می‌باشد. در اینجا، سهامداران شرکت‌ها به طور طولانی‌مدت دارای سهام بوده و در موقعیتی قرار می‌گیرند که می‌توانند رفتار مدیریت را نظارت نمایند، لذا هزینه‌های نمایندگی رخ نمی‌دهد. در این الگو، بانک‌ها با نگهداری بخش عمده‌ای از سهام شرکت‌ها بر مالکیت آنها مسلط می‌شوند و به طور مستقیم در عملیات شرکت شامل نظارت و تصمیم‌گیری، مشارکت می‌کنند. حاکمیت شرکتی در این الگو مبتنی بر روابط می‌باشد. همچنین، سرمایه‌گذاری‌های درون‌گروهی از ویژگی‌های الگوی مذکور به شمار می‌آید. ژاپن، فرانسه و آلمان از این الگوی حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند. ابتدا به نظر می‌رسد که این الگو کارآترین الگوی حاکمیت شرکتی است، ولی این الگو نیز با مشکلاتی مواجه می‌باشد. تسلط بانک‌ها بر فرآیند تصمیم‌گیری شرکت‌ها باعث می‌شود که مدیریت متخصص تربیت نشود. مداخله بیش از حد دولت از طریق قوانین در امور شرکت‌ها، به عنوان مانعی برای پیشرفت شرکت‌ها محسوب می‌شود. دولت به طور مستقیم در خیلی از فعالیت‌های تجاری سرمایه‌گذاری می‌نماید و به طور

غیرمستقیم از طریق کنترل بانک‌ها و موسسات مالی که به بخش خصوصی وام می‌دهند و انتصاب مدیران بازنشسته دولتی در بخش خصوصی، به کنترل شرکت‌ها می‌پردازد (حسن‌زاده و محمدعلیزاده، 1390).

### 2-10-3 الگوی حاکمیت شرکتی در حال‌گذار

کشورهای اروپای شرقی و مرکزی و کشورهای تازه استقلال‌یافته شوروی سابق، دارای اقتصادهایی از این نوع حاکمیت شرکتی هستند. اگر چه در این کشورها علاقه زیادی برای فعال کردن بازار سرمایه وجود دارد، ولی چنین الگویی از حاکمیت شرکتی را بر اقتصاد خود تحمیل کرده‌اند. در این الگو، بازارهای سرمایه ضعیف و غیرفعال می‌باشند و شرکت‌ها به تدریج از شکل دولتی به شرکت‌های دارای سهامداران جزء تبدیل می‌شوند. در این کشورها، نظام‌های حقوقی در حال حرکت به سوی نظام‌های رقابتی است، تشکیلات مقابله با مشکلات حاکمیت شرکتی ضعیف می‌باشد، سازوکارهای حمایت از سرمایه‌گذاری چندان قوی نیست، عدم انضباط مالی باعث شده تا دولت شرکت‌های زیان‌ده را پشتیبانی کند، در ضمن سرمایه‌گذاری نهادی قوی در این گونه کشورها وجود ندارد. اقتصادهای در حال‌گذار، مشکلات زیادی را طی دوران تبدیل شرکت‌های دولتی به خصوصی پشت سر گذاشته‌اند. شرکت‌های خصوصی شده، کماکان مشکلات دیوان سالاری قبل از واگذاری را دارند زیرا خصوصی‌سازی به معنای واقعی انجام نگرفته زیرا که کارکنان این شرکت‌ها تغییر نکرده‌اند و فقط مالکیت تغییر کرده است. در بسیاری از موارد، کنترل همچنان در دست دولت باقی مانده است. در کشورهایی چون چک، مجارستان و روسیه خصوصی‌سازی همراه با هزینه‌های زیادی بوده است. به نظر می‌رسد این نوع الگو با ساختار کشور ایران همخوانی بیشتری دارد (صفرزاده، 1392).

### 2-10-4 الگوی نوظهور

در ادبیات حاکمیت شرکتی، تاکنون به این الگو کمتر پرداخته شده است. برخلاف الگوی سوم که تجربه‌ای از مشکلات الگوهای اول و دوم است، الگوی چهارم سعی دارد سازوکار حاکمیت شرکتی را از اقتصادهای موفق اقتباس کند. بازار سرمایه فعال، تبدیل موفق شرکت‌های دولتی به شرکت‌های خصوصی، وجود الگوهای مبتنی بر روابط و همچنین الگوهای مبتنی بر بازار، وجود بازارهای نوظهور مدیریت، نظام‌های حقوقی رسمی و کارکردی و وجود شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌های عمومی از خصوصیات این الگو محسوب می‌شود. الگوی چهارم الگوی منحصر به فردی است که بین الگوهای اول و دوم قرار می‌گیرد. در این الگوی اقتصادی، گروه‌های تجاری حاکم هستند و خانواده‌هایی وجود دارند که میزان زیادی از کنترل و مالکیت را در اختیار دارند. همچنین، سرمایه‌گذاری‌ها در بین صنایع مختلف تقسیم شده است. خانواده‌هایی

که به طور اجدادی دارای مالکیت بوده‌اند، اکنون خود را به صورت پیشتازان اقتصاد ملی مشاهده می‌نمایند. خانواده‌هایی که در یک نوع تجارت سرمایه‌گذاری کرده‌اند، با افزایش سود به سمت تنوع‌بخشی سرمایه‌گذاری خود رفته و بخش عمده‌ای از سهام را در اختیار گرفته‌اند. این گروه‌های تجاری، الگوی کنترل مدیریتی خود را از الگوی روابط اقتباس کرده‌اند، همچنین از طریق مشارکت در بازارهای سرمایه، الگوی مبتنی بر بازار را نیز تا حدودی مدنظر قرار داده‌اند (حسن‌زاده و محمدعلیزاده، 1390).

## 2-11 اصول حاکمیت شرکتی منتشر شده در سطح جهانی

با گسترش سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی، نهادهای مختلفی همچون بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی و... در این زمینه فعال شده و اصول متعدد و متنوعی را منتشر کرده‌اند. یکی از آخرین اصول منتشر شده در سطح جهانی، اصول سازمان همکاری و توسعه اقتصادی در سال 2004 است که شش حوزه زیر را در بر می‌گیرد:

اصل اول؛ ایجاد زیربنای لازم برای اجرای کارآمد اصول حاکمیت شرکتی (تامین مبنایی برای چارچوب موثر حاکمیت شرکتی): اصول حاکمیت شرکتی باید در راستای افزایش شفافیت و کارایی بازارها اجرا شود. همچنین باید با قوانین داخلی سازگار باشند و مسئولیت‌های قانونگذار، مدیران و دستگاه‌های اجرایی نیز از یکدیگر تفکیک شود؛

اصل دوم؛ حقوق سهامداران عمده و جزء (حقوق سهامداران و کارکردهای اصلی مالکیتی): اصول حاکمیت شرکتی باید از حقوق تمامی سهامداران، حمایت کند. برای دستیابی به این هدف، توجه به یک سری نکات ضروری است؛

- ✓ حقوق اولیه سهامدار عبارت است از، وجود نظام ثابت مالکیت، امکان نقل و انتقال سهام، دریافت اطلاعات دوره‌ای شرکت سرمایه‌پذیر، امکان اظهارنظر و حق رای در مجامع عمومی، امکان انتخاب و تغییر اعضای هیات‌مدیره و سهام بودن در سود شرکت.
- ✓ سهامداران حق دارند به طور کامل از اطلاعات و تصمیماتی که تاثیر بنیادی در شرایط و سودآوری شرکت دارند، مطلع شوند. این اطلاعات در برگیرنده اصلاحات در اساسنامه شرکت، افزایش سرمایه و معاملات سهام و تغییرات اساسی در دارایی‌های شرکت است که می‌تواند در فروش و سودآوری شرکت موثر باشد.
- ✓ سهامداران باید امکان شرکت و رای دادن در مجامع عمومی را داشته باشند که در این رابطه باید زمان و مکان و دستورات جلسه مجامع پیش از مجمع به اطلاع سهامداران برسد، به سهامداران باید فرصت سوال از هیات‌مدیره در رابطه با گزارش حسابرس و عملکرد هیات‌مدیره داده شود، تصمیم

گیری در مورد پاداش و حق حضور هیات‌مدیره باید به تصویب اکثریت سهامداران برسد و حق

رای سهامداران به صورت حضوری یا واگذاری حق‌رای باید محفوظ باشد؛

اصل سوم؛ رفتار یکسان با سهامداران: حاکمیت شرکتی باید به نحوی باشد که با تمامی سهامداران نظیر سهامداران جزء و خارجی، مانند سهامداران عمده برخورد شود. همچنین تمامی سهامداران می‌توانند در صورت تجاوز به حقوق آنها نسبت به جبران خسارت خود اقدام کنند. در این ارتباط، معاملات براساس اطلاعات نهانی و معاملات شخصی که می‌تواند حقوق سهامداران دیگر را تضییع کند، ممنوع است. همچنین معاملات با اشخاص و شرکت‌های وابسته باید افشا شود؛

اصل چهارم؛ نقش کارمندان در حاکمیت شرکتی (نقش ذینفعان در حاکمیت شرکتی): اصول حاکمیت شرکتی باید حقوق قانونی کارمندان را براساس قراردادهای متقابل به رسمیت بشناسد و همکاری پویا بین شرکت و کارمندان را به منظور ایجاد ثروت، شغل و بهبود وضع مالی شرکت ترویج کند. در این ارتباط کارمندان باید بتوانند به عملکرد غیرقانونی هیات‌مدیره اعتراض کنند و این موضوع نباید موقعیت آنها را تهدید کند؛

اصل پنجم؛ شفافیت در کیفیت افشا (افشا و شفافیت): شرکت‌ها باید اطلاعات مالی و عملکرد هیات‌مدیره را به صورت دوره‌ای در اختیار سهامداران قرار دهند. این کیفیت افشا باید در برگزیده صورت‌های مالی، فعالیت شرکت و تغییرات ترکیب سهامداران باشد. این اطلاعات باید براساس استانداردهای حسابداری و مالی تهیه شود. همچنین حسابرسی سالیانه باید توسط حسابرس مستقل تهیه و در اختیار سهامداران و ذینفعان قرار داده شود. حسابرسان مستقل باید توسط سهامداران انتخاب شوند؛

اصل ششم؛ مسئولیت‌های هیات‌مدیره: اصول حاکمیت شرکتی باید نحوه مدیریت شرکت، نظارت بر فعالیت اعضا و مسئولیت‌پذیری اعضای هیات‌مدیره را تبیین کند. هیات‌مدیره باید تمام تلاش خود را در راستای تعالی شرکت انجام دهد. تصمیم‌های آنها نیز باید به گونه‌ای باشد که حقوق همه سهامداران حفظ شود. همچنین هیات‌مدیره باید راهبردهای شرکت را مدنظر داشته و نسبت به بازبینی آنها اقدام کنند. این اصول برنامه‌های آتی ریسک‌پذیری، تهیه بودجه سنواتی، سازوکارهای نظارتی و نحوه اداره سرمایه‌های شرکت را در بر می‌گیرد. همچنین پس از ابلاغ اعضای هیات‌مدیره و ابلاغ حکم، باید اطلاعات مربوط به اعضا به طور کامل افشا شود و این افراد باید به منظور انجام مسئولیت‌های خود، به اطلاعات میان‌دوره‌ای و دقیق دسترسی داشته باشند (حساس‌یگانه، 1387؛ کاشانی‌پور و رسائیان، 1388).

## 2-2-12 تاریخچه حاکمیت شرکتی در ایران

در ایران، هرچند در قانون تجارت و به ویژه در لایحه اصلاحی اسفندماه 1347 موارد مرتبط با نحوه تاسیس و اداره شرکت‌ها تا حدودی مطرح شده بود، ولی موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن، در چند سال اخیر مطرح شده است (حساس‌یگانه، 1385). ساختار مالکیت شرکت سهامی عام در وضعیت کنونی ایران تا حد زیادی بر موقعیت توان درونی<sup>1</sup> تطبیق دارد. شرکت‌های دولتی بزرگی که در سال‌های اخیر سهام آنان (عمدتاً از طریق بورس) به مردم واگذار شده است، کماکان مستقیم یا غیرمستقیم در کنترل دولت قرار دارد. بنابراین می‌توان گفت که نظریه نمایندگی در شرکت‌های سهامی عام ایران کم‌رنگ است. از سوی دیگر سیاست‌های کلی نظام جمهوری اسلامی ایران بر عنصر «عدالت» تأکید داشته است. توجه به عدالت‌محوری در قوانین و مقررات و سیاست‌ها، در بین نگرش‌های متنوع به نظام حاکمیت شرکتی بر تئوری ذینفع بیشتر منطبق است. بنابراین با توجه به خلاءهای قانونی موجود در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، تدوین یک مجموعه مقررات منسجم در زمینه راهبری شرکتی ضروری به نظر می‌رسد (بدری، 1387). موضوع حاکمیت شرکتی در اوایل دهه 80 و در مصاحبه‌های مسئولان وقت سازمان بورس اوراق بهادار و در مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی مطرح و بررسی و سپس در وزارت امور اقتصادی و دارایی کمیته‌ای با عنوان حاکمیت شرکتی تشکیل شد. نخستین بار در کنفرانس ملی «بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران» که توسط دانشگاه علامه طباطبائی در آذرماه 1383 در مرکز همایش‌های رازی برگزار شده بود، در مقاله «حاکمیت شرکتی و نقش آن در توسعه بازار سرمایه» ارائه گردید. در پی آن، در اواخر سال 1383 مرکز پژوهش‌ها و توسعه بازار سرمایه سازمان بورس اوراق بهادار دست به انتشار ویرایش اول آیین‌نامه حاکمیت شرکتی زد. این آیین‌نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با سیستم درون‌سازمانی (رابطه‌ای) حاکمیت شرکتی سازگار است. هدف اصلی آیین‌نامه حاکمیت شرکت‌ها، «شفاف‌سازی و پاسخگویی» در بازار سرمایه می‌باشد، ولی چنانچه در کشوری به موضوع پاسخگویی و شفافیت توجهی نشود و یا اساساً موضوع حکمرانی خوب مطرح نباشد آیین‌نامه حاکمیتی شرکت‌ها کارساز نخواهد بود (کرمی، 1391).

در حال حاضر در ایران، سهامداران جزء، هیچ‌گونه ابزاری جهت نظارت بر مدیران و حتی اطلاع از مصوبات هیأت‌مدیره و دسترسی به صورت‌های مالی کامل ندارند. در حالی که در آیین‌نامه شرکتی پیش‌بینی شده باید کلیه اخبار و آمار و اطلاعات مالی به موقع در اختیار همه سهامداران گذاشته شود و در هیأت رئیسه مجمع و همچنین در هیأت‌مدیره شرکت نیز از بین سهامداران جزء نماینده وجود داشته باشد تا احتمال تخلف کسر گردد؛ مضافاً بر آن که حاکمیت شرکتی در واقع به نوعی محدودیت برای سهامداران

<sup>1</sup>. Insider dominated

عمده و دسترسی سهامداران جزء به اطلاعات و اعمال کنترل مدیریت می باشد. مزایای آئین نامه حاکمیتی شفاف سازی اطلاعات، رعایت یکسان حقوق صاحبان سهام، برقراری سیستم کنترل های داخلی و ارتقای رابطه حسابرسان مستقل با شرکت می باشد (کرمی، 1391).

## 2-13 چارچوب حاکمیت شرکتی

سازوکارهای حاکمیت شرکتی را می توان به دو گروه داخلی و بیرونی طبق جدول (2-3) طبقه بندی کرد. سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی شامل؛ تمرکز مالکیت، هیات مدیره، روش جبران خدمات مدیران و ساختارهای سازمانی چندبخشی است. سازوکار بیرونی به بازار کنترل شرکتی اشاره دارد که در ایران متداول نیست.

جدول (2-3) سازوکارهای حاکمیت شرکتی

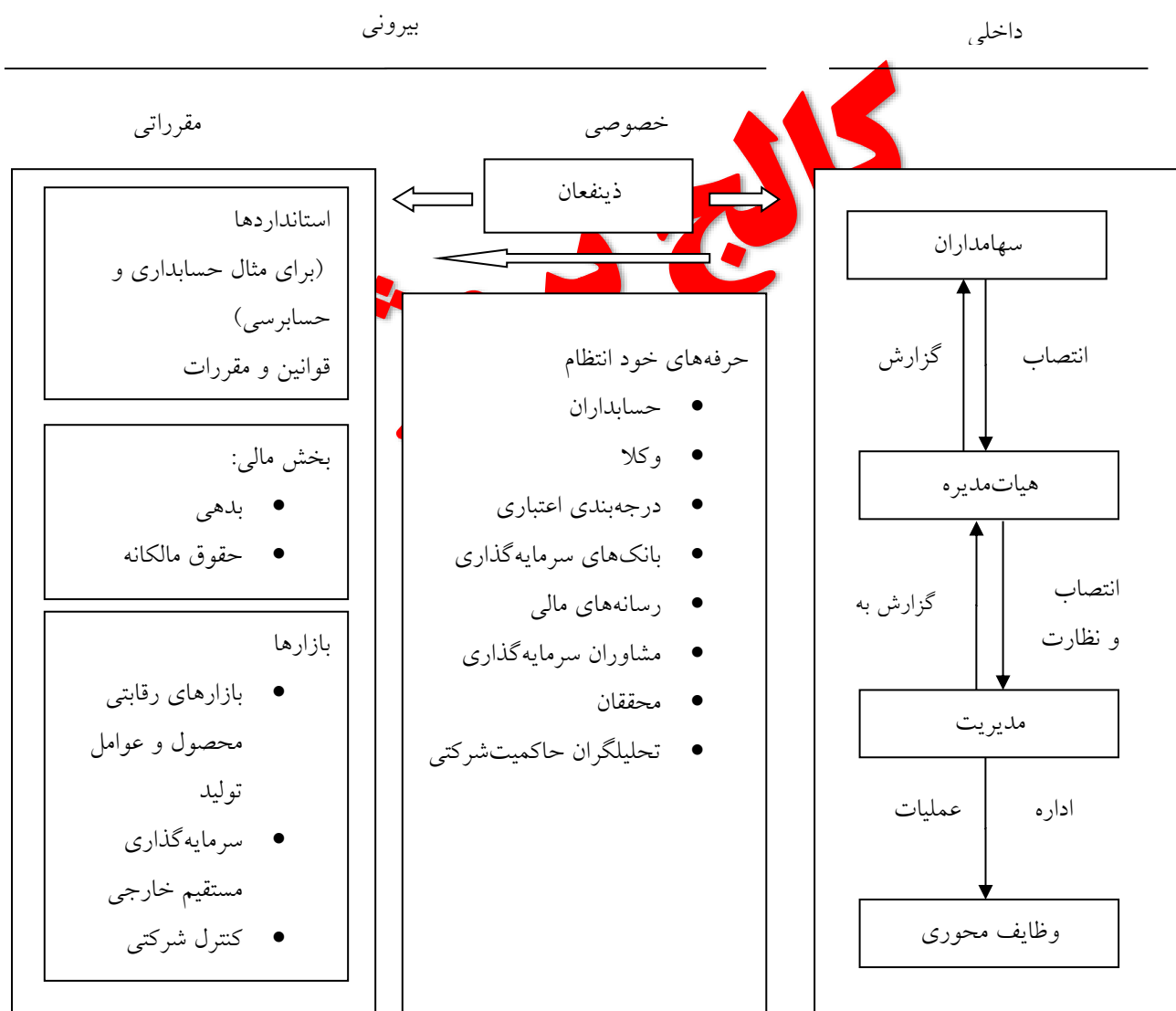
<p><b>سازوکار داخلی:</b></p> <p>تمرکز مالکیت: مالکیت نسبی هر یک از سهامداران حقیقی یا حقوقی (سرمایه گذاران نهادی).  هیات مدیره: افرادی که مسئول حفظ منافع مالکان می باشند و این مسئولیت را از طریق کنترل تصمیمات راهبردی (استراتژیک) مدیریت ارشد ایفا می کنند.  جبران خدمات مدیران: استفاده از سود، پاداش و حقوق های بلندمدت به منظور تطبیق و همسو نمودن منافع مالکان و مدیران.  ساختار چندبخشی: جابجایی بخش های کسب و کار به منظور کنترل تصمیم های حاکمیت مدیریتی.</p>	
<p><b>سازوکار بیرونی:</b></p> <p>بازار کنترل شرکتی: به دست گرفتن کنترل شرکت های با عملکرد ضعیف به منظور بهبود مزیت های رقابتی.</p>	

بانک جهانی نیز چارچوبی را برای مطالعه حاکمیت شرکتی به شرح نمودار (2-2) ارائه نموده است. درون این چارچوب نیروهای داخلی و بیرونی وجود دارد که مواجهه آن با یکدیگر بر رفتار و فعالیت شرکت های موجود تاثیر می گذارد. نیروهای داخلی روابط بین بازیگران اصلی شرکت را تعریف می کند و نیروهای بیرونی رفتار عوامل داخلی را نظم می بخشد. در اقتصاد بازار این نیروها، نهادها و سیاست هایی است که از شفافیت، نظارت و انضباط بیشتر شرکت اطمینان می دهد. نمونه های مشخصی از این نیروهای بیرونی شامل چارچوب قانونی سیاست های رقابت، حقوق سهامداران و نحوه اعمال آن، سیستم حسابداری و حسابرسی، سیستم ورشکستگی و بازار کنترل شرکتی است. ویژگی های نیروهای داخلی و بیرونی در مجموع روش های مختلفی را برای ایجاد دامنه ای از سیستم های حاکمیت شرکتی فراهم می کند که انعکاسی از ساختارهای

بازار، سیستم‌های قانونی، سنت‌ها، مقررات و ارزش‌های اجتماعی و فرهنگی است (آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران، 1386).

با توجه به عوامل موثر بر حاکمیت شرکتی، در نظام حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار تهران تاکید اصلی باید بر متغیرهای تحت کنترل داخلی قرار گیرد. در این میان هیات‌مدیره، نحوه سازماندهی، پذیرش مسئولیت و ایفای آن بسیار حائز اهمیت است. عموماً تمرکز اصلی دستورالعمل‌ها، رهنمودها و منشورهای حاکمیت شرکتی نیز افزایش اثربخشی و کارآمدی هیات‌مدیره می‌باشد.

## نمودار (2-2) عوامل داخلی و بیرونی نظم‌دهنده شرکت‌های جدید



شرکت دستورالعمل حاکمیت شرکتی خاصی را تدوین نموده است که با تعیین مجموعه‌ای از انتظارات به هیأت‌مدیره و کمیته‌های آن در اجرای وظایف خود مطابق با الزامات لازم‌الاجرا، کمک می‌کند (آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران، 1386).

## 2-2-14 رتبه‌بندی شرکت‌ها

در سال‌های اخیر، علاوه بر استفاده از معیارهای قدیمی رتبه‌بندی شرکت‌ها شامل اندازه شرکت، شهرت، قابلیت بازپرداخت بدهی و نرخ رشد، از یک معیار جدید تحت عنوان کیفیت سازوکارهای حاکمیتی نیز بهره گرفته می‌شود. رتبه‌بندی براساس حاکمیت شرکتی به دو دلیل زیر دارای اهمیت است؛

الف) بخش بزرگی از سرمایه‌گذاران، شامل سرمایه‌گذاران نهادی که نقش با اهمیتی را در بازار سرمایه بازی می‌کنند، از این رتبه‌بندی برای اخذ تصمیمات اقتصادی بهره می‌گیرند؛

ب) قرار گرفتن شرکت‌ها در رتبه‌های پایین، هشدار می‌دهد که برای مدیریت شرکت‌های مذکور، که توجه بیشتری به مسائل حاکمیت شرکتی داشته باشند؛

اگرچه ارائه‌کنندگان رتبه‌بندی اخیر، نمی‌توانند انتظار داشته باشند که در ساختار رتبه‌بندی بر مبنای حاکمیت شرکتی به توافق برسند، اما شباهت‌هایی نیز در کلیت این رتبه‌بندی‌ها، وجود دارد. آنها از الزامات افشا در قوانین حسابداری، قوانین بازار سهام و اصول حاکمیت شرکتی الهام می‌گیرند. اما نقطه مورد توافق همه این است که، رتبه‌بندی باید بر مبنای ساختار مالکیت، حقوق سهامداران، ساختار و ترکیب هیأت‌مدیره، شفافیت و افشا باشد، اگرچه رویکردشان در جمع‌آوری، امتیازدهی و وزندهی اطلاعات متفاوت باشد (توکلی، 1388).

## 2-2-15 ماتریس بین‌المللی حاکمیت شرکتی

ماتریس بین‌المللی حاکمیت شرکتی، رتبه‌بندی حاکمیت را برای هزاران شرکت در سطح بین‌المللی انجام می‌دهد. ماتریس بین‌المللی حاکمیت شرکتی حدود 500 مورد از معیارهای حاکمیتی پذیرفته شده در سطح جهانی را تحت پوشش قرار می‌دهد. این ویژگی‌ها در 6 طبقه مجزا شامل پاسخگویی هیأت‌مدیره، افشا و کنترل‌های داخلی، حقوق سهامداران، پاداش، کنترل‌های بازار و رفتار شرکت، گروه‌بندی شده‌اند، که در نهایت برای ایجاد یک شاخص جامع‌تر با یکدیگر ترکیب می‌شوند. برای هر یک از این طبقات، رتبه بر اساس یک مقیاس 10 نمره‌ای اندازه‌گیری می‌شود. به این ترتیب بهترین رتبه‌ای که یک شرکت می‌تواند اتخاذ کند 10 و بدترین رتبه 1 می‌باشد. رتبه هر طبقه هم به صورت جهانی و هم به صورت منطقه‌ای محاسبه می‌شود. شرکت‌هایی که براساس طبقه جهانی رتبه‌بندی می‌شوند، براساس شاخص‌های جهانی با



شرکت‌های کل دنیا مقایسه می‌شوند و شرکت‌هایی که براساس شاخص منطقه‌ای ارزیابی می‌شوند، با تمام شرکت‌های فعال در همان کشور، مقایسه می‌شوند (رئیزی، 1387). در ادامه سعی شده تا هر یک از طبقات به اختصار تشریح گردند.

## 2-15-2-1 پاسخگویی هیات‌مدیره

در این طبقه قدرت و انگیزه هیات‌مدیره برای انجام امور در جهت منافع سهامداران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. معیارهایی که بر پاسخگویی هیات‌مدیره تاثیر می‌گذارند شامل تعداد مدیران مستقل عضو هیات‌مدیره، تعداد دوره‌هایی که سهامداران می‌توانند هیات‌مدیره را انتخاب کنند و گستره‌ای که اعضای هیات‌مدیره در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند، می‌باشد؛

## 2-15-2-2 افشا و کنترل‌های داخلی

افشا از طریق کیفیت گزارش‌های مالی منتشر شده توسط شرکت، مذاکرات انجام شده با سهامداران و تجزیه و تحلیل‌های ارائه شده به سهامداران در خصوص شرکت، اندازه‌گیری می‌شود. همچنین این طبقه شامل معیارهایی مانند حدود استانداردهای حسابداری مورد پذیرش شرکت، حدود دستکاری سود از طریق روش‌های حسابداری و گستره‌هایی که هیات‌مدیره به طور مستقل مورد حسابرسی قرار می‌گیرد، می‌باشد؛

## 2-15-2-3 حقوق سهامداران

در این طبقه، محدوده‌ای که سیستم قانونگذاری شرکت در جهت حمایت از منافع سهامداران طراحی شده است، تلاش شرکت در جهت حضور سهامداران در جلسات، قدرت رای و منافع هر ذینفع، گستره‌ای که حقوق سهامداران توسط شرکت مورد حمایت قرار می‌گیرد و حدودی که سهامداران می‌توانند قدرت خود را اجرایی کنند، مورد اندازه‌گیری قرار می‌گیرد؛

## 2-15-2-4 پاداش

در این طبقه، وجود کمیته پاداش مستقل در شرکت، منصفانه بودن و همچنین شفافیت سیاست‌های پاداش برای سهامداران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد؛

**2-15-5 کنترل‌های بازار**

در این طبقه، قدرت حمایتی مورد استفاده یک شرکت، گستره‌ای که مدیریت تصمیم‌گیری سهامداران را محدود می‌کند و نیز قدرت سهامداران در خصوص تعیین اعضای هیات‌مدیره، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد؛

**2-15-6 رفتار شرکت**

در این طبقه، چگونگی ایفای مسئولیت‌های شرکت در قبال سهامداران، کارمندان، محیط‌زیست و تلاش شرکت برای باقی گذاشتن نامی خوب، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد (حساس‌یگانه و داداشی، 1389).

**2-16-2 کفایت حاکمیت شرکتی**

کفایت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر بهبود فعالیت‌های اقتصادی از کانال‌های مختلف تاثیرگذار باشد. به طور مثال کفایت حاکمیت شرکتی ممکن است تاثیر مثبتی بر رشد از طریق افزایش نظارت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت، بهبود شفافیت و کیفیت افشا اطلاعات، ارتباط قوی‌تر بین شرکت و موسسات حسابرسی و بهبود نسبت پرداخت سود سهام داشته باشد. اندازه‌گیری کفایت حاکمیت شرکتی کار مشکلی است چون نیاز به اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی باقیمانده دارد. حاکمیت شرکتی زمانی کافی تلقی می‌شود که هزینه‌های نمایندگی باقیمانده در حداقل باشد (نیکومرام و محمدزاده سالطه، 1389). انتظار می‌رود در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی اثربخش منافع مدیران و ذینفعان به هم نزدیک و تطابق بیشتری داشته باشند، که این امر مشوق‌های قوی‌ای را به منظور این که مدیران شرکت‌ها در جهت بالا بردن بهره‌وری بنگاه‌ها و بهبود آن از طریق تکنولوژی‌های پیشرو گام بردارند ایجاد می‌نماید، که نتیجه این امر تخصیص کاراتر سرمایه در بخش شرکتی و افزایش رشد بهره‌وری می‌باشد. به طور کلی، حاکمیت شرکتی به عنوان تکنولوژی‌هایی که بنگاه‌ها آنها را به منظور غالب آمدن بر محدودیت‌های محیط سازمانی که در آن فعالیت می‌کنند به کار می‌گیرند تعریف می‌شود. به طور مثال در پژوهشی که توسط کومین و مولانی<sup>1</sup> (2005) صورت گرفته است آنها ترتیبات حاکمیت شرکتی را به عنوان ابداعات کلی در نظر گرفتند. در این صورت باید عنوان نمود که حاکمیت شرکتی تاثیرات ژرف و عمیقی بر فعالیت‌های کلان اقتصادی و رشد بهره‌وری خواهد داشت (مهربانی و دادگر، 1392).

<sup>1</sup>.Comin & Mulani

## 2-2-17 معیارهای حاکمیت شرکتی

معیارهای حاکمیت شرکتی که در این پژوهش استفاده شده‌اند به شرح ذیل می‌باشند؛

## 2-2-17-1 درصد سهام شناور آزاد در حاکمیت شرکتی

درصد سهام شناور آزاد، درصدی از کل سرمایه شرکت است که جهت معامله در بازار سهام در دسترس باشد یا قسمتی از سهام یک شرکت که بدون هیچ‌گونه محدودیت قابل معامله باشد و عددی است که از نتیجه کسر تعداد سهام غیرقابل معامله از کل سهام شرکت به دست می‌آید. این تعریف اولین بار توسط سالامون اسمیت<sup>1</sup> در سال 1989 میلادی ارائه گردیده است. درصد سهام شناور آزاد میزانی از سهام منتشره شرکت است که در دست آن عده از سهامدارانی است که با دریافت پیشنهاد قیمت مناسب حاضر به فروش سهم خود خواهند بود. بنابراین سهام سهامدارانی که بنا به دلایل استراتژیک سهم یک شرکت را خریداری کرده‌اند، جز درصد سهام شناور آزاد محسوب نمی‌گردد. در تعاریف دیگر سهامی که متعلق به سهامداران استراتژیک نباشد سهام شناور آزاد محسوب می‌شود. گروه‌های اصلی سهامداران استراتژیک با کمی تفاوت در شاخص‌های مختلف شامل؛

- 1) دولت‌ها: سهام شرکت‌ها و آژانس‌های دولتی؛
- 2) شرکت‌ها: سهام شرکت‌هایی که توسط خودشان نگهداری می‌شود یعنی عمدتاً سهام خزانه هستند؛
- 3) سهام سایرین: شامل سهام اعضای هیات‌مدیره و مدیران و اعضای خانواده‌ها که در شرکت نقش مدیریتی دارند و یا افراد و مدیرانی که به آن وابسته‌اند؛
- 4) سهام کارمندی و کارگری؛
- 5) سهام در اختیار بنیادها؛
- 6) سهام در اختیار صندوق‌های بازنشستگی (گاهی در تعاریف درصد سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود)؛
- 7) سهام در اختیار بانک‌ها (گاهی در تعاریف درصد سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود)؛
- 8) سهام در اختیار شرکت‌های بیمه (گاهی در تعاریف درصد سهام شناور آزاد در نظر گرفته می‌شود) (جعفری سرشت، 1389).

<sup>1</sup>. Salomon Smith

## 2-17-1-1 ضرورت رعایت سهام شناور آزاد در حاکمیت شرکتی

هدف از لزوم رعایت حداقل میزان درصد سهام شناور آزاد کارایی کارکردهای بازار است. در واقع بورس کشورهایی که از میزان سهام شناور کمتری برخوردار هستند از عمق کمتری برخوردار و بسیار شکننده می‌باشند. برای توسعه عرض بازار باید از تمرکز شرکت و صنعت خاص پرهیز شود و عمق بازار نیز در شرایطی به دست می‌آید که با عرضه و معامله کردن سهام انبوه تعادل قیمتی بازار به هم نخورد که از دلایل کم‌عمق بودن بازار، کوچک بودن آن و تعداد اندک بازیگران و کم بودن درصد سهام شناور آزاد است. موسسه مورگان استانلی<sup>1</sup> که یک موسسه بین‌المللی در زمینه تعیین شاخص می‌باشد، درصد سهام شناور آزاد را بدین صورت تعریف نموده است؛ «نسبتی از سهام یک شرکت که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران استراتژیک نگهداری نشود». بنابراین در یک تقسیم‌بندی کلی سهامداران به دو دسته تقسیم می‌شوند؛

الف) سهامداران استراتژیک: سهامدارانی که معمولاً با اهداف مدیریتی و بلندمدت در سهام شرکت‌ها سرمایه‌گذاری نموده و سهام متعلق به آنها جز سهام شناور آزاد محاسبه نمی‌شود.

ب) سهامداران غیراستراتژیک: سهامدارانی که هدف اصلی آنها از خرید و فروش سهام کسب سود بوده و اهداف مدیریتی از خرید سهام یک شرکت نداشته باشند (جعفری سرشت، 1389).

دلایل مختلفی برای ضرورت بالا بودن میزان درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها می‌توان ارایه کرد. به منظور پرداختن به اهمیت بالا بودن درصد سهام شناور آزاد در شرکت‌ها شاید توجه به مضرات پایین بودن سهام شناور شیوه مناسبی باشد. برخی از ضرورت‌های بالا بودن درصد سهام شناور و آثار نامطلوب پایین بودن آن را به شرح زیر می‌توان عنوان نمود؛

1- هنگامی که شرکتی نسبت درصد سهام شناور آزاد بیشتری داشته باشد، امکان دستکاری قیمت سهام آن کمتر می‌شود، زیرا حجم منابعی که برای دستکاری آن لازم است، خیلی زیاد بوده و باید مبالغ زیادی به بازار تزریق شود تا قیمت این سهام دستکاری شود؛

2- برای شرکت‌های با درصد بالای سهام شناور به سختی می‌توان با هدف فروش سهام این شرکت از طریق شایعه‌سازی در بین مردم نسبت به افزایش قیمت این سهم توهم ایجاد نمود. همه کارشناسان با این امر موافق هستند که شرکت‌های بورسی باید حداقل سطح مشخصی سهام شناور داشته باشند تا احتمال دستکاری قیمت کاهش یابد. شرکتی که کوچک و میزان درصد سهام شناور آزاد آن کم باشد، به سادگی دچار دستکاری قیمت می‌شود و نمی‌توان ادعا کرد که نیروهای عرضه و تقاضا در مورد قیمت‌گذاری این سهم به درستی عمل می‌کنند (جعفری سرشت، 1389).

<sup>1</sup>. Morgan Stanley Capital International

براساس ادعاهای مطرح شده توسط کارشناسان می‌توان تاثیرات نامطلوب سهام شناور پایین را به صورت زیر ذکر نمود؛

1. قیمت سهام شرکت‌هایی که سهام شناور کمی دارند به شکلی غیرمنطقی افزایش می‌یابد. حتی در صورتی که این شرکت‌ها وضع مالی خوبی نداشته باشند، زیرا به علت پایین بودن میزان سهام شناور این گروه از سهام به راحتی و با سرمایه کم قابلیت نوسان و تغییر قیمت بالایی دارند (کرمی، 1391).
2. سهام شرکت‌هایی با سهام شناور پایین از قابلیت نقدشوندگی پایینی برخوردارند که موجب عدم استقبال بازار از سهام این شرکت‌ها می‌شود. کاهش قدرت نقدشوندگی سهام‌ها در بورس یکی از مهم‌ترین انگیزه‌های سرمایه‌گذاری در بورس را کم‌رنگ می‌کند. این امر بر میزان ریسک و بازده سهام شرکت‌های بورسی تاثیر مستقیم داشته و عملاً سفته‌بازی را افزایش می‌دهد و باعث می‌شود سفته‌بازان سراغ سهام با شناور و حجم مبنای کم بروند. این مسئله همچنین ممکن است موجب رشد حبابی قیمت‌ها شود (جعفری سرشت، 1389).
3. وجود سهام شناور پایین منجر به عدم صدور مجوز افزایش سرمایه شرکت خواهد شد، در نتیجه اجرای طرح‌های توسعه‌ای شرکت به دلیل کمبود منابع مالی با مشکل مواجه خواهد شد؛
4. در یک بازار سهامداران علاوه بر سود نقدی، انتظار کسب سود از محل افزایش قیمت‌ها را به شکل منطقی دارند، بنابراین آنها به دنبال سهامی هستند که بتوانند افزایش قیمت نیز داشته باشند. بنابراین تمایل به خرید سهام شرکت‌هایی پیدا می‌کنند که سهام شناور کمتری داشته باشند و سهامداران دامنه انتخاب خود را محدودتر خواهند کرد و این پدیده باعث هجوم سرمایه‌گذاران به سمت سهام چند شرکت خاص می‌شود که علاوه بر افزایش غیرمنطقی قیمت سهام این شرکت‌ها موجب ایجاد صف خرید شده و مشکلات دیگری در پی خواهد داشت؛
5. وجود سهام شناور پایین باعث بر هم زدن رابطه بین ارزش ذاتی سهام و قیمت آنها می‌شود و عملاً تحلیلگری مالی را زیر سوال می‌برد و سهام شرکت‌هایی با سهام شناور پایین تغییر قیمت قابل توجهی خواهند داشت. بنابراین سهامداران اقدام به خرید این سهام خواهند نمود. البته همان‌طور که از ویژگی سهام شناور پیداست، تا حدودی می‌توان گفت سهام شناور آن روی سکه تمرکز مالکیت است (کرمی، 1391).

## 2-17-2 نقش مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در حاکمیت شرکتی

یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر سلامت فرآیند حسابداری و گزارشگری مالی، ترکیب اعضای هیات مدیره است (رزمیان فیض‌آبادی و هشی، 1392). مسئولیت اصلی هیات‌مدیره ایجاد راهبری کارآمد بر امور شرکت در راستای منافع سهامداران و تعادل در منافع ذینفعان می‌باشد. در کلیه اقداماتی که هیات‌مدیره به

عمل می‌آورد از مدیران انتظار می‌رود تصمیمات تجاری خود را به گونه‌ای اتخاذ کنند که منطقاً معتقدند منافع شرکت را حداکثر می‌سازد (یعقوبی و اقبال، 1392). از دیدگاه تئوری نمایندگی حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) در هیات‌مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایان توجهی می‌کند. البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیرموظف (غیراجرایی) در میان اعضای هیات‌مدیره ایفا می‌کنند. وجود چنین ترکیبی، از عناصر اصلی یک هیات‌مدیره کارا و موثر محسوب می‌شود. زیرا در حالی که مدیران موظف اطلاعات ارزشمندی درباره فعالیت شرکت ارائه می‌کنند، مدیران غیرموظف (غیراجرایی) با دیدگاهی حرفه‌ای و بی‌طرفانه در مورد تصمیمات مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند (بایرد و هیکمن<sup>۱</sup>، 1992). حضور مدیران غیرموظف در هیات‌مدیره شرکت به بازار این علامت را می‌دهد که شرکت و مدیران اجرایی و موظف به طور موثر کنترل و نظارت می‌شوند (فاما و فرنچ<sup>۲</sup>، 1993). که این امر مسئله نمایندگی را حل می‌کند. پیففر و سالانسیک<sup>۳</sup> (1978) بیان می‌کنند که مدیران غیرموظف (غیراجرایی) هیات‌مدیره نقش محوری در ارتقای ظرفیت و توانایی شرکت به دلیل رویکرد برون‌سازمانی خود، ایفا می‌کنند و این باعث کاهش ابهام درباره شرکت و افزایش توان شرکت برای بالا بردن وجوهش می‌گردد (حاجیه‌ها و اخلاقی، 1392).

در نتیجه اثربخشی تفکیک تصمیم‌گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیات‌مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نمی‌باشند و بر عملکرد مالی شرکت تمرکز می‌کنند که جز اصلی و مرکزی نظارت می‌باشد و بیشتر از مدیران موظف، مدیر عامل را بخاطر عملکرد ضعیف منفصل می‌کنند. از آنجا که مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان تخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت می‌شود و بدین ترتیب، هیات‌مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم یک سازوکار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می‌آید (فاما و جنسن<sup>۴</sup>، 1983).

---

<sup>1</sup>. Byrd & Hickman

<sup>2</sup>. Fama & French

<sup>3</sup>. Pfeffer & Salancik

<sup>4</sup>. Fama & Jensen

## 2-17-3 کیفیت افشا در حاکمیت شرکتی

اصل افشا یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تاثیر دارد. اصل افشا ایجاب می‌کند، که کلیه واقعیت‌های با اهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. براساس این اصل، صورت‌های مالی اساسی باید حاوی تمامی اطلاعات با اهمیت، مربوط و به موقع باشد و این نوع اطلاعات به گونه‌ای قابل فهم و حتی‌الامکان کامل ارائه شود تا امکان اتخاذ تصمیمات آگاهانه برای استفاده‌کنندگان را فراهم سازد. از سوی دیگر، اطلاعاتی که ارائه می‌شود، نباید از لحاظ کمیت و کیفیت به گونه‌ای باشد که موجبات سر درگمی استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را فراهم سازد (عالی‌ور، 1381). افشا کامل ایجاب می‌کند که صورت‌های مالی به گونه‌ای طرح‌ریزی و تهیه شوند که تصویری دقیق‌تر از رویدادهای اقتصادی که برای یک دوره بر واحد اقتصادی اثر گذاشته‌اند، ارائه شود و نیز در برگیرنده اطلاعاتی باشند که برای یک سرمایه‌گذاری معمولی مفید واقع شوند و موجب گمراهی خواننده نگردند. به طور آشکارتر اصل افشای کامل بدین معنی است که هیچ اطلاعات مهمی که مورد علاقه و توجه یک سرمایه‌گذار عادی باشد، نباید حذف یا پنهان گردد (پارسائیان، 1381). در سطح معنایی، کلمه افشا به معنی انتشار اطلاعات است، اما حسابداران اغلب تمایل به استفاده محدود از این واژه به معنای انتشار اطلاعات صرفاً مالی واحد تجاری، در گزارش‌های سالانه دارند. تعیین مقدار اطلاعات قابل ارائه بستگی به اهداف گزارشگری مالی و اهمیت اقلام دارد. هدف از گزارشگری مالی ارائه اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران بالقوه و بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان است، به نحوی که اطلاعات در تصمیم‌گیری‌های منطقی سرمایه‌گذاری، اعتباردهی و تصمیم‌های مشابه مفید واقع شوند (هندریکسن و ون‌بردا، 1992).

چارچوب حاکمیت شرکتی باید افشای به هنگام و دقیق تمام مسائل مهم از جمله وضعیت مالی، عملکرد مالکیت و حاکمیت شرکتی را تضمین کند.

- افشا باید شامل اطلاعات مهم در مورد مسائل زیر باشد؛

- دستاوردهای مالی و عملیاتی شرکت،
- اهداف شرکت،
- مالکیت عمده سهم و حقوق رای‌دهی،
- سیاست تعیین حق‌الزحمه اعضای هیات‌مدیره و مدیران اجرایی اصلی، و اطلاعات مربوط به اعضای هیات‌مدیره، شامل شایستگی‌ها، فرآیند انتخاب، عضویت در هیات‌مدیره سایر شرکت‌ها و این که آیا این مدیران از نظر هیات‌مدیره مستقل هستند یا خیر،
- معاملات با اشخاص وابسته،

<sup>1</sup>. Hendriksen & Van- Breda

- عوامل قابل پیش‌بینی ریسک،
- مسائل مربوط به کارکنان و سایر ذینفعان،
- ساختارها و سیاست‌های حاکمیت، به ویژه مطابقت هر دستورالعمل یا سیاست حاکمیت شرکتی با فرآیند اجرای آن،
- افشای اطلاعات باید مطابق استانداردهای ممتاز حسابداری، مالی و غیرمالی انجام شود؛
- حسابرسی سالانه شرکت باید به دست حسابرسان مستقل و شایسته انجام شود تا به اعضای هیات‌مدیره و سهامداران اطمینان دهند که صورت‌های مالی، وضعیت و عملکرد مالی شرکت را از تمام جنبه‌های با اهمیت، به نحو مطلوب نشان می‌دهد؛
- حسابرسان مستقل باید در برابر سهامداران پاسخگو باشند و در اجرای عملیات حسابرسی شرکت، مراقبت‌های حرفه‌ای لازم را به عمل آورند؛
- راه‌های انتشار اطلاعات باید چنان باشد که استفاده‌کنندگان به گونه‌ای یکسان، به هنگام و با هزینه مناسب به اطلاعات دسترسی یابند؛
- چارچوب حاکمیت شرکتی باید به شیوه‌ای موثر چنان تکمیل شود که ارائه تحلیل‌ها و توصیه‌های تحلیلگران، کارگزاران، موسسات رتبه‌بندی و سایر مسائلی را که با تصمیمات سرمایه‌گذاران ارتباط دارد، تسهیل کند و در عین حال از تضاد جدی که ممکن است به انجام تحلیل‌ها و توصیه‌ها لطمه بزند دور باشد (دوانی، 1387).

## 2-2-17-4 نقش موسسات حسابرسی در حاکمیت شرکتی

طی قرن نوزدهم میلادی، به تدریج شرکت‌های کوچک با یکدیگر ادغام شدند و فاصله بین مدیریت و مالکیت رو به فزونی نهاد. اگرچه براساس قوانین موجود، کماکان مدیران و سهامداران از اجزای یک واحد تجاری یکپارچه بودند، ولی عدم‌توانایی و درک مالی سهامداران جهت بررسی گزارش‌های مالی، تبدیل به مشکل جدید آن دوران گردید. بدین ترتیب، قانون شرکت‌ها در اواخر قرن نوزدهم میلادی و اوایل قرن بیستم، تهیه صورت‌های مالی استاندارد را الزامی کرد و شرکت‌ها ملزم شدند تا صورت‌های مالی را توسط حسابرسانی مستقل از واحد تجاری و مدیران گواهی نمایند. در نتیجه، حسابرسی در سیاست‌های حاکمیت شرکتی کشورهای مختلف دنیا تبدیل به یکی از اجزای مهم آن گردید (حساس‌یگانه و معیری، 1387).

نظام مطلوب حاکمیت شرکتی موجب اطمینان‌خاطر می‌شود که شرکت‌ها از سرمایه خود به نحو موثر استفاده می‌کنند و همچنین منافع دامنه گسترده‌ای از ذینفع‌ها و جامعه‌ای که در آن فعالیت دارند، را در نظر می‌گیرند و به شرکت‌ها و سهامداران پاسخگویند. چنین نظامی به نوبه خود موجب اطمینان‌خاطر می‌شود



که شرکت‌ها در مجموع برای منافع جامعه کار می‌کنند و سبب جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه‌های بلندمدت می‌شوند (مکرمی، 1381).

اما نکته اساسی برای حسابرسان آن است که آنها به عنوان نمایندگان بازار، چگونه می‌توانند از وجود حاکمیت شرکتی در جهت اجرای اثربخش‌تر وظایف خود از قبیل اعتباردهی سود ببرند. حاکمیت شرکتی و مکانیزم‌های آن منجر به کاهش ریسک حسابرسی می‌گردد و حسابرسان قادر خواهند بود تا به ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی اعمال شده در واحدهای تجاری بپردازند. فرض اولیه مکانیزم حاکمیت شرکتی و فرآیند حسابرسی که یکی از اجزای بسیار مهم آن تلقی می‌گردد، این است که هدف واحد تجاری، حفظ منافع سهامداران می‌باشد. لذا باید نوعی ارتباط حرفه‌ای بین حسابرسان و مدیرانی که صورت‌های مالی تهیه شده توسط آنها مورد حسابرسی قرار می‌گیرد، برقرار گردد. حسابرسان باید در جهت همکاری با مدیران کار کنند، نه علیه آنها (شارما و همکاران<sup>1</sup>، 2008).

نهاد حسابرسی نقش تعیین‌کننده‌ای در مراقبت و کنترل اشتباهات سهوی اطلاعات حسابداری ایفا می‌کند. این نهاد به عنوان یک شخصیت مستقل برونی وظیفه قضاوت درباره اعتبار صورت‌های مالی تهیه شده طبق اصول حسابداری را بر عهده دارد. حسابرسان می‌بایستی مهارت‌های حرفه‌ای خود را به صورت بی‌طرفانه به کار برند و در عین حال، ویژگی استقلال و دیدگاه انتقادی خود را حفظ نمایند و سواد و تجربه مالی و یا حداقل بایستی دانش حسابداری و مدیریت مالی را داشته باشند. از طرف دیگر خوش‌نامی و شهرت حسابرس تاثیر زیادی بر اعتماد و اعتبار اطلاعات و داده‌های حسابداری دارد (صادقی‌پور، 1392).

با تبیین اهمیت حسابرس مستقل، بایستی برای ایفای مناسب نقش آن در بهبود حاکمیت شرکتی، حسابرسی با کیفیت از طریق حسابرسان مستقل انجام شود. دی‌آنجلو<sup>2</sup> (1981) کیفیت حسابرسی<sup>3</sup> را بدین صورت تعریف می‌کند؛ کیفیت حسابرسی عبارت است از «سنجش و ارزیابی بازار از توانایی حسابرسی در کشف تحریف‌های با اهمیت و گزارشگری تحریفات کشف شده». همچنین دی‌آنجلو تاکید کرده که حسابرسی که موارد نادرست را کشف و گزارش نماید، حسابرس مستقل به معنای واقعی کلمه است. بنابراین طبق تعریف دی‌آنجلو، کیفیت حسابرسی، افزایش توانایی حسابرسی در کشف تحریفات حسابداری و ارزیابی توانایی و استقلال حسابرس توسط بازار است. وقتی دی‌آنجلو این مفاهیم را به کار گرفت، فرض اساسی وی این بود که بازار، کیفیت حسابرسی را درک می‌کند (حساس‌یگانه و آذین‌فر، 1389). تعریف دی‌آنجلو بینشی در خصوص عوامل متعددی که توانایی حسابرسان برای کشف تحریف‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد، فراهم نمی‌کند. محدودیت دیگر تعریف دی‌آنجلو این است که این تعریف به صورت تلویحی تقلب (و نه

<sup>1</sup>. Sharma et al

<sup>2</sup>. De Angelo

<sup>3</sup>. Audit Quality

طیفی از کیفیت حسابرسی) را تعریف می‌کند، زیرا حسابرسی که دانسته در گزارش یک تحریف با اهمیت قصور می‌کند، مرتکب تقلب می‌شود (حساس‌یگانه و غلام‌زاده‌لداری، 1391). در حالی که مراجع تنظیم قوانین و مقررات حسابداری اذعان دارند کوچکی یا بزرگی موسسات حسابرسی تاثیری بر کیفیت کار حسابرسی ندارد، اما بسیاری معتقدند موسسات حسابرسی بزرگ حسابرسی خود را با کیفیت بیشتری نسبت به موسسات حسابرسی کوچک انجام می‌دهند. مهم‌ترین شاخص اندازه‌گیری کیفیت حسابرسی، اندازه حسابرسان است. حسابرسان با حسن شهرت بالاتر، حسابرسی اثربخش‌تری را ارائه نموده و همین امر به افزایش ویژگی‌های کیفی اطلاعات منجر می‌شود (خالقی‌مقدم و احمدخان بیگی، 1390). موسسه حسابرسی بیان‌کننده این است که صورت‌های مالی شرکت توسط مرجع دولتی (سازمان حسابرسی) و یا مرجع خصوصی (سایر شرکت‌های زیر نظر سازمان حسابرسی) مورد رسیدگی قرار گرفته است (برادران حسن زاده و همکاران، 1391). از این متغیر برای نشان دادن میزان شفافیت و افشا در صورت‌های مالی شرکت‌های مورد بررسی استفاده گردیده است. این شاخص نشان‌دهنده آن است که صورت‌های مالی اساسی شرکت توسط کدام گروه از حسابرسان مورد حسابرسی و بررسی قرار گرفته شده است (رجبی و خدابخشی، 1388).

## کالج پروژه

### 2-2-17-5 نسبت پرداخت سود سهام در حاکمیت شرکتی

یکی از مشکلات نمایندگی وجود تضاد منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان در تقسیم سود است. تقسیم سود یکی از مهم‌ترین مباحث مورد نظر سهامداران، اعتباردهندگان، تحلیلگران مالی و سایر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی می‌باشد. میان سهامداران و اعتباردهندگان تضاد منافع با اهمیتی درباره تقسیم سود وجود دارد. اگر شرکتی سود زیادی میان سهامداران تقسیم کند، در آن صورت منافع اعتباردهندگان ممکن است به خطر افتد. زیرا این احتمال وجود دارد که به واسطه پرداخت سود نقدی به سهامداران، ریسک عدم توانایی شرکت در بازپرداخت بدهی به اعتباردهنده افزایش یابد. معمولاً اعتباردهندگان در قراردادهای بدهی خود با واحد تجاری، محدودیت‌هایی برای تقسیم سود شرکت وام‌گیرنده به صورت مستقیم و غیرمستقیم در نظر می‌گیرند (بنی‌مهد و همکاران، 1393).

به عقیده گراسمن و هارت<sup>1</sup> (1980) و جنسن<sup>2</sup> (1986) سیاست تقسیم سود تضاد نمایندگی را با کاهش جریان نقدی آزاد در دسترس مدیران کاهش می‌دهد؛ زیرا مدیران حتماً به نفع سهامداران عمل نمی‌کنند. اگر مدیران مقدار سود تقسیمی را افزایش دهند؛ باعث می‌شود مقدار جریان نقد آزاد کاهش یافته و در نتیجه

<sup>1</sup>. Grossman & Hart

<sup>2</sup>. Jensen

مشکل جریان نقد آزاد نیز کاهش می‌یابد. همچنین، پرداخت سود سهام، به کنترل مشکل نمایندگی کمک می‌کند (کوالفسکی و تالاورا<sup>1</sup>، 2007). پرداخت سود به سهامداران، منابع تحت کنترل مدیران و بالتبع قدرت مدیر را کاهش می‌دهد؛ همچنین احتمال نظارت بازار سرمایه را بر شرکت افزایش می‌دهد؛ زیرا با پرداخت سود تقسیمی، احتمال انتشار سهام جدید شرکت نیز افزایش می‌یابد (جنسن، 1986). و این مسئله باعث بررسی شرکت توسط بانک‌های سرمایه‌گذار، بورس اوراق بهادار و عرضه‌کنندگان سرمایه می‌شود. نظارت دقیق شرکت به وسیله بازارهای سرمایه به کم کردن رفتار فرصت‌طلبانه مدیران و در نهایت هزینه نمایندگی کمک می‌کند؛ بنابراین، سود تقسیمی به کاهش نابرابری اطلاعاتی و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران کمک کرده و اگر سیستم حاکمیت شرکتی خوب عمل کند، مشکلات اطلاعاتی و نظارتی کمتری وجود خواهد داشت (سیلوا و همکاران<sup>2</sup>، 2004). بر مبنای مدل نمایندگی دو فرضیه در توجیه رفتار سود تقسیمی در ادبیات مالی ارایه شده است.

1) فرضیه نتیجه؛ فرضیه نتیجه مبتنی بر فرضیه جریان نقد آزاد است. بر مبنای فرضیه جریان نقد آزاد، مدیران فرصت‌طلب، از وجوه آزاد به منظور سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها و اموری که باعث افزایش پرستیژ و ابهت و شهرت آنها می‌شود، به نفع خود استفاده می‌کنند (میتون<sup>3</sup>، 2004). فرضیه نتیجه، بیان می‌کند تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است. در واقع شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آنها رعایت نمی‌شود، دچار مدیریت‌های فرصت‌طلب می‌شوند؛ زیرا مدیران دارای قدرت گسترده‌ای بوده و با نظارت بسیار کمی از طرف صاحبان سهام مواجه می‌شوند. در این صورت، مدیران سعی می‌کنند که پول نقد را به جای توزیع بین سهامداران درون شرکت نگهدارند؛ بنابراین، پرداخت سود کمتر، نتیجه حاکمیت ضعیف‌تر است. اما اگر سهامداران قدرت کافی داشته باشند، می‌توانند بر سود تقسیمی اثر بگذارند (بلاو و فولر<sup>4</sup>، 2008).

2) فرضیه جایگزینی؛ فرضیه دیگر در توجیه توزیع سود، فرضیه جایگزینی است. براساس این نظریه توزیع سود، جایگزین حقوق صاحبان سهام می‌شود؛ یعنی شرکت‌هایی با حاکمیت ضعیف‌تر، سود تقسیمی بیشتری می‌پردازند تا جانشینی برای مدیریت ضعیف آنها باشد. این مبحث به خصوص روی نیاز شرکت برای تامین مالی از طریق بازارهای سرمایه‌ای بیرونی تمرکز می‌کند. شرکت‌ها برای تامین مالی خارجی، باید دارای اعتبار قابل قبولی باشند و یک راه برای ایجاد چنین اعتباری پرداخت سود سهام است. رفتار خوب با سهامداران برای شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آنها ضعیف است، باعث اعتبار شرکت می‌شود. بنابراین پرداخت سود سهام، بزرگترین دستاورد اعتباری برای این گونه شرکت‌ها است. البته اگر شرکت‌ها

<sup>1</sup> Kowalewski & Talavera

<sup>2</sup> Silva et al

<sup>3</sup> Mitton

<sup>4</sup> Blau & Fuller

دارای ساختار حاکمیت قوی باشند، نیاز به مکانیزم اعتباری و همچنین پرداخت سود سهام توسط آنها کمتر می شود (تود، 2004).

بنابراین تقسیم سود از دو جنبه بسیار مهم قابل بحث می باشد. از یک طرف عاملی اثرگذار بر سرمایه گذاری های پیشروی شرکت ها است و تقسیم سود موجب کاهش منابع داخلی و افزایش نیاز به منابع خارجی می شود. از طرف دیگر، بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این رو مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت های سودآور سرمایه گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین، تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت ها اتخاذ می شود بسیار حساس و دارای اهمیت می باشد (مهرانی و تالانه، 1377).

## 2-2-18 نقش حرفه حسابداری در حاکمیت شرکتی

حرفه حسابداری به علت ایجاد اطمینان از شفافیت در حسابداری و گزارشگری مالی، نقش حساسی در حاکمیت شرکتی بازی می کند. صورت های مالی، یکی از مهم ترین ابزارهای انعکاس عملکرد اقتصادی واحدهای تجاری می باشد. وظیفه حسابداری اندازه گیری نتایج و تخصیص ارزش به دارایی ها و بدهی ها در نقطه زمانی خاص می باشد. سرمایه گذاران و دیگران به منظور تصمیم گیری، به اطلاعات حسابداری اتکا می کنند. سهامداران اشخاص مستقلی از بیرون سازمان را به عنوان حسابرس استخدام می کنند که وظیفه آنها ایجاد اطمینان درخصوص ارائه درست و منصفانه اطلاعات ارائه شده در صورت های مالی می باشد. سهامداران به قضاوت حسابرسان به علت وجود دانش تخصصی و استقلال اتکا می کنند. حرفه حسابرسی در صورتی که قادر به اثبات استقلال و کارایی خود نباشد، به مرور زمان اعتبار و اعتماد عمومی آن کاهش خواهد یافت. این امر زمانی رخ خواهد داد که؛

- نیازهای اجتماعی در حال تغییر نادیده گرفته شود؛
- امکان ایجاد رویه های حسابرسی پیشرفته وجود نداشته باشد؛
- وجود شک و تردیدهایی نسبت به استقلال حسابرس وجود داشته باشد؛

بنابراین تدوین استانداردهای حسابداری و حسابرسی مناسب به منظور بهبود حاکمیت شرکتی ضرورت دارد. با تدوین آنها انتظارات جامعه راجع به روش های مناسب ثبت، حسابداری و گزارشگری معاملات و پیاده سازی عملیات تجاری انعکاس می یابد. به منظور این که چنین استانداردهایی انتظارات جامعه را به درستی منعکس کند، فرآیندهای تدوین استاندارد باید به گونه ای انجام شود که بیان آزادانه و وسیع دیدگاه ها به وسیله ذینفعان و علاقه مندان را امکان پذیر نماید. بهبود در حسابداری و گزارشگری مالی، شرط لازم

برای بهبود در حاکمیت شرکتی است (نارایان کولی<sup>۱</sup>، ۲۰۰۲). پژوهش‌های پیرامون حاکمیت شرکتی، به نقش اطلاعات حسابداری به عنوان منبعی از متغیرهای اطلاعاتی موثق اشاره دارد که از وجود قراردادهای پاداش مدیران مطابق با عملکرد، نظارت بر مدیران توسط هیات‌مدیره، سرمایه‌گذاران خارجی و قانونگذاران و همچنین از اعمال حقوق سرمایه‌گذاران حمایت می‌کنند که به وسیله قوانین اوراق بهادار اعطا شده است. شرکت باید نسبت به فعالیت‌های خود در قبال اشخاص ذینفع پاسخگو باشد. استانداردهای حسابداری، افشای جامع پاسخگویی شرکت را تضمین می‌کند که به عنوان موضوع بنیادی و شرط لازم برای حاکمیت شرکتی مناسب است. در واقع در بازبینی استانداردهای حسابداری به منظور بهبود حسابداری و گزارشگری مالی، انعکاس انتظارات در حال تغییر جامعه درخصوص رفتارهای شرکت و ایجاد ابزاری به منظور نظارت سیاسی و اجتماعی و کنترل شرکت ضرورت دارد (شانکاریا و رائو<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴).

## 2-3 رویکردهای ارزیابی عملکرد

آنتوین<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) اندازه‌گیری عملکرد را به عنوان یک کمیت این گونه بیان می‌کند که بر روی تهیه اطلاعات در خصوص عملکرد شرکا تمرکز دارد. بنابراین اندازه‌گیری عملکرد هم می‌تواند ناشی از ماهیت مالی و هم ناشی از ماهیت غیرمالی مثل تعداد شکایات و زمان تحویل (منعکس‌کننده کیفیت رضایت مشتری) باشد. از زمانی که خرده‌گیری‌های اساسی نسبت به حسابداری مدیریت در اوایل دهه ۱۹۸۰ وارد شد، مدل‌های تجویزی برای ارزیابی عملکرد توسعه یافتند. تا اوایل دهه ۱۹۸۰ سامانه‌های نخست اندازه‌گیری عملکرد فقط بر روی نتایج مالی تمرکز داشتند، به طوری که در آمریکا تعداد کمی از دانشگاهیان و متخصصین نسبت به این تمرکز یک سویه معترض بودند تا این که کاهش قدرت رقابتی شرکت‌های آمریکایی در اوایل دهه ۱۹۸۰ آشکار شد (گوینده، ۱۳۸۶). به نظر لهما و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۴) ارزیابی عملکرد فعالیت است که مدیران به جهت رسیدن به اهداف و استراتژی‌های خود انجام می‌دهند. ارزیابی عملکرد، ابزاری برای اجرای استراتژی شرکت و نظارت بر حسن انجام کار است. به عبارت دیگر ارزیابی عملکرد فرآیندی است که در آن کارایی و اثربخشی مدیر در استفاده از منابع و امکانات تعیین می‌گردد، تعیین میزان استفاده بهینه مدیریت از منابع و امکانات با توجه به شاخص‌های معین را ارزیابی عملکرد می‌نامند (احدیان‌پور پروین، ۱۳۹۰). انتخاب یک معیار ارزیابی عملکرد مناسب و رسیدن به اهداف شرکت با استفاده از این معیار، سبب با اهمیت‌تر شدن نحوه انتخاب یک معیار مناسب جهت ارزیابی عملکرد می‌شود. توسعه و

<sup>۱</sup> Narayan Koli

<sup>۲</sup> Shankariah & RAO

<sup>۳</sup> Antoine

<sup>۴</sup> Lohman et al

بهبود معیارهای ارزیابی عملکرد به عنوان یک بخش مهم از زنجیره ارزش، یکی از وظایف اصلی حسابداری مدیریت است. معیارهای ارزیابی عملکرد معتبر و قابل اتکاء به شرکت اجازه می‌دهد که استراتژی و اهداف خود را به طور اثربخش به مرحله عمل برسانند. مدیران و پژوهشگران با استفاده از راههای مختلفی مثل استفاده از مدل ارزیابی عملکرد، تلاش می‌کنند تا مدیریت و کنترل بر زنجیره ارزش را بهبود بخشند (گوینده، 1386). برای ارزیابی عملکرد و اندازه‌گیری ارزش ایجاد شده سهامداران، رویکردهای مختلفی ارائه شده است که هر یک توانایی‌ها و کمبودهایی دارند. معیارهای ارزیابی عملکرد را می‌توان در چهار گروه کلی زیر دسته‌بندی کرد.

- 1) رویکرد حسابداری؛ روش‌هایی که در آنها از اطلاعات حسابداری مانند فروش، سود، سود تقسیمی، سود هر سهم جریان‌های نقدی، بازده دارایی‌های شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام و... برای ارزیابی عملکرد استفاده می‌شود؛
- 2) رویکرد تلفیقی؛ روش‌هایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می‌دهد، مانند نسخه‌های مختلف  $Q$  توبین، نسبت  $P/E$ ، نسبت ارزش بازار دارایی‌ها به ارزش دفتری آنها؛
- 3) رویکرد مدیریت مالی؛ نسبت‌هایی که با استفاده از داده‌های مدیریت مالی مورد استفاده قرار می‌گیرند مانند بازدهی هر سهم و بازده اضافی هر سهم؛
- 4) رویکرد اقتصادی؛ در این رویکرد که از مفاهیم اقتصادی استفاده می‌شود عملکرد واحد تجاری با تاکید بر قدرت سودآوری دارایی‌های شرکت و با توجه به نرخ بازده و نرخ هزینه سرمایه به کار گرفته شده، مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. معیارهای ارزیابی در این رویکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار می‌باشد (انصاری و کریمی، 1387).

## 2-4 ضریب $Q$ توبین

ضریب  $Q$  سرمایه‌گذاری توبین<sup>1</sup> به عنوان نسبت ارزش بازار شرکت به هزینه جایگزینی سرمایه، تئوری پذیرفته شده در سرمایه‌گذاریست. هدف توبین برقرار کردن ارتباط علت و معلولی بین شاخص (ضریب)  $Q$  و میزان سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت بود. این تئوری بیان می‌کند که اگر ضریب  $Q$  بزرگتر از یک باشد، شرکت‌ها انگیزه زیادی برای سرمایه‌گذاری دارند و این به دلیل مازاد بازده سرمایه‌گذاری بر نرخ هزینه سرمایه استفاده شده می‌باشد. بدیهی است که اگر از تمامی سرمایه‌گذاری بهره‌برداری شده باشد، ارزش نهایی  $Q$  به سمت عدد یک تمایل پیدا می‌کند. مسئله دیگر، استقبال اندک این تئوری از سوی

<sup>1</sup>. Tobin

محققان مالی است. چنج و پروت<sup>۱</sup> (1994) می‌گویند که اگر تخمین ساده‌تری از ضریب  $Q$  که داده‌های آن به سهولت در دسترس باشد، وجود داشته باشد، در آن صورت شاخص  $Q$  به ابزار مفیدی جهت تجزیه و تحلیل تبدیل می‌شود (صالحی، 1380).

از دیدگاه تئوری، شاخص  $Q$  به جای این که محاسبه نسبت بازده‌های حسابداری مانند ( $ROA$  یا  $ROE$ ،...) باشد، بیشتر یک معیار اندازه‌گیری با استفاده از اطلاعات ارزش بازار می‌باشد. ویژگی این شاخص این است که از طریق ترکیب کردن یک نوع اندازه‌گیری از بازار سرمایه نرخ تنزیل تعدیل شده بر حسب ریسک را بهبود می‌بخشد، بازده‌های متعادل را اعتبار می‌بخشد و در نهایت این که انحراف در قوانین مالیاتی و اصول پذیرفته شده حسابداری را به حداقل می‌رساند (کنعانی‌امیری، 1384).

نسخه اول شاخص  $Q$  در سال 1969 توسط توبین ارائه گردید و تحول عظیمی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها به وجود آورد. بعد از آن، نسخه‌های متداول بسیار زیادی از این شاخص به وجود آمد و پژوهش‌های گسترده‌ای در این زمینه صورت پذیرفت. برای مثال از مهم‌ترین آنها می‌توان به پژوهش انجام یافته توسط راس و لیندنبگ<sup>۲</sup> در سال 1981 بر روی 246 شرکت آمریکایی که دارای ساختار کاملی از سرمایه (بدهی‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت و حقوق صاحبان سهام) بودند اشاره نمود که ضریب  $Q$  این شرکت‌ها را محاسبه کردند. مورک<sup>۳</sup>، شیفر و ویشنی در سال 1988 از ضریب  $Q$  توبین به عنوان شاخصی برای ارزیابی و آزمون این که این شاخص تا چه میزان می‌تواند به وسیله طبقات مختلف سهامداران تاثیر پذیرد استفاده کردند. لانگ، استولز و واکینگ<sup>۴</sup> در سال‌های 1989 و 1991 از ضریب  $Q$  توبین به عنوان شاخصی برای آزمون ارتباط بین عملکرد مدیریتی و منافع حاصل از مشارکت در مناقصه و فرضیه جریان نقد آزاد استفاده کردند. در سال 1990 سیرواس و مک‌کانل<sup>۵</sup> ضریب  $Q$  توبین برای بررسی بیشتر ارتباط بین مالکیت صاحبان سهام و ارزش شرکت‌ها استفاده کردند. یمارک<sup>۶</sup> در سال 1996 از ضریب  $Q$  برای بررسی ارتباط بین ترکیب سهامداران و عملکرد شرکت استفاده کرد (کنعانی‌امیری، 1384).

برگر و آفک<sup>۷</sup> در سال 1995، لانگ، استولز در سال 1994 و لیود و جاهرا<sup>۸</sup> در سال 1994 از ضریب  $Q$  برای تحلیل ارتباط بین تغییرات ساختار سرمایه شرکت و عملکرد آن استفاده کردند. تیتمن و اپلر<sup>۹</sup> در سال

1. Chung & Pruitt

2. Ross & Lindenberg

3. Morck

4. Lang, Stulz & Walking

5. Servaes & McConnell

6. Yermack

7. Berger & Ofek

8. Lioyd & Jahera

9. Titman & Opler



1993 از ضریب  $Q$  به عنوان شاخصی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری برای آزمون میزان سهام خریداری شده استفاده کردند. دنیس و سارین<sup>۱</sup> در سال 1994 و لانگ و لیتزنبرگر<sup>۲</sup> در سال 1989 از ضریب  $Q$  به عنوان بخشی از تحلیل‌هایشان برای بررسی تاثیر تغییرات در میزان تقسیم سود و قیمت سهام استفاده کردند. لولن و بادریناد<sup>۳</sup> در سال 1997 نیز نسخه‌ای جدید و تا حدودی تغییر یافته ابداع کردند (کنعانی‌امیری، 1384).

## 2-4-1 ضریب $Q$ و خطای اندازه‌گیری آن

در تئوری  $Q$  سرمایه‌گذاری توین چند عنصر وجود دارد که باید مورد توجه قرار گیرند؛  $q$  نهایی،  $q$  میانگین و ضریب  $Q$ .  $q$  نهایی برابر نسبت ارزش بازار واحد نهایی (سرمایه) به هزینه جایگزینی آن (واحد از سرمایه) می‌باشد. یعنی با افزودن یک واحد به عوامل تولید (سرمایه) به چه میزان به ارزش شرکت افزوده می‌شود، در حالی که  $q$  میانگین برابر نسبت کل ارزش شرکت به هزینه جایگزینی کل سرمایه می‌باشد. در اینجا می‌بایست به این نکته توجه کرد که مراد ما از ارزش بازار، ارزش شرکت از نقطه‌نظر مدیر است یعنی ارزشی که مدیر برای شرکت در نظر می‌گیرد که اگر بازار مالی کارا باشد، ارزش بازار شرکت در بازار و ارزش بازار شرکت از دیدگاه مدیر با هم برابر می‌شوند. ضریب  $Q$  توین برابر ارزش بازار  $q$  میانگین است. از سوی دیگر بررسی‌ها نشان داده است که  $q$  نهایی، از میان عناصر مختلف تئوری  $Q$  توین ارتباط بیشتری با سرمایه‌گذاری دارد و لذا بیشتر به دنبال محاسبه  $q$  نهایی هستند. در محاسبه  $q$  نهایی احتمال خطا بسیار زیاد است و به دلیل ماهیت پیچیده‌ای که برای آن متصورند محاسبه آن نیز بسیار مشکل است. لذا از شاخصی به عنوان نماینده  $q$  نهایی استفاده می‌شود که این شاخص همان ضریب  $Q$  می‌باشد. به بیان دیگر ضریب  $Q$  تخمینی از  $q$  نهایی است و هر جا که واگرایی بین  $q$  و ضریب  $Q$  ایجاد شود ممکن است موجب ایجاد خطا در محاسبات و در نتیجه موجب تصمیم‌گیری نادرست شود. برای اینکه ضریب  $Q$  نماینده خوبی برای  $q$  نهایی باشد باید خطاهای ذیل را در نظر گرفت؛

ممکن است  $q$  نهایی با  $q$  میانگین برابر نشود؛ شرایط مختلفی باعث ایجاد این حالت می‌شود مانند این که بازار محصولات رقابتی نباشد و یا هزینه تعدیل، بازده به مقیاس ثابتی نداشته باشد. مثال دیگر، نزولی بودن منحنی تقاضای محصولات شرکت است (کنعانی‌امیری، 1384).

<sup>1</sup>. Denis & Sarin

<sup>2</sup>. Long & Litzenberger

<sup>3</sup>. Lewellen & Badrinath



دومین خطای احتمالی، واگرایی  $q$  میانگین از ضریب  $Q$  است که این نتیجه عدم کارایی بازار است. بلانچارد<sup>1</sup> در سال 1993 به این نکته اشاره می‌کند که اگر بازار کارا نباشد، ارزش‌گذاری شرکت توسط مدیر با ارزش‌گذاری بازار آن متفاوت می‌شود و در نتیجه  $q$  میانگین برابر ضریب  $Q$  نخواهد شد. از سوی دیگر خطای محاسباتی ضریب  $Q$  به واسطه اجزا و عوامل تشکیل‌دهنده آن محتمل است؛ به بیان دیگر اگر  $q$  نهایی و  $q$  میانگین با هم برابر بوده و بازار نیز کارا باشد، این احتمال وجود دارد که ضریب  $Q$  با درصدی از خطا محاسبه شود (به دلیل عوامل تشکیل‌دهنده آن). عناصری که در ضریب  $Q$  قرار می‌گیرند از صورت‌های مالی استخراج می‌شوند به همین دلیل ممکن است ارزش آنها با ارزش بازار و اقصاایشان متفاوت باشد و این مسئله منجر به ایجاد خطا در محاسبه ضریب  $Q$  می‌شود (جنیدیکتا، 1391). به دلیل وجود خطای اندازه‌گیری در ضریب  $Q$  و همچنین مشکل محاسبه بعضی از عوامل آن، پژوهش‌های فراوانی حول این موضوع شکل گرفت و محققان مختلفی برای محاسبه ضریب  $Q$  نسخه‌های متفاوتی ابداع کردند که در ذیل به طور مختصر توضیح داده می‌شود.

## 2-4-2 انواع نسخه‌های متداول موجود از ضریب $Q$

(1)  $Q$  ساده؛ سادگی محاسبه و در دسترس بودن اطلاعات مزیت آن محسوب می‌شود. در حالی که به علت استفاده از ارزش‌های تاریخی مورد انتقاد قرار گرفته است (حیدری‌پور و مستوفی، 1388). بدین دلیل که در مخرج کسر این شاخص، از ارزش دفتری دارایی‌ها استفاده می‌شود که این ارزش‌ها (ارزش‌های تاریخی) با ارزش جاری سرمایه‌گذاری تفاوت‌های فاحشی دارند. همچنین در مخرج کسر، ارزش دارایی‌های نامشهود در نظر گرفته نمی‌شود. بنابراین، شرکت‌هایی که در زمینه دارایی‌های نامشهود سرمایه‌گذاری عمده انجام می‌دهند، دارای  $Q$  بالاتر از حد تصور خواهند بود (نمازی و زراعت‌گری، 1388).

رابطه (1-2)

$$Q_s = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTILLOY + BVCLILLOY}{BVTAILOY}$$

که در رابطه (1-2)؛

VOCSILOY: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال.

EMVOPSILOY: برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال.

<sup>1</sup>. Blanchard

BVLTLOIY: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال.

BVCLIOY: ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال.

BVTAIOY: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال.

**2) Q استاندارد؛** تفاوت آن با نسبت قبل در مخرج کسر است و حد وسطی بین سایر نسخه‌ها است. در عین حال پیچیدگی محاسبه ارزش جایگزینی دارایی‌ها، انتقاد وارده این نسبت می‌باشد (حیدرپور و مستوفی، 1388).

رابطه (2-2)

$$Q_s = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTLOIY + BVCLIOY}{SVTA}$$

که در رابطه (2-2)؛

SVTA: ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت است.

**3) Q راس و لیندبرگ؛** تفاوت آن با نسبت قبل، در صورت کسر است. در این فرمول، افزون بر وجود مشکلات ناشی از محاسبه ارزش جایگزینی دارایی‌ها، محاسبه ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت شرکت نیز اضافه شده است. از طرفی دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه ارزش جایگزینی دارایی‌ها و ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت شرکت می‌تواند دشوار و در برخی موارد غیرممکن باشد (نمازی و زراعت‌گری، 1388).

رابطه (3-2)

$$Q_{L.R} = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + MVLTL + BVCLIOY}{SVTA}$$

که در رابطه (3-2)؛

MVLTL: ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت شرکت است.

**4) Q لیندبرگ و راس تعدیل شده؛** برای محاسبه Q لیندبرگ و راس تعدیل شده، مشکلات موجود در محاسبه Q راس و لیندبرگ وجود ندارد، زیرا ساختار Q لیندبرگ و راس تعدیل شده به شکلی است که اطلاعات مورد نیاز را به طور مستقیم از بانک اطلاعاتی COMPUSTAT دریافت می‌کند. افزون بر این، Q لیندبرگ و راس تعدیل شده برآوردهایی را برای شرکت ارائه می‌دهد که نیازی به برآورد بهای جایگزینی ندارد. بنابراین، معمولاً زمانی که بهای جایگزینی در دسترس نیست، از این Q استفاده می‌شود (نمازی و

زراعت‌گری، 1388). در ایران از این نسبت به دلیل عدم وجود چنین اطلاعاتی، مقدور نیست (حیدرپور و مستوفی، 1388).  
رابطه (2-4)

$$Q_{P.W} = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + MVLTL_{I.R} + BVCLILOY}{SVTA_{L.P}}$$

که در رابطه (2-4)؛

$MVLTL_{I.R}$ : ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت شرکت با استفاده از برآورد لیندنبرگ و راس تعدیل شده است؛

$SVTA_{L.P}$ : ارزش برآوردی جایگزینی دارایی‌های شرکت با استفاده از تکنیک لیندنبرگ و راس تعدیل شده است (نمازی و زراعت‌گری، 1388).

5)  $Q$  لی‌وای‌لن و بادرنیت: در این روش لی‌وای‌لن و بادرنیت (1997) برای محاسبه ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت از رویه برینارد، شاون و وینز (1980) استفاده کردند. ارزش بازار سهام ممتاز را از طریق تقسیم میزان سود تقسیم شده سالانه سهام ممتاز به بازده بازار آن به دست آوردند و بهای جایگزینی موجودی‌های کالا را با توجه به روش اولین صادره از اولین وارده محاسبه کردند. همچنین لی‌وای‌لن و بادرنیت برای برآورد ارزش جایگزینی خالص دارایی‌های ثابت، میزان سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت را بر مبنای یک سال (اختلاف ارزش دفتری پایان سال با ابتدای سال) تخمین زدند (نمازی و زراعت‌گری، 1388). این نسبت تا حدودی مشکل پیچیدگی محاسبه ارزش جایگزینی دارایی‌ها و ارزش بازار بدهی‌های بلندمدت را برطرف می‌کند اما فرآیند محاسبه را طولانی کرده است (حیدرپور و مستوفی، 1388).

رابطه (2-5)

$$Q_{LR} = \frac{[MV(CS) + MV(PS) + MV(LTL) + BC(CD)]}{BV(TA) - BV(FA) - BV(INV) + SV(FA) + SV(INV) - [BV(TL) - BV(LTD) - BV(STD)]}$$

که در رابطه (2-5)؛

$MV(CS)$ ,  $(PS)$ ,  $(LTL)$ : ارزش بازار سهام عادی، سهام ممتاز و بدهی‌های بلندمدت شرکت است.  
 $BV(CL)$ ,  $(TA)$ ,  $(FA)$ ,  $(INV)$ ,  $(TL)$ : ارزش دفتری بدهی‌های کوتاه‌مدت، کل دارایی‌ها، دارایی‌های ثابت، موجودی‌های کالا و کل بدهی‌های شرکت است.  
 $SV(FA)$ : ارزش جایگزینی دارایی‌های ثابت است.

6) Q چانگ و پرویت: در این روش نسبت Q به صورت زیر محاسبه می شود:

رابطه (2-6)

$$Q_{CP} = \frac{[MV(CS) + BV(PS) + BV(LTD) + BV(CL) + BV(INV) - BV(CA)]}{BV(TA)}$$

که در رابطه (2-6)؛

CL بدهی های جاری و CA دارایی های جاری است. این روش نسبت به روش های قبلی دارای مزیت های زیر است:

1. نیازی به محاسبه ارزش بازار بدهی ها ندارد؛
  2. ارزش بازار سهام ممتاز برای محاسبه Q لازم نیست؛
  3. در مخرج کسر، از ارزش دفتری کل دارایی ها استفاده شده است. بنابراین، نیازی به برآورد ارزش جایگزینی دارایی های شرکت نیست (نمازی و زراعت گری، 1388؛ حیدرپور و مستوفی، 1388).
- با توجه به روش های مختلف محاسبه Q می توان گفت که برای به دست آوردن Q، محاسبه جداگانه ارزش بازار شرکت و ارزش جایگزینی دارایی های شرکت ضروری است (نمازی و زراعت گری، 1388).

## 2-4-3 مزایا و معایب Q توبین

مزایا؛

1. سادگی درک آن برای استفاده کنندگان و تحلیلگران مالی؛
2. سهولت در محاسبات مربوطه به خصوص زمانی که مدل Q توبین ساده باشد؛
3. در ایران به خاطر عدم وجود اوراق قرضه و سهام ممتاز منتشره توسط شرکت ها، محاسبه ساده تر می باشد؛
4. معیاری است که بیشتر مبتنی بر اطلاعات بازار است، بنابراین نقاط ضعف معیارهای مبتنی بر سود حسابداری را ندارد؛

معایب؛

1. مشکلات محاسبه ارزش جایگزینی دارایی های شرکت؛
2. تعیین ارزش بازار سهام شرکت هایی که عضو سازمان بورس اوراق بهادار نیستند و یا سهام شرکت هایی که عضو سازمان هستند ولی خرید و فروش نمی شوند در عمل مشکل است؛

3. در مخرج کسر دارایی‌های نامشهود در نظر گرفته نمی‌شود، بنابراین عملکرد شرکتی که سرمایه گذاری زیادی در دارایی‌های نامشهود کرده است، اغراق‌آمیز می‌باشد (صمدی لرگانی و همکاران، 1391).

## 2-5 حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت

رابطه نمایندگی قراردادی است که براساس آن صاحب‌کار یا مالک، نماینده یا عامل را از جانب خود منصوب می‌نماید و اختیار تصمیم‌گیری را به او تفویض می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، 1976). اگرچه این فرض وجود دارد که هر دو طرف در رابطه بالا به دنبال حداکثر کردن منافع خود هستند، ولی ممکن است نماینده همیشه در جهت حداکثر کردن منافع مالک (سهامدار) عمل نکند. مالک می‌تواند کاهش و اختلاف منافع خود را از طریق پرداخت حقوق و مزایای مناسب برای نماینده و قبول هزینه‌های نظارت برای محدود کردن اقدامات و فعالیت‌های ناپسندیده وی، تعدیل کند (توسی و گومز مجیا<sup>1</sup>، 1994).

وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان گردیده تا جایی که آنها برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود از سوی مدیران، اقدام به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران می‌کنند. به مرور زمان مشخص شده است که برخی از تصمیمات مدیران ممکن است موجب اتلاف منابع شرکت و از بین رفتن ثروت مالکان گردد. از سوی دیگر، مدیران همواره به دنبال این بوده‌اند تا ضمن حداکثر کردن منافع خود، به مالکان این اطمینان را بدهند که تصمیمات اتخاذ شده از سوی آنها در جهت منافع مالکان است (کاوسی، 1382). به بیان دیگر، یکی از مهم‌ترین ابعاد حاکمیت شرکتی نقش صاحب‌نفع‌ها، از جمله سهامداران شرکت می‌باشد. اعمال کنترل و نظارت از سوی سهامداران به ویژه، سهامدارانی که به طور مستقیم عضویت هیات‌مدیره را دارند، به طور بالقوه به عنوان یک ابزار نظارتی جهت بهبود عملکرد مورد توجه قرار می‌گیرد. انتظار می‌رود هر چه قدرت سهامداران برای نظارت بر فرآیند شرکت و گزارشگری مالی بیشتر باشد، عملکرد شرکت نیز بهبود یابد. مالکیت صاحب‌نفع‌ها در قالب میزان توانایی آنها بر اعمال کنترل منابع اقتصادی شرکت، تغییر مدیران ناکارآمد و نظارت بر مدیران شرکت منعکس می‌شود. براساس دیدگاه تئوری صاحب‌نفع‌ها، قدرت مدیران تابعی از میزان مالکیت آنها در شرکت می‌باشد. پژوهش‌های اخیر نشان داده است، مالکان بزرگ و قدرتمند در یک شرکت نیرویی برای حداکثرسازی ثروت دارایی‌های سهامداران می‌باشند. مشارکت دادن صاحب‌نفع‌های شرکت در ساختار مالکیت باعث می‌گردد که آنها اهمیت بیشتری برای روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل شوند و در نتیجه عملکرد شرکت بهبود خواهد یافت (قائمی و شهریاری، 1388).

بنابراین یک ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب، می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد زیرا ساختار

<sup>1</sup>. Tosi & Gomez- Mejia

حاکمیتی مناسب، اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد. سرمایه‌گذاران، شرکت‌های برخوردار از ساختار حاکمیتی مناسب را کم‌ریسک تلقی کرده و بنابراین بازده مورد انتظار کمتری از آن طلب می‌کنند. از طرف دیگر، شرکت‌های برخوردار از ساختار حاکمیتی مناسب، عملیات کارآمدتری داشته که همین امر جریان نقدی مورد انتظار بیشتری را در آینده در این شرکت‌ها نوید می‌دهد (احمدوند، 1388).

## 2-6 پیشینه پژوهش

در این قسمت برخی پیشینه‌های خارجی و داخلی مربوط به موضوع پژوهش ارائه می‌شود.

### 2-6-1 پیشینه خارجی

اندرو و همکاران<sup>1</sup> (2014) در پژوهشی تحت عنوان حاکمیت شرکتی، تصمیمات مدیریت مالی و عملکرد شرکت به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی بر تصمیمات مدیریت مالی مانند مدیریت درآمد و عملکرد شرکت در شرکت‌های دریایی پرداختند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده تاثیر اندازه هیات‌مدیره بر تصمیمات مدیریت مالی و عملکرد شرکت بود.

گوپتا و شارما<sup>2</sup> (2014) در پژوهشی با عنوان تاثیر شیوه‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرکت های هندی و کره جنوبی به بررسی شیوه‌های حاکمیت شرکتی مختلف که توسط شرکت‌ها در هند و کره جنوبی دنبال می‌شود پرداختند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده تاثیر محدود ساختار هیات‌مدیره، کیفیت افشا بر عملکرد شرکت بود.

کیم و همکاران<sup>3</sup> (2013) در پژوهشی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها را بررسی نمودند. نمونه آنها شامل 398 شرکت در سه سال متوالی از سال 2005 تا 2007 بوده است. عملکرد شرکت را با استفاده از شاخص Q توبین اندازه‌گیری نمودند. حقوق سهامداران، اندازه هیات‌مدیره، کیفیت افشا، موسسات حسابرسی و توزیع سود سهام از معیارهای کفایت حاکمیت شرکتی در این پژوهش بوده است. که از این میان اندازه هیات‌مدیره، کیفیت افشا و توزیع سود سهام با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد و بین حقوق سهامداران و موسسات حسابرسی با عملکرد شرکت رابطه‌ای وجود ندارد. در مدل کلی پژوهش بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

<sup>1</sup>. Andreou et al

<sup>2</sup>. Gupta & Sharma

<sup>3</sup>. Kim et al

طریق و عباس<sup>۱</sup> (2013) در پژوهشی تحت عنوان انطباق و عملکرد چند جانبه حاکمیت شرکتی به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر بازدهی و عملکرد شرکت پرداختند. در این پژوهش 119 شرکت در یک دوره 8 ساله از سال 2003 تا 2010 با استفاده از روش داده‌های پانل مورد مطالعه قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده وجود تاثیر مثبت و قابل توجه اندازه شرکت و نسبت پرداخت سود سهام بر عملکرد شرکت بود. مورکفو و اوما<sup>۲</sup> (2012) در پژوهشی با عنوان ارتباط بین پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت به بررسی رابطه بین پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت‌های حاضر در بورس نایروبی پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که پرداخت سود سهام عامل مهم تاثیرگذار بر عملکرد شرکت است که رابطه‌ای مثبت و قابل توجه دارد.

المطاری و همکاران<sup>۳</sup> (2012) در پژوهشی با عنوان هیات‌مدیره، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت‌ها به بررسی مکانیزم حاکمیت شرکتی داخلی مرتبط با هیات‌مدیره، ویژگی‌های کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت‌های حاضر در بورس عربستان در سال 2010 پرداختند. در این پژوهش مشاهده شد نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و استقلال کمیته حسابرسی تاثیری مثبت ولی غیرقابل توجه بر عملکرد شرکت دارند.

وانگ و همکاران<sup>۴</sup> (2009) در پژوهشی به بررسی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. آنها از دو رویکرد حاکمیت شرکتی در پژوهش خود استفاده نمودند. ابتدا به بررسی تاثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و سپس تاثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که شرکت‌هایی با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند.

پونو<sup>۵</sup> (2008) در پژوهشی با عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های مورد مطالعه مالزی به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پرداخت. نتایج این پژوهش نشان‌دهنده عدم وجود رابطه قابل توجه بین ساختار هیات‌مدیره و عملکرد شرکت بود.

کاجولا<sup>۶</sup> (2008) در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت به بررسی ارتباط بین چهار مکانیزم حاکمیت شرکتی (اندازه هیات‌مدیره، ترکیب هیات‌مدیره، موقعیت مدیریت اجرایی و کمیته حسابرسی) و دو معیار عملکرد شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود) پرداخت. وی با انتخاب

<sup>1</sup>. Tariq & Abbas

<sup>2</sup>. Murekefu & Ouma

<sup>3</sup>. Al-Matari et al

<sup>4</sup>. Wang et al

<sup>5</sup>. Ponnu

<sup>6</sup>. Kajola

بیست شرکت از شرکت‌های نیجریه بین سال‌های 2000 تا 2006 به این نتیجه رسید که بین موقعیت مدیریت اجرایی و اندازه هیات‌مدیره بر بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط قابل توجهی وجود دارد و در این پژوهش بین ترکیب هیات‌مدیره و کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت ارتباط قابل توجهی مشاهده نشده است.

چیدامباران و همکاران<sup>۱</sup> (2007) در پژوهشی تحت عنوان آیا حاکمیت شرکتی بهتر موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود؟ به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که تغییر مثبت در عناصر حاکمیت شرکتی باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

حنیفا و حدیب<sup>۲</sup> (2006) در پژوهشی با عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های مورد مطالعه مالزی به بررسی ارتباط بین ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بین 347 شرکت در بورس کوالالامپور بین سال‌های 1996 تا 2000 پرداختند. نتایج نشان‌دهنده وجود رابطه قابل توجه بین اندازه هیات‌مدیره و عملکرد شرکت بود.

چیانگ<sup>۳</sup> (2005) در پژوهشی با عنوان مطالعه تجربی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت به بررسی ارتباط بین شفافیت اطلاعاتی و حاکمیت شرکتی در صنعت High-tech تایوان پرداخت. نتیجه پژوهش نشان دهنده تاثیر قابل توجه اندازه هیات‌مدیره، شفافیت مالی، کیفیت افشا و ساختار هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت بود.

ساندا و همکاران<sup>۴</sup> (2005) در پژوهشی با عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها در نیجریه با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی به بررسی 93 شرکت حاضر در بورس نیجریه بین سال‌های 1996 تا 1999 پرداختند. نتایج نشان‌دهنده عدم وجود رابطه بین نسبت بالاتر اعضای غیرموظف هیات مدیره و عملکرد شرکت بود.

کلز و همکاران<sup>۵</sup> (2002) رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را بر عملکرد مورد بررسی قرار دادند. آنان با انتخاب 144 شرکت از شرکت‌های آمریکایی به این نتیجه رسیدند؛ شرکت‌هایی که تعداد بیشتری از اعضای غیرموظف در هیات‌مدیره به خدمت می‌گیرند نسبت به شرکت‌هایی که تعداد اعضای موظف آنها در هیات‌مدیره بیشتر است عملکرد بهتری دارند.

<sup>1</sup>. Chidambaran et al

<sup>2</sup>. Haniffa & Hudaib

<sup>3</sup>. Chiang

<sup>4</sup>. Sanda et al

<sup>5</sup>. Kolz et al



کلمن و بایکپی<sup>۱</sup> (2001) رابطه بین ترکیب هیات‌مدیره و دوگانگی هیات‌مدیره را با عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار غنا طی سال‌های 1990 تا 2001 مورد بررسی قرار دادند. نتیجه حاصل از تجزیه و تحلیل این مدل، وجود رابطه منفی ترکیب هیات‌مدیره با عملکرد شرکت و رابطه مثبت تفکیک نقش‌های رئیس هیات‌مدیره و مدیرعامل با عملکرد شرکت‌ها در غنا بود.

دی‌هائن و همکاران<sup>۲</sup> (2001) با انتخاب نمونه‌ای متشکل از 122 شرکت و استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی، به بررسی رابطه بین ترکیب هیات‌مدیره و عملکرد شرکت در شرکت‌های بلژیکی پرداختند. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که بین ترکیب اعضای هیات‌مدیره و عملکرد رابطه معناداری وجود ندارد.

## 2-6-2 پیشنهاد داخلی

صادقی‌پور (1392) در پژوهشی رابطه بین حاکمیت شرکتی، عدم‌تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت را بررسی و ارزش شرکت را با استفاده از شاخص  $Q$  توین اندازه‌گیری نمود. با استفاده از روش حذفی سیستماتیک، 83 شرکت به عنوان نمونه آماری در دوره زمانی سال‌های 1385 تا 1390 انتخاب شدند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که رابطه منفی و غیرمعنی‌داری بین سه متغیر مرجع حسابرسی، اندازه هیات‌مدیره و میزان درصد سهام شناور آزاد با ارزش شرکت وجود دارد.

نیک‌پور (1392) در پژوهشی به بررسی تاثیر قدرت مدیر اجرایی و کیفیت افشا بر تغییرپذیری عملکرد شرکت پرداخت و برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از بازده دارایی و  $Q$  توین استفاده نمود. وی با انتخاب 73 شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1384 الی 1390 به این نتیجه رسید که قدرت مدیر اجرایی با تغییرپذیری عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری و کیفیت افشا با تغییرپذیری عملکرد شرکت رابطه معکوس و معناداری دارد. بدین معنی که افزایش در کیفیت افشا عمل تصمیم‌گیری توسط مدیریت و نظارت مستقیم توسط سرمایه‌گذار را هموار می‌سازد. همچنین افزایش در کیفیت افشا عمل تصمیم‌گیری توسط مدیرعامل و تغییرپذیری عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد.

برادران حسن‌زاده و همکاران (1391) پژوهشی را با عنوان بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که مالکیت دولتی، مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان درصد سهام شناور آزاد با

<sup>1</sup>. Colman & Baikapi

<sup>2</sup>. Dehaene et al

ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارد و مالکیت دولتی، مالکیت سهامداران نهادی و میزان درصد سهام شناور آزاد با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

خدادادی و تاکر (1391) در پژوهشی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها را طی سال‌های 1384 تا 1387 بر روی 80 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. اثر درصد مدیران غیرموظف در هیات‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تمرکز مالکیت، سرمایه گذاران نهادی، مالکیت دولتی را به عنوان معیارهایی از ساختار حاکمیت شرکتی، نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) به عنوان معیارهایی از عملکرد مالی و نسبت Q توبین به عنوان معیار ارزش شرکت‌ها مورد بررسی قرار دادند و نتایج حاکی از آن است که درصد مدیران غیرموظف در هیات‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه منفی و معنی‌دار و با ارزش شرکت رابطه غیرمعنی‌دار و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌دار و با عملکرد شرکت‌ها رابطه غیرمعنی‌داری دارند. همچنین تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌دار و سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت رابطه مثبت و با عملکرد شرکت رابطه منفی دارند. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی، شامل تمام ویژگی‌های ساختاری نامبرده با ارزش شرکت و عملکرد آن رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.

ایزدی‌نیا و رسائیان (1389) به بررسی رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد 89 شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره شش ساله 1381 تا 1386 پرداختند. درصد اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان معیاری از ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی در نظر گرفتند، نتیجه بیانگر این است که ابزارهای نظارتی راهبری شرکت با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد (شامل نرخ بازده دارایی‌ها و بازده سالانه سهام به عنوان معیارهای مالی ارزیابی عملکرد و Q توبین و ارزش افزوده بازار به عنوان معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد) رابطه معنی‌داری دارد.

غلامحسین‌زاده (1389) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شامل تناسب هیات‌مدیره (نسبت مدیران غیرموظف)، نقش‌های دوگانه مدیریت و درصد مالکیت دولت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

قدردان (1389) تاثیرپذیری بازده دارایی‌ها (ROA) و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) را به عنوان معیارهای عملکرد شرکت از اعمال مکانیزم‌های درونی و بیرونی حاکمیت شرکتی شامل نسبت حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی را بررسی نمود. بدین منظور اطلاعات 92

شرکت در بین سال‌های 1384 تا 1386 به کار گرفته شده است. نتایج حاصل نشان‌دهنده این است که نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره و حضور سرمایه‌گذاران نهادی بر عملکرد شرکت تأثیری ندارد.

وکیلی فرد و باوندپور (1389) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها طی سال‌های 1383 الی 1387 بر روی 94 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. معیارهای حاکمیت شرکتی شامل سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، کیفیت اطلاعات مالی و معیارهای ارزیابی عملکرد شامل Q توبین و رشد سود خالص در این پژوهش بود. نتایج نشان‌دهنده این است که بین وجود سهامداران نهادی با عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌دار و بین نسبت حضور اعضای غیرموظف هیات‌مدیره در ترکیب هیات‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها و کیفیت اطلاعات مالی با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

رجبی و خدابخشی (1388) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت‌ها در ایران پرداختند. برای اندازه‌گیری ارزش بازار از شاخص Q توبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده نمودند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که نسبت مدیران غیرموظف هیات‌مدیره، میزان سهام شناور شرکت در بازار دارای رابطه معنی‌دار با ارزش شرکت و شفافیت و افشا در صورت‌های مالی با استفاده از مرجع حسابرسی دارای عدم رابطه معنی‌دار با ارزش شرکت می‌باشد.

قائمی و شهریاری (1388) در پژوهشی به بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل 77 شرکت طی سال‌های 1382 الی 1384 بود. متغیر وابسته پژوهش آنها عملکرد مالی بود که براساس 5 فاکتور رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام مورد ارزیابی قرار گرفت. متغیرهای مستقل نیز عبارت بودند از ترکیب اعضای هیات‌مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات. نتایج حاصل از پژوهش آنها بیانگر این بود که بین ترکیب اعضای هیات‌مدیره (نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره) و ساختار مالکیت (سهام شناور آزاد) با عملکرد شرکت‌های مورد بررسی رابطه معناداری وجود ندارد، و تنها افشای اطلاعات است که با عملکرد مالی شرکت رابطه معنادار مثبت دارد.

نمازی و کرمانی (1387) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آنها شامل 66 شرکت طی سال‌های 1382 تا 1386 بود. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد.

شهریاری (1386) در پژوهشی تحت عنوان نقش حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت‌ها به بررسی رابطه بین ابعاد حاکمیت شرکتی شامل ترکیب هیات‌مدیره، ساختار مالکیت و کیفیت افشا با عملکرد شرکت‌ها در بین ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سه ساله 1382 تا 1384 پرداخت. متغیر وابسته پژوهش عملکرد مالی شرکت می‌باشد که بر مبنای رشد درآمد، رشد سود مالیات، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام تعیین شده است. متغیرهای مستقل نیز شامل ترکیب هیات‌مدیره، ساختار مالکیت و کیفیت افشا می‌باشد و متغیرهای کنترلی پژوهش را اندازه و اهرم مالی شرکت تشکیل می‌دهند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین ترکیب هیات‌مدیره و ساختار مالکیت با عملکرد رابطه معناداری وجود نداشته در حالی که بین شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

قالیباف‌اصل و رضایی (1386) در پژوهشی به بررسی تاثیر ترکیب هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آنها شامل 72 شرکت طی سال‌های 1382 تا 1384 بود. متغیر مستقل پژوهش نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و متغیر وابسته عملکرد شرکت است که براساس معیارهای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، حاشیه سود خالص، حاشیه سود ناخالص، متوسط رشد فروش و متوسط رشد سود خالص اندازه‌گیری شده، نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و هیچ یک از معیارهای عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

قنبری (1386) در پژوهشی به بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداخت. در این پژوهش نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره، حسابرس داخلی، شفافیت اطلاعاتی به عنوان مکانیزم‌های درونی و سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است و معیار ارزیابی عملکرد دو متغیر  $Q$  توبین و رشد سود خالص می‌باشد. وی با انتخاب 73 شرکت پذیرفته شده در بورس تهران در بین سال‌های 1382 تا 1384 به این نتیجه رسید که نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره و شفافیت اطلاعاتی بر عملکرد شرکت تاثیری ندارد و وجود حسابرس داخلی و سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ای مستقیم و مثبت با عملکرد شرکت دارند. شریعت‌پناهی (1380) اثر نوع مالکیت را بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های 1372 الی 1377 بررسی نمود. و از  $Q$  توبین به عنوان معیار ارزیابی عملکرد شرکت‌ها نیز استفاده کرد. نتایج نشان‌دهنده این است که انواع مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها تاثیری ندارد.

جدول (2-4) خلاصه پیشینه پژوهش

ردیف	نویسنده	سال	موضوع	نتیجه
1	گوپتا و شارما	2014	تاثیر شیوه‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت	نشان‌دهنده تاثیر محدود ساختار هیات‌مدیره و کیفیت افشا بر عملکرد شرکت است.
2	کیم و همکاران	2013	تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت	نشان‌دهنده رابطه مثبت و معنی‌دار بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، اندازه هیات‌مدیره، کیفیت افشا و توزیع سود سهام با عملکرد شرکت و عدم‌وجود رابطه بین حقوق سهامداران و موسسات حسابرسی با عملکرد شرکت است.
3	طریق و عباس	2013	بررسی انطباق و عملکرد چند جانبه حاکمیت شرکتی	نشان‌دهنده تاثیر مثبت و قابل توجه اندازه شرکت و نسبت پرداخت سود سهام بر عملکرد شرکت است.
4	مورکفو و اوما	2012	بررسی ارتباط بین پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت	نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و قابل توجه بین پرداخت سود سهام بر عملکرد شرکت است.
5	المطاری و همکاران	2012	بررسی هیات‌مدیره، ویژگی‌های انطباق و عملکرد کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت	نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و استقلال کمیته حسابرسی تاثیر مثبت ولی غیرقابل توجه بر عملکرد شرکت دارند.
6	پونو	2008	ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت	نشان‌دهنده عدم‌وجود رابطه قابل توجه بین ساختار هیات‌مدیره و عملکرد شرکت است.
7	کاجولا	2008	بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت	نشان‌دهنده رابطه قابل توجه بین موقعیت مدیر اجرایی و اندازه هیات‌مدیره بر بازده حقوق صاحبان سهام و عدم ارتباط قابل توجه بین ترکیب هیات‌مدیره و کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت است.
8	چیانگ	2005	مطالعه تجربی حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت	نشان‌دهنده تاثیر قابل توجه اندازه هیات‌مدیره، شفافیت مالی، کیفیت افشا و ساختار هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت است.
9	ساندا و همکاران	2005	بررسی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها	نشان‌دهنده عدم‌وجود رابطه بین نسبت بالاتر اعضای غیرموظف هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت است.

10	کلز و همکاران	2002	بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد	شرکت‌هایی که تعداد بیشتری از اعضای غیرموظف در هیات‌مدیره به خدمت می‌گیرند نسبت به شرکت‌هایی که تعداد اعضای موظف آنها در هیات‌مدیره بیشتر است عملکرد بهتری دارند.
11	کلمن و بایکپی	2001	بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره و دوگانگی هیات‌مدیره با عملکرد شرکت	نشان‌دهنده وجود رابطه منفی ترکیب هیات‌مدیره با عملکرد شرکت و رابطه مثبت تفکیک نقش‌های رئیس هیات‌مدیره و مدیرعامل با عملکرد شرکت ها در غنا است.
12	دی‌هائن و همکاران	2001	بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت در شرکت‌های بلژیکی	بین ترکیب اعضای هیات‌مدیره و عملکرد رابطه معناداری وجود ندارد.
13	صادقی‌پور	1392	بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، عدم‌نقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت	بین مرجع حسابرسی، اندازه هیات‌مدیره و میزان درصد سهام شناور آزاد با ارزش شرکت رابطه منفی و غیرمعنی‌داری وجود دارد.
14	نیک‌پور	1392	بررسی تاثیر قدرت مدیر اجرایی و کیفیت افشا بر تغییرپذیری عملکرد شرکت	قدرت مدیر اجرایی با تغییرپذیری عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنادار و کیفیت افشا با تغییرپذیری عملکرد شرکت رابطه معکوس و معناداری دارند.
15	خدادادی و تاکر	1391	تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌ها	درصد مدیران غیرموظف در هیات‌مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه منفی و معنی‌دار و با ارزش شرکت رابطه غیرمعنی‌دار و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌دار و با عملکرد شرکت‌ها رابطه غیرمعنی‌داری دارند. همچنین تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌دار و سرمایه‌گذار نهادی عمده با ارزش شرکت رابطه مثبت و با عملکرد شرکت رابطه منفی دارند. همچنین ساختار حاکمیت

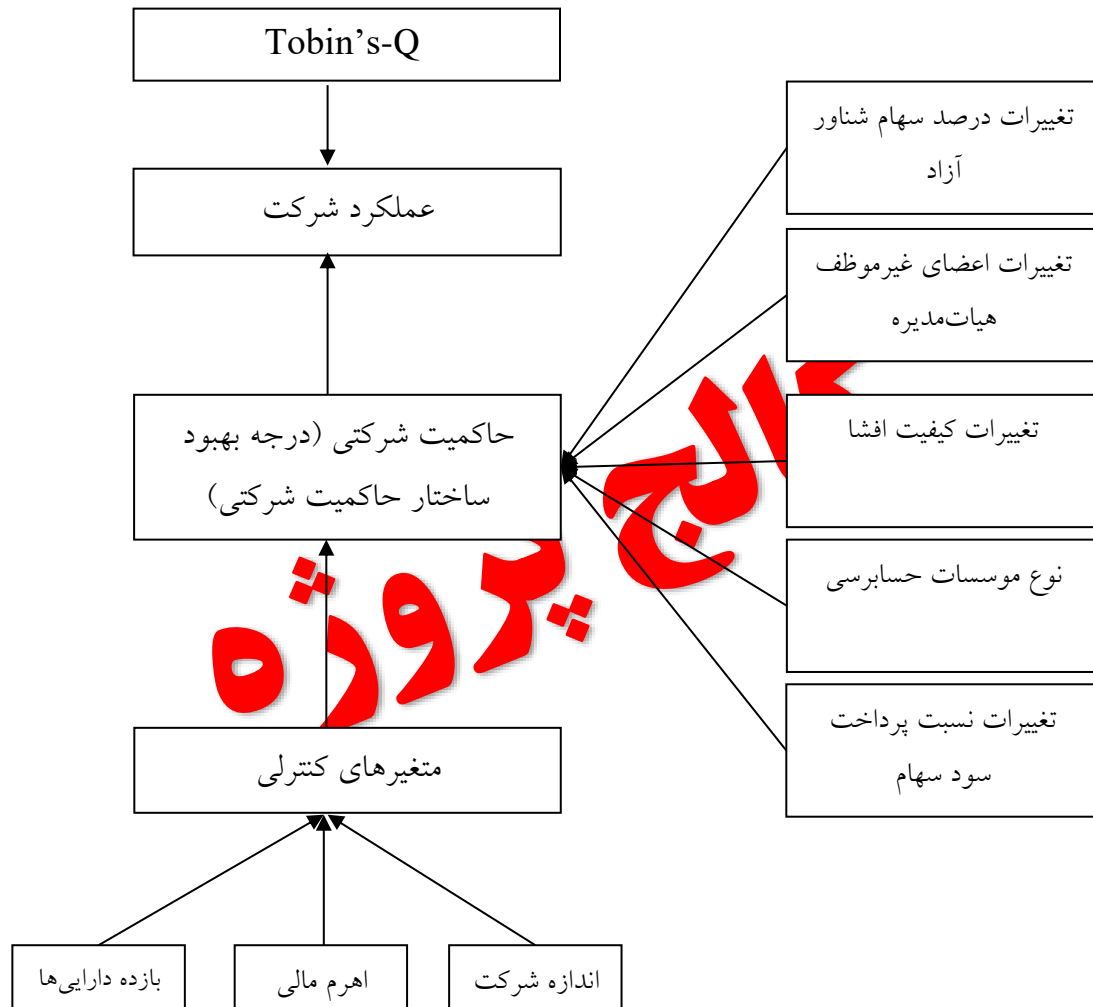
			شرکتی، شامل تمام ویژگی‌های ساختاری نامبرده با ارزش شرکت و عملکرد آن رابطه مثبت و معنی‌داری دارد.
16	ایزدی‌نیا و رسانیان	1389	رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی
17	غلامحسین‌زاده	1389	بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت‌ها
18	قدردان	1389	بررسی تأثیرپذیری بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای عملکرد شرکت از اعمال مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی
19	وکیلی‌فرد و باوندپور	1389	تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها

20	رجبی و خدابخشی	1388	بررسی رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت‌ها در ایران	نسبت مدیران غیرموظف هیات‌مدیره، میزان درصد سهام شناور آزاد دارای رابطه معنی‌دار با ارزش شرکت و مرجع حسابرسی دارای عدم رابطه معنی‌دار با ارزش شرکت می‌باشند.
21	قائمی و شهریاری	1388	حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها	بین ترکیب اعضای هیات‌مدیره (نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره) و ساختار مالکیت (سهام شناور آزاد) با عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود ندارد و کیفیت افشا با عملکرد شرکت رابطه معنادار مثبت دارد.
22	شهریاری	1386	نقش حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت‌ها	بین ترکیب هیات‌مدیره و ساختار مالکیت با عملکرد رابطه معناداری وجود ندارد و بین شفافیت اطلاعات و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
23	قالیباف‌اصل و رضایی	1386	بررسی تاثیر ترکیب هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت	بین نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و هیچ یک از معیارهای عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد.
24	قنبری	1386	بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها	نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره و شفافیت اطلاعاتی بر عملکرد شرکت تاثیری ندارد و وجود حسابرس داخلی و سرمایه‌گذاران نهادی رابطه‌ای مستقیم و مثبت با عملکرد شرکت دارند.



## 7-2 ارائه مدل مفهومی پژوهش

براساس ادبیات، مبانی نظری، پیشینه مطالعه و اهداف پژوهش، مدل مفهومی مطالعه حاضر به صورت زیر ارائه می گردد.



## 2-8 خلاصه فصل دوم

این پژوهش به بررسی تاثیر کفایت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت می‌پردازد. در این فصل ابتدا بیان شد که حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث کسب و کار مطرح بوده و تاکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت. فدراسیون بین‌المللی حسابداران، حاکمیت شرکتی را این‌گونه تعریف کردند؛ حاکمیت شرکتی، شیوه‌های به کار گرفته شده توسط مدیران شرکت با هدف تعیین استراتژی‌هایی است که موجب دستیابی شرکت به اهداف تعیین شده، کنترل ریسک و مصرف بهینه منابع می‌شود. در ادامه اهمیت حاکمیت شرکتی تشریح شد و گفته شد که امروزه حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی از مهم‌ترین آرمان‌هایی است که مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که از مهم‌ترین آنها نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد. مسیرهایی که حاکمیت شرکتی می‌تواند از طریق آن بر رشد و توسعه اقتصادی اثرگذار باشد عبارت است از؛ افزایش میزان دسترسی شرکت‌ها به تامین مالی خارجی، کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای شده در نتیجه افزایش ارزش شرکت، بهبود عملکرد عملیاتی شرکت، تخصیص بهینه منابع و افزایش ثروت، کاهش ریسک ناشی از بحران مالی، ارتباط بهتر با ذینفعان در روابط کاری و اجتماعی شرکت. همچنین مبانی حاکمیت شرکتی بیان شد که شامل تئوری نمایندگی؛ که ناشی از زمینه‌های اقتصادی و مالی است، مدیران شرکت به عنوان کارگزار و سهامداران به عنوان کارگزار تعریف می‌شوند که در واقع طی قراردادی اداره امور شرکت به مدیران تفویض می‌شود. تئوری ذینفعان؛ که بیان می‌کند شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تاثیر آنها بر جامعه آن چنان عمیق است که باید به جز سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. تئوری هزینه معاملات؛ که شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است.

هدف نهایی حاکمیت شرکتی دستیابی به مواردی همچون پاسخگویی، شفافیت، عدالت و مسئولیت در شرکت‌ها است و به حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی (رابطه‌ای) و حاکمیت شرکتی برون‌سازمانی (محیطی) طبقه‌بندی می‌شود. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی هم به دو دسته مکانیزم‌های برون‌سازمانی (محیطی) که شامل؛ نظارت قانونی، نظام حقوقی، کارایی بازار سرمایه، نظارت سهامداران عمده و غیره و مکانیزم‌های درون‌سازمانی (محاطی) که شامل؛ هیات‌مدیره، مدیریت اجرایی، مدیریت غیراجرایی و غیره طبقه‌بندی می‌شود. در این پژوهش همچنین چهار نوع الگوی مبتنی بر بازار، الگوی حاکمیت شرکتی مبتنی بر روابط، الگوی حاکمیت شرکتی در حال‌گذار و الگوی نوظهور معرفی گردید.

همچنین بیان گردید که شرکت‌هایی که براساس طبقه جهانی رتبه‌بندی می‌شوند، براساس شاخص‌های جهانی با شرکت‌های کل دنیا مقایسه می‌شوند و شرکت‌هایی که براساس شاخص منطقه‌ای ارزیابی می‌شوند، با تمام شرکت‌های فعال در همان کشور، مقایسه می‌شوند و هر یک از طبقات آن همچون پاسخگویی هیات‌مدیره، افشا و کنترل‌های داخلی، حقوق سهامداران، پاداش، کنترل‌های بازار و رفتار شرکت به اختصار تشریح گردید.

کفایت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر بهبود فعالیت‌های اقتصادی از کانال‌های مختلف تاثیرگذار باشد. معیارهای حاکمیت شرکتی که در این پژوهش استفاده شده‌اند عبارت است از: درصد سهام شناور آزاد در حاکمیت شرکتی: درصد سهام شناور آزاد، درصدی از کل سرمایه شرکت است که جهت معامله در بازار سهام در دسترس باشد یا قسمتی از سهام یک شرکت که بدون هیچ‌گونه محدودیت قابل معامله باشد. نقش مدیران غیرموظف (غیراجزایی) در حاکمیت شرکتی: یکی از مهم‌ترین عوامل تاثیرگذار بر سلامت فرآیند حسابداری و گزارشگری مالی، ترکیب اعضای هیات‌مدیره است. کیفیت افشا در حاکمیت شرکتی: اصل افشا یکی از اصول حسابداری است که بر کلیه جوانب گزارشگری مالی تاثیر دارد. اصل افشا ایجاب می‌کند، که کلیه واقعیت‌های با اهمیت مربوط به رویدادها و فعالیت‌های مالی واحد تجاری به شکل مناسب و کامل گزارش شود. نقش موسسات حسابرسی در حاکمیت شرکتی: طی قرن نوزدهم میلادی، اگرچه براساس قوانین موجود، کماکان مدیران و سهامداران از اجزای یک واحد تجاری یکپارچه بودند، ولی عدم توانایی و درک مالی سهامداران جهت بررسی گزارش‌های مالی، تبدیل به مشکل جدید آن دوران گردید. بدین ترتیب، شرکت‌ها ملزم شدند تا صورت‌های مالی را توسط حسابرسی مستقل از واحد تجاری و مدیران گواهی نمایند. در نتیجه، حسابرسی در سیاست‌های حاکمیت شرکتی کشورهای مختلف دنیا تبدیل به یکی از اجزای مهم آن گردید. نسبت پرداخت سود سهام در حاکمیت شرکتی: یکی از مشکلات نمایندگی وجود تضاد منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان در تقسیم سود است.

در نهایت به رویکردهای ارزیابی عملکرد پرداخته شد که آنتوی (2001) اندازه‌گیری عملکرد را به عنوان یک کمیت این‌گونه بیان می‌کند که بر روی تهیه اطلاعات در خصوص عملکرد شرکا تمرکز دارد. بنابراین اندازه‌گیری عملکرد هم می‌تواند ناشی از ماهیت مالی و هم ناشی از ماهیت غیرمالی مثل تعداد شکایات و زمان تحویل (منعکس‌کننده کیفیت رضایت مشتری) باشد. همچنین ضریب  $Q$  سرمایه‌گذاری توپین به عنوان نسبت ارزش بازار شرکت به هزینه جایگزینی سرمایه، تئوری پذیرفته شده در سرمایه‌گذاریست و در ادامه آن به توضیح بیشتر ضریب  $Q$  و خطای اندازه‌گیری آن و انواع نسخه‌های متداول موجود از ضریب  $Q$  پرداخته شد.

و در نهایت هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین کفایت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بوده که بیان می‌کند یک ساختار حاکمیت شرکتی مطلوب، می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد، زیرا ساختار حاکمیتی مناسب، اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش می‌دهد و سرمایه‌گذاران، شرکت‌های برخوردار از ساختار حاکمیتی مناسب را کم‌ریسک تلقی کرده و بنابراین بازده مورد انتظار کمتری از آن طلب می‌کنند. از طرف دیگر، شرکت‌های برخوردار از ساختار حاکمیتی مناسب، عملیات کارآمدتری داشته که همین امر جریان نقدی مورد انتظار بیشتری را در آینده در این شرکت‌ها نوید می‌دهد. در قسمت آخر این فصل برخی پیشنهادها و داخلی مربوط به موضوع پژوهش ارائه گردید.

کالج پروژه

فصل سوم

روش‌شناسی پژوهش

## 3-1 مقدمه

علم زاده بارقه ناگهانی بلوغ و اندیشه یک یا چند دانشمند نیست. بلکه تلاشی آگاهانه، منظم و سازمان یافته جهت حل یک مسئله است. بی تردید، توسعه کمی و کیفی جوامع متأثر از تولید علم در آن جوامع است و در این رابطه پژوهش‌های علمی از شان و اهمیت بالایی برخوردار است. پژوهش عملی است که به بررسی کامل موضوع به گونه‌ای منظم و منسجم و براساس روش‌های عینی و غیرشهودی به منظور کسب اطلاعات یا کشف اصول وابسته به آن می‌پردازد. انتخاب روش پژوهش یکی از مراحل مهم در پژوهش‌ها می‌باشد. در این مرحله از کار محقق باید مشخص کند که چه روش خاصی برای پژوهش خود خواهد گزیند. انتخاب روش پژوهش بستگی تام به هدف‌ها و ماهیت موضوع پژوهش و امکانات اجرایی آن خواهد داشت. انتخاب روش پژوهش، محقق را وادار می‌دارد تا هر چه دقیق‌تر، آسان‌تر، سریع‌تر و ارزان‌تر به پاسخ یا پاسخ‌هایی برای پرسش‌هایی که پژوهش مورد نظر مطرح کرده است دست یابد. به عبارت دیگر پایه هر دانشی، روش شناخت آن است و اعتبار و ارزش قوانین هر علمی به روش شناختی مبنی بوده که در آن علم به کار می‌رود. خاکی (1387) بیان می‌دارد که دستیابی به هدف‌های پژوهش میسر نخواهد بود مگر زمانی که جستجوی شناخت با روش‌شناسی<sup>1</sup> درست صورت پذیرد. به بیان دیگر پژوهش از حیث روش است که اعتبار می‌یابد نه موضوع پژوهش.

روش‌شناسی به دو معنی به کار می‌رود؛ بررسی روش‌های پژوهش علمی؛ که وسیله‌ای است پژوهشگر را از گمراهی و کج‌اندیشی باز می‌دارد و او را در رسیدن به حقیقت یاری می‌کند و مجموع روش‌های هر علم؛ که شامل تعدادی روش است و روش مجموعه فعالیت‌هایی است که رسیدن به مقصدی را میسر می‌گرداند. استفاده از اصطلاح‌های روش و روش‌شناسی به جای هم کاملاً متداول است. اما دلایل فلسفی متقاعدکننده‌ای برای تمایز این دو از هم وجود دارد. روش، شامل نحوه انجام کاری (رویه) است و روش‌شناسی در معنای دوم شامل گفتمان درباره روش‌ها است.

تعیین روش‌شناسی پژوهش، براساس چهار پارامتر صورت می‌گیرد. پارامتر اول، در این مورد بحث می‌کند که آیا عناصر تشکیل‌دهنده یک مسئله، به صورت کلی یا ترکیبی مطالعه می‌شود و یا هر یک از آنها به صورت مجزا بررسی می‌شوند. پارامتر دوم، به هدف یا منظور پژوهش مربوط است؛ و این که آیا هدف، توصیف و یا کشف الگو و روابط حاکم بر پدیده‌ها است یا آزمون آنها؟ پارامتر سوم به کنترل و دستکاری عوامل مختلف و متغیرهای پژوهش مربوط است. پارامتر آخر، به نحوه جمع‌آوری و تحلیل داده‌ها در بافت‌های مختلف می‌پردازد.

---

<sup>1</sup>. Methodology

هر پایان‌نامه در حوزه علوم اجتماعی به ویژه مدیریت و حسابداری در زمره پژوهش‌های کاربردی است. به طور معمول پژوهشگر سعی می‌کند به یک مسئله و پرسش واقعی که در عمل وجود دارد، طی یک فرآیند علمی پژوهش پاسخ دهد. با توجه به این که آگاهی از جامعه‌ای که در آن پژوهش صورت می‌گیرد بسیار مهم است، لذا پژوهشگر ابتدا باید سازمانی که در آن آزمودنی‌های خود را مورد بررسی قرار می‌دهد، ابتدا به خوبی بشناسد و سپس این شناخت را به طور مختصر به بررسی‌کنندگان پایان‌نامه خود ارائه دهد. فصل حاضر به جنبه‌های روش‌شناسی پژوهش اختصاص دارد. بر این اساس در این فصل، متغیرها و مفاهیم اساسی پژوهش تعریف و نحوه سنجش آنها مشخص می‌شود. افزون بر این، به شیوه نمونه‌گیری، روش‌های گردآوری اطلاعات و در نهایت به روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها اشاره می‌شود.

### 3-2 تدوین فرضیه‌های پژوهش

پس از انتخاب و تعیین مسئله، فرضیه پژوهش ارائه می‌گردد. فرضیه عبارت آزمون‌پذیری است که رابطه قابل انتظار بین دو یا چند متغیر را به صورت دقیق و روشن بیان می‌کند. فرضیه را آزمون‌پذیر می‌نامند، زیرا باید صحت آن از طریق آزمون بررسی شود (آذر و موهنی، 1385). فرضیه در حقیقت راه‌حل پیشنهادی تحقق برای پاسخگویی به مسئله است. این راه‌حل با مطالعه دقیق پیشینه پژوهش، بررسی تجارب مقدماتی درباره جواب‌های ممکن و مشاهده پدیده‌های مربوط به دست می‌آید. با تعمق در پژوهش‌های انجام شده در دنیا جهت پاسخگویی به پرسش مطرح شده و دستیابی به اهداف پژوهش، فرضیه‌های زیر تدوین شده است؛

فرضیه اصلی: بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

### 3-3 متدولوژی پژوهش

متدولوژی پژوهش شامل روش‌شناسی پژوهش، روش گردآوری و تحلیل اطلاعات، قلمرو پژوهش، جامعه آماری، نمونه‌گیری و حجم نمونه به شرح ذیل می‌باشند.

**3-3-1 روش‌شناسی پژوهش**

پژوهش‌های حسابداری عموماً در گروه پژوهش‌های اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد. زیرا پژوهشگران حسابداری معمولاً با این پیش‌فرض که مفاهیم و واقعیات به صورت عینی در دنیای خارجی وجود دارد و با انواع روش‌های آماری، مشاهده و... قابل اندازه‌گیری هستند، اقدام به انجام پژوهش خویش می‌نمایند. آنان آگاهانه یا ناآگاهانه معتقد به استقلال آزمون‌کننده و آزمودنی از یکدیگر می‌باشند. البته این شیوه غالباً در پژوهش‌های حسابداری به صورت روزافزون مورد انتقاد واقع شده‌اند. اما صرف‌نظر از آسیب‌شناسی پژوهش‌های مزبور، پژوهش حاضر در طبقه رویکردهای اثبات‌گرایی قرار می‌گیرد.

این پژوهش از لحاظ روش‌شناسی از نوع همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی می‌باشد. همچنین از آنجا که این نوشتار به توصیف آنچه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این پژوهش کم‌رنگ است، پژوهش حاضر در زمره پژوهش‌های توصیفی حسابداری به شمار می‌رود. همچنین پژوهش حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه‌ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس‌رویدای (معنی استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

**3-3-2 روش گردآوری و تحلیل اطلاعات**

گردآوری اطلاعات از دو روش کتابخانه‌ای و میدانی صورت گرفته است که بخش اول آن شامل ادبیات موضوع، تعریف و شناسایی مفهوم متغیرهای مستقل و وابسته، بحث و بررسی چگونگی تاثیر بین آنها با استفاده از نظریه‌های دانشمندان مالی است و بخش دوم میدانی است که اطلاعات مورد نیاز از طریق جمع‌آوری داده‌های بورس اوراق بهادار شامل صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، صورت جلسات مجمع و گزارش هیأت‌مدیره می‌باشند. همچنین از نرم‌افزار ره‌آورد نوین نیز جهت استخراج داده‌های پژوهش استفاده گردیده است. سپس متغیرهای پژوهش توسط نرم‌افزار اکسل محاسبه خواهند شد. برای تجزیه و تحلیل نهایی و آزمون فرضیه‌های صورت‌بندی شده از آزمون رگرسیون چند متغیره استفاده خواهیم کرد. همچنین از نرم‌افزار آماری Eviews 8 جهت اجرای این آزمون بهره‌گیری می‌شود.

**3-3-3 قلمرو پژوهش**

**قلمرو موضوعی پژوهش:** قلمرو موضوعی پژوهش حاضر در حوزه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت می‌باشد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در بر می‌گیرد.



**قلمرو زمانی پژوهش؛** اطلاعات و داده‌های آماری مربوط به شرکت‌های قرار گرفته شده در نمونه آماری در فاصله زمانی سال‌های 1387 تا 1392 جمع‌آوری شده است و تعداد نمونه آماری مورد آزمون 109 شرکت می‌باشد.

**قلمرو مکانی پژوهش؛** وجود اطلاعات کامل و در دسترس شروط تحقق یک پژوهش مناسب است، با توجه به این که تنها مرجع قابل اعتماد برای جمع‌آوری داده‌های مالی بورس اوراق بهادار تهران در وضعیت فعلی ایران می‌باشد، بنابراین شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته می‌شود. زیرا اولاً؛ اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حساب‌رسان رسمی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار حسابرسی می‌شود، بنابراین، نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکا بالاتری برخوردار است. ثانیاً؛ دسترسی به اطلاعات این شرکت‌ها نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها آسان‌تر است.

### 3-3-4 جامعه آماری، نمونه‌گیری و حجم نمونه

در صدر برنامه‌ریزی هر مطالعه یا پژوهشی این سوال که حجم نمونه چقدر باید باشد قرار دارد. انتخاب نمونه بزرگتر از حد نیاز موجب اتلاف منابع می‌شود و انتخاب نمونه‌های خیلی کوچک منتج به نتایج غیرقابل اتکا می‌شود (آذر و مومنی، 1385). مجموعه واحدهایی که حداقل در یک صفت مشترک باشند یک جامعه آماری را تشکیل می‌دهند (خاکی، 1387). نمونه آماری عبارت است از، تعدادی از افراد جامعه که صفات آنها با صفات جامعه مشابه بوده معرف جامعه باشد. به دلیل با اهمیت بودن نقش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس هر کشور، شرکت‌های فعال در بورس به عنوان جامعه آماری انتخاب گردیده است. در این پژوهش از روش حذف سیستماتیک برای نمونه‌گیری استفاده شده که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر است؛

- 1) به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان سال شمسی باشد.
- 2) به منظور همگن بودن اطلاعات، فعالیت شرکت‌ها، تولیدی باشد و جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی، بانکی و هلدینگ نباشند.
- 3) اطلاعات مربوط به داده‌های صورت‌های مالی از ابتدای سال مالی 1387 لغایت 1392 در دسترس باشند.
- 4) شرکت‌هایی که در سال‌های 1387 تا 1392 تغییر دوره مالی دادند.
- 5) نماد معاملاتی شرکت‌ها فعال و سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از شش ماه در بورس اوراق

بهادار متوقف نشده باشد.

6) شرکت‌های زیان‌ده در طول دوره پژوهش حذف شوند.

در نهایت با توجه به معیارهای فوق تعداد 109 شرکت به عنوان نمونه مطالعاتی پژوهش انتخاب شد که لیست آنها در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

جدول (1-3) نحوه انتخاب و استخراج نمونه

تعداد شرکت	شرح
440	تعداد کل جامعه
(129)	به منظور رعایت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان سال شمسی نبود حذف گردیدند.
(46)	شرکت‌ها جز بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) هستند حذف می‌گردند، زیرا ساختارهای اصول راهبردی و افشاهای مالی در آنها متفاوت است.
(5)	اطلاعات مالی و گزارشات سالانه شرکت‌ها در دوره مورد مطالعه در دسترس نبود.
(33)	شرکت‌هایی که در سال‌های 1387 تا 1392 تغییر دوره مالی دادند.
(80)	شرکت‌هایی که وقفه معاملاتی آنها بیش از شش ماه بودند.
(38)	شرکت‌هایی که در طول دوره پژوهش دارای زیان بودند.
109	نمونه

### 3-4 متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

متغیر وابسته پژوهش حاضر عملکرد شرکت است و متغیرهای مستقل شامل درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، تغییرات درصد سهام شناور آزاد، تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، تغییرات کیفیت افشا، نوع مؤسسات حسابرسی و تغییرات نسبت پرداخت سود سهام می‌باشند. نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش به شرح ذیل است؛

## 3-4-1 متغیر وابسته

**عملکرد شرکت:** بررسی عملکرد شرکت‌ها از مهم‌ترین موضوعات مورد توجه استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری می‌باشد و نتایج حاصل از آن مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج از واحد انتفاعی است (رئیس‌زاده و همکاران، 1391). زمانی که معیارهای عملکرد به جای اعداد خام به شکل درصد یا نسبت اندازه‌گیری می‌شوند، این امکان به وجود می‌آید تا عملکرد شرکت‌ها را اعم از کوچک و بزرگ و در صنایع مختلف در طی یک دوره زمانی، آسان‌تر بسنجیم و مقایسه کنیم (شانظریان، 1389). به عبارت دیگر، عملکرد شرکت، حاصل فعالیت و بازده سرمایه‌گذاری آن در یک دوره معین است. در ادبیات مالی از معیارهای متفاوتی برای اندازه‌گیری عملکرد استفاده می‌شود، مانند بازده دارایی‌ها، شاخص  $Q$  توبین، بازده سرمایه‌گذاری‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم، که هر کدام از این معیارها دارای مزایا و محدودیت‌هایی هستند (حسینی و همکاران، 1389). نسبت  $Q$  توبین از جمله معیارهای تلفیقی است که مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار بوده است که به اعتقاد محققین زیادی به عنوان بهترین معیار برای سنجش عملکرد و ارزش شرکت می‌باشد (رئیس‌زاده و همکاران، 1391). در این پژوهش برای اندازه‌گیری عملکرد از شاخص  $Q$  توبین و با نماد  $TobinQ$  استفاده می‌شود.

**نسبت  $Q$  توبین:** این نسبت آماره‌ای است که می‌تواند به عنوان نماینده ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران باشد و این پاسخ را به سهامداران بدهد که مدیریت تا چه اندازه در افزایش ثروت آنها دخیل بوده است. برای محاسبه نسبت  $Q$  توبین از رابطه زیر استفاده می‌شود؛

رابطه (3-1)

$$Q = \frac{VOCSILOY + EMVOPSILOY + BVLTLILOY + BVCLILOY}{BVTALLOY}$$

در رابطه (3-1)؛

$VOCSILOY$ : ارزش بازار سهام عادی در پایان سال؛

$EMVOPSILOY$ : برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال؛

$BVLTLILOY$ : ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال؛

$BVCLILOY$ : ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال؛

$BVTALLOY$ : ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال است (نمازی و زراعت‌گری، 1388).

همچنین در ایران سهام ممتاز وجود ندارد و فقط جهت امانتداری این متغیر آمده است.

## 3-4-2 متغیرهای مستقل

الف) نحوه اندازه‌گیری درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی: در این پژوهش با اندازه‌گیری درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی، کفایت حاکمیت شرکتی تعیین می‌شود. بدین صورت که ابتدا شرکت‌ها با استفاده از معیارهای حاکمیت شرکتی شامل درصد سهام شناور آزاد، اعضای غیرموظف هیات‌مدیره، کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی و نسبت پرداخت سود سهام امتیازبندی می‌شوند. نحوه امتیازبندی معیارهای حاکمیت شرکتی در این پژوهش به صورت ذیل می‌باشد؛

درصد سهام شناور آزاد: برای امتیازدهی این متغیر، درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها از کوچک به بزرگ مرتب شده و براساس تعداد شرکت‌های نمونه امتیازبندی صورت می‌گیرد.

اعضای غیرموظف هیات‌مدیره: به منظور اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیات‌مدیره از گزارشات هیات‌مدیره یا یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی برای کلیه شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیات‌مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود.

کیفیت افشا: جهت امتیازدهی و رتبه‌بندی کیفیت افشا از دو عامل سرعت اطلاع‌رسانی و دقت اطلاع‌رسانی طبق ماده پنجم آیین‌نامه سازمان بورس اوراق بهادار تهران استفاده می‌شود.

نوع موسسات حسابرسی: برای ارزیابی این متغیر، شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده‌اند کد یک و در صورت حسابرسی توسط موسسات دیگر، کد صفر اختصاص داده می‌شود.

نسبت پرداخت سود سهام: برای امتیازدهی این متغیر، نسبت پرداخت سود سهام شرکت‌ها از کوچک به بزرگ مرتب شده و براساس تعداد شرکت‌های نمونه امتیازبندی صورت می‌گیرد.

تغییرات مجموع این امتیازها برای هر سال نسبت به سال قبل به عنوان بهبود و یا عدم‌بهبود سیستم حاکمیت شرکتی محسوب می‌گردد. در پژوهش حاضر درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی با نماد  $\Delta CG$  نمایش داده می‌شود.

## ب) معیارهای حاکمیت شرکتی

1) درصد سهام شناور آزاد: درصد سهام شناور آزاد به عنوان شاخص ساختار مالکیت از لحاظ تمرکز

مالکیت می‌باشد. درصد سهام شناور آزاد، مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران نهادی نگهداری نشود. پس درصد سهام شناور آزاد برابر خواهد بود با کل سهام منتشره شرکت منهای تعداد سهام در اختیار سهامداران نهادی (برادران حسن‌زاده و همکاران، 1391). در پژوهش حاضر تغییرات درصد سهام شناور آزاد شرکت‌های نمونه در هر سال محاسبه و با نماد  $\Delta FF$  نشان داده می‌شود.

(2) **اعضای غیرموظف هیات مدیره:** عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می باشد و حقوق ثابت ماهانه یا سالانه از شرکت دریافت نمی کند. به منظور اندازه گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره از گزارشات هیات مدیره یا یادداشت های پیوست صورت های مالی برای کلیه شرکت های مورد بررسی جمع آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیات مدیره تقسیم شده تا نسبت اعضای غیرموظف محاسبه شود (نیکومرام و محمدزاده سالطه، 1389). در پژوهش حاضر تغییرات نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره شرکت های نمونه در هر سال محاسبه و با نماد  $\Delta NED$  نمایش داده می شود.

(3) **کیفیت افشا:** به منظور اندازه گیری متغیر کیفیت افشا و دو معیار قابلیت اتکا و به موقع بودن به عنوان اجزای سازنده آن، از امتیازهای داده شده به هر شرکت توسط سازمان بورس و اوراق بهادار تهران استفاده شده است. این امتیازها در بازه های 3، 6، 9 و 12 ماهه، توسط بورس اوراق بهادار تهران منتشر می گردد و وضعیت شرکت های بورسی از جهت کیفیت افشا و اطلاع رسانی را مورد بررسی قرار می دهد. سازمان بورس اوراق بهادار میزان کیفیت افشا را براساس وضعیت اطلاع رسانی شرکت های بورسی با توجه به دو معیار قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات محاسبه می نماید. اندازه گیری معیار به موقع بودن براساس زمان ارسال اطلاعات در مقاطع تعیین شده در دستورالعمل کیفیت افشا و با لحاظ نمودن میزان تاخیر در ارسال اطلاعات و اعمال امتیاز منفی به ازای هر روز تاخیر، مورد محاسبه قرار می دهد. این اطلاعات شامل پیش بینی های درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای حسابرسی نشده، صورت وضعیت پرتفوی، اظهارنظرهای حسابرس نسبت به پیش بینی درآمد هر سهم، صورت های مالی میان دوره ای شش ماهه، صورت های مالی حسابرسی نشده و شده در پایان دوره مالی و برنامه زمان بندی پرداخت سود سهامداران، توسط شرکت ها می باشد. معیار قابلیت اتکای افشا براساس میزان نوسانات و تغییرات در پیش بینی های ارسالی و همچنین تفاوت های میان مبالغ پیش بینی شده و عملکرد واقعی حسابرسی شده است. به عبارت دیگر، افزایش تغییرات در پیش بینی ها و تفاوت در مبالغ پیش بینی و واقعی، سبب کاهش در میزان امتیاز قابلیت اتکا می گردد. به دلیل تفاوت میان امتیازهای قابلیت اتکا و به موقع بودن در سطح هر شرکت و در زمان های گوناگون، سازمان بورس امتیاز کیفیت افشا را به صورت میانگین امتیازهای به موقع بودن و قابلیت اتکا با وزن دو سوم و یک سوم مورد محاسبه قرار می دهد (نیکبخت و حاجی عظیمی، 1392). در پژوهش حاضر تغییرات کیفیت افشا شرکت های نمونه در هر سال محاسبه و با نماد  $\Delta DIS$  نشان داده می شود.

(4) **نوع موسسات حسابرسی:** به دلیل نبود رتبه بندی عملی بین موسسات حسابرسی در ایران، شرکت هایی که توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده اند ارزش یک دریافت کرده و شرکت هایی که توسط

موسسات حسابرسي، حسابرسي شده‌اند با چشم‌پوشي از اندازه، قدمت، حسن شهرت و اعتبار نهاد حسابرسي‌کننده ارزش صفر دريافت مي‌کنند (عليقلي و جليليان، 1391). در پژوهش حاضر اين متغير با نماد AUD نشان داده مي‌شود.

5) **نسبت پرداخت سود سهام:** اين نسبت رابطه بين سود متعلق به سهامداران عادي و سود پرداخت شده به آنها را نشان مي‌دهد. به عبارت ديگر اين نسبت نشان‌دهنده اين است که چند درصد از سهم سود خالص بعد از کسر ماليات و کسر سود ممتاز بين سهامداران عادي تقسيم شده است. با توجه به مفهوم جمله مي‌توان دريافت که اين نسبت از طريق سود تقسيم شده هر سهم<sup>1</sup> بر سود هر سهم<sup>2</sup> محاسبه مي‌شود. در نتيجه در پژوهش حاضر تغييرات نسبت پرداخت سود سهام شرکت‌هاي نمونه در هر سال محاسبه و با نماد  $\Delta DPR$  نمايش داده مي‌شود. بنابر اين؛

**سود تقسيم شده هر سهم (DPS):**

DPS سود سهام پرداخت شده به سهامداران براساس سهم است، و به وسيله تقسيم سود خالص توزيع شده بين سهامداران عادي بر تعداد سهام عادي منتشر شده محاسبه مي‌شود.

$$DPS = 100 * (\text{تعداد سهام عادي منتشر شده} / \text{سود تقسيمي پرداخت شده به سهامداران عادي})$$

در واقع DPS يک شاخص بهتری نسبت به EPS می‌تواند باشد. چون DPS نسبت سود دریافت شده توسط سهامداران را نشان می‌دهد.

**سود هر سهم (EPS):**

اين نسبت به وسيله تقسيم سود قابل انتساب به سهامداران عادي بر تعداد سهام منتشر شده محاسبه مي‌شود. منظور از سود قابل انتساب برای سهامداران عادي، سود خالص بعد از کسر ماليات و کسر سود ممتاز می‌باشد. بنابر اين؛

$$EPS = \text{تعداد سهام عادي منتشر شده} / \text{سود قابل انتساب به سهامداران عادي}$$

EPS يکی از نسبت‌هایی است که از آن برای نشان دادن وضعیت سوددهی شرکت نسبت به سهام، مخصوصاً در بازار بورس استفاده زيادی می‌شود.

<sup>1</sup>. Dividend Per Share (DPS)

<sup>2</sup>. Earnings Per Share (EPS)

رابطه (2-3)

$$\text{نسبت پرداخت سود سهام (نسبت سود تقسیمی)} = \frac{DPS}{EPS}$$

### 3-4-3 متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترل یا پایش متغیرهایی هستند که در طول بررسی تغییر نمی‌کنند، چون پژوهشگر علاقه‌ای به تغییر آن متغیرها ندارد. به سخن دیگر، متغیرهای کنترل آن عواملی هستند که احتمالاً بر کار تاثیر دارند و بنابراین ثابت نگه داشته می‌شوند تا کمترین تاثیر را بر نتیجه بگذارند (میرزایی، 1389). در این پژوهش از سه متغیر کنترلی استفاده شده است؛

1) اندازه شرکت (SIZE): معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری متغیر «اندازه شرکت» وجود دارد که عبارت است از: کل دارایی‌ها، میزان فروش، تعداد کل کارکنان و ارزش بازار شرکت. یکی از فاکتورهای درونی شرکت‌ها که بر ساختار مالی و سودآوری شرکت تاثیر می‌گذارد، اندازه شرکت می‌باشد. اندازه یکی از متغیرهای محتوایی است که در محدوده بین سازمان و محیط قرار دارد و از عوامل بیرونی سازمان جدا می‌شود (صادقی‌پور، 1392). در این پژوهش از ارزش بازار شرکت به عنوان شاخص اندازه شرکت استفاده می‌شود.

2) اهرم مالی (DRA): مدیران مالی بر این عقیده‌اند که اهرم مالی یکی از مهم‌ترین اهرم‌ها است. همچنین این اهرم جایگاه خاصی در بخش مدیریت دارد. ساختار سرمایه یک شرکت رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام است که نیاز مالی را برای تهیه دارایی‌ها تامین می‌کند. شرکتی که هیچ‌گونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سرمایه تشکیل می‌دهد. از آنجا که ساختار سرمایه بیشتر شرکت‌ها ساختار سرمایه همراه با بدهی و حقوق صاحبان سهام است، مدیران مالی نسبت به دریافت وام و اثرات آن بسیار حساس و دقیق هستند. اگر شرکتی از طریق دریافت وام به سود مناسبی رسیده باشد (اهرم مالی مناسب بوده است)، عایدی هر سهم سهامداران در مقایسه با عدم‌اختصاص وام بیشتر می‌شود (مرادی و همکاران، 1391). در این پژوهش به منظور محاسبه اهرم مالی از نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی استفاده می‌شود.

3. بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت بازده دارایی‌ها معیاری است که نشان می‌دهد شرکت از دارایی‌هایی که در اختیار داشته است، چه میزان عایدی کسب کرده یا به عبارت دیگر بازده حاصل از منابع سرمایه‌گذاری شده به چه میزان بوده است. از آنجا که مقایسه سود بین شرکت‌های مختلف با اندازه‌های بزرگ و کوچک، به دلیل تفاوت در حجم سرمایه به کار رفته، نمی‌تواند مفید واقع شود، باید از معیاری استفاده کرد که سود

را متناسب با سرمایه به کار رفته برای تحصیل آن نشان دهد. از طرف دیگر اگر افزایش سرمایه‌گذاری با افزایش سود همراه نباشد نمی‌تواند منجر به حداکثر شدن منافع سرمایه‌گذاران شود. بازده دارایی‌ها نسبتی است که این امکان را فراهم می‌آورد تا دریابیم که منابع شرکت با چه میزان کارایی مصرف شده‌اند و مدیریت تا چه حد توانسته از منابع محدود به شکل بهینه استفاده کند (شانظریان، 1389). هر چه این نسبت بالاتر باشد، عملکرد شرکت بهتر است. در این پژوهش بازده دارایی‌ها از تقسیم سود عملیاتی بر مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی به دست می‌آید.

### 3-5 مدل‌های مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به این که پژوهش حاضر دارای شش فرضیه است، به منظور آزمون آنها مدل‌ها به شرح زیر تدوین می‌شوند:

#### 3-5-1 مدل مربوط به آزمون فرضیه اصلی

به منظور آزمون فرضیه اصلی، که بیان می‌کند بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-3) استفاده می‌شود.

رابطه (3-3)

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta CG_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{DRA}_t + \beta_4 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-3)؛

$\text{Tobin}Q_t$ : ارزش بازار سهام عادی در پایان سال + برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال + ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال + ارزش دفتری بدهی‌های جاری در پایان سال / ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال.

$\Delta CG_t$ : درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی در سال  $t$  است. که این متغیر توسط معیارهای حاکمیت شرکتی نامبرده در ذیل امتیازدهی می‌شود؛

(1) درصد سهام شناور آزاد

(2) اعضای غیرموظف هیات‌مدیره

(3) کیفیت افشا

(4) نوع موسسات حسابرسی

(5) نسبت پرداخت سود سهام

که برای محاسبه تغییرات آن در طول سال از رابطه زیر استفاده می‌شود؛



$$\Delta CG_t = CG_t - CG_{t-1}$$

$CG_t$  = امتیاز حاکمیت شرکتی در سال جاری.

$CG_{t-1}$  = امتیاز حاکمیت شرکتی در سال گذشته.

$\Delta CG_t$  = میزان بهبود حاکمیت شرکتی در سال  $t$ .

$Size_t$ : با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت در پایان سال  $t$  محاسبه می‌شود.

$DRA_t$ : با استفاده از نسبت ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال  $t$  محاسبه می‌شود.

$ROA_t$ : با استفاده از نسبت سود عملیاتی به مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت در پایان سال  $t$  محاسبه می‌شود.

### 3-5-2 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی اول

به منظور آزمون فرضیه فرعی اول، که بیان می‌کند بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-4) استفاده می‌شود.

رابطه (3-4)

$$TobinQ_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta FF_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 ROA_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-4)؛

$\Delta FF_t$ : تغییرات درصد سهام شناور آزاد در سال  $t$  است. که از تفاوت کل سهام منتشره شرکت منهای تعداد سهام در اختیار سهامداران نهادی در سال جاری و سال گذشته محاسبه می‌شود.

### 3-5-3 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی دوم

به منظور آزمون فرضیه فرعی دوم، که بیان می‌کند بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-5) استفاده می‌شود.

رابطه (3-5)

$$TobinQ_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta NED_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 ROA_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-5)؛

$\Delta NED_t$ : تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره در سال  $t$  است. که از تفاوت نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره در سال جاری و سال گذشته به دست می‌آید.

**3-5-4 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی سوم**

به منظور آزمون فرضیه فرعی سوم، که بیان می‌کند بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-6) استفاده می‌شود.

رابطه (3-6)

$$\text{TobinQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DIS}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-6)؛

$\Delta \text{DIS}_t$ : تغییرات کیفیت افشا در سال  $t$  است. با استفاده از دو معیار قابلیت اتکا و به موقع بودن ارسال اطلاعات که توسط سازمان بورس اوراق بهادار برای شرکت‌های بورسی اطلاع‌رسانی می‌شود، به دست می‌آید. در این پژوهش برای محاسبه تغییرات کیفیت افشا از تفاوت کیفیت افشا در سال جاری و سال گذشته استفاده می‌شود.

**3-5-5 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی چهارم**

به منظور آزمون فرضیه فرعی چهارم، که بیان می‌کند بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-7) استفاده می‌شود.

رابطه (3-7)

$$\text{TobinQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{AUD}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-7)؛

$\text{AUD}_t$ : اگر صورت‌های مالی در پایان سال مالی  $t$  توسط مرجع دولتی (سازمان حسابرسی) رسیدگی شود عدد یک و در غیر این صورت (مرجع خصوصی) عدد صفر لحاظ می‌شود.

**3-5-6 مدل مربوط به آزمون فرضیه فرعی پنجم**

به منظور آزمون فرضیه فرعی پنجم، که بیان می‌کند بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد، از رابطه (3-8) استفاده می‌شود.

رابطه (3-8)

$$\text{TobinQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DPR}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

در رابطه (3-8)؛

$\Delta DPR_t$ : تغییرات نسبت پرداخت سود سهام در سال  $t$  است. که از تفاوت سود تقسیم شده هر سهم بر سود هر سهم در سال جاری و سال گذشته محاسبه می‌شود.

جدول (2-3) متغیرهای پژوهش و علامت اختصاری آنها

عنوان متغیر	وضعیت در مدل	نماد متغیر
Q توبین	وابسته	TobinQ
درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی	مستقل	$\Delta CG$
تغییرات درصد سهام شناور آزاد	مستقل	$\Delta FF$
تغییرات اعضای غیرموظف هیات مدیره	مستقل	$\Delta NED$
تغییرات کیفیت افشا	مستقل	$\Delta DIS$
نوع موسسات حسابرسی	مستقل	AUD
تغییرات نسبت پرداخت سود سهام	مستقل	$\Delta DPR$
اندازه شرکت	کنترلی	Size
اهرم مالی	کنترلی	DRA
بازده دارایی‌ها	کنترلی	ROA

### 3-6 تحلیل توصیفی داده‌ها

تحلیل توصیفی داده‌ها شامل آمار توصیفی و آمار استنباطی به شرح ذیل می‌باشد؛

#### 3-6-1 آمار توصیفی

اولین مرحله تحلیل داده‌ها، توصیف یا تلخیص داده‌ها با استفاده از آمارهای توصیفی است. در تحلیل توصیفی، داده‌ها، صرفاً برای بررسی وضع یک گروه یا یک موقعیت به کار می‌روند. مثلاً وضعیت سنی، نوع

شغل، توصیف تحصیلات و رضایت از شغل، می‌باشد. اما تحلیل روابط و تغییرات بین متغیرها و تحلیل مجموعه متغیرها برای تبیین علت از عهده آمارهای توصیفی خارج است. آمارهای توصیفی عمده عبارتند از:

- 1) اندازه‌های گرایش به مرکز (میانگین، میانه، نما)؛
- 2) اندازه‌های پراکندگی (دامنه تغییرات، واریانس، انحراف استاندارد)؛
- 3) اندازه‌های وضعیت نسبی (رتبه درصدی، نمره انحراف متوسط)؛
- 4) اندازه‌های رابطه‌ای (ضریب همبستگی پیرسون، اسپیرمن) (فلاح‌چای و سیدنژاد فهیم، 1385).

### 3-6-2 آمارهای استنباطی

آمارهای استنباطی با تبیین روابط سروکار دارند. براساس رفتار و وضعیت گروه نمونه، رفتار جامعه آماری پیش‌بینی می‌شود. آمارهای استنباطی به دو گروه تقسیم می‌شوند:

- الف) آمارهای پارامتریک: به فرض‌های نظیر حداقل فاصله‌ای بودن مقیاس‌ها، توزیع نرمال نمره‌ها و یکسان بودن واریانس جامعه‌ها نیاز دارد؛
- ب) آمارهای ناپارامتریک: این گروه نیز به فرض‌های بالا نیاز ندارند و فرض‌های آنها بر پایه، مقیاس‌های اندازه‌گیری سطوح پایین‌تری نظیر مقیاس‌های اسمی و رتبه‌ای قرار دارند (حسینی، 1382).

### 3-7 مدل‌های اقتصادسنجی پژوهش

مدل‌های مربوط به فرضیه‌های پژوهش، به واسطه نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره مورد بررسی قرار می‌گیرند، و با تجزیه و تحلیل آنها، نسبت به قبولی یا رد فرضیه اقدام می‌گردد.

### 3-7-1 ابزار تحلیل داده‌ها

در مواردی که بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته با یک یا چند متغیر مستقل مد نظر باشد و هدف محقق این است که براساس این ارتباط و با استفاده از داده‌های تاریخی، پارامتر (پارامترهایی) برای متغیر (متغیرهای) مستقل برآورد و با ارائه مدل اقدام به پیش‌بینی نماید، داده‌ها و متغیرهای موجود در یک مدل معمولاً در سه نوع مختلف می‌تواند باشد؛

- الف) داده‌های سری زمانی<sup>1</sup>: داده‌های سری زمانی، مقادیر یک متغیر (چند متغیر) را در نقاط متوالی در زمان، اندازه‌گیری می‌کند. این توالی می‌تواند سالانه، فصلی، ماهانه، هفتگی یا حتی به صورت پیوسته باشد؛

<sup>1</sup>. Time Series Data

ب) داده‌های مقطعی<sup>۱</sup>: داده‌های مقطعی، مقادیر یک متغیر (چند متغیر) را در طول زمان و روی واحدهای متعدد اندازه‌گیری می‌کند، این واحدها می‌تواند واحدهای تولیدی، صنایع و یا شرکت‌های مختلف باشد؛

ج) داده‌های ترکیبی<sup>۲</sup>: داده‌های ترکیبی، روشی برای تلفیق داده‌های مقطعی و سری زمانی است. به طور کلی باید گفت داده‌های ترکیبی تحلیل‌های تجربی را به شکلی غنی می‌سازند که در صورت استفاده از داده‌های سری زمانی یا مقطعی این امکان وجود ندارد (سوری، ۱۳۹۲).

### 3-2-7 تحلیل رگرسیون

پژوهش‌های حسابداری عموماً با استفاده از اطلاعات حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام می‌پذیرد. نتایج چنین پژوهش‌هایی می‌تواند به عنوان مبنا و راهکاری جهت ارزیابی و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر افراد ذینفع در بورس اوراق بهادار قلمداد شود. لذا استفاده از یک روش آماری مناسب جهت تحلیل داده‌ها امری ضروری می‌باشد. تحلیل رگرسیونی به عنوان روشی کاربردی جهت تحلیل داده‌ها، در بسیاری از پژوهش‌های حسابداری مورد استفاده قرار گرفته است.

تحلیل رگرسیونی، روشی آماری جهت بررسی رابطه بین متغیرها و به طور کلی پژوهش‌های علی است. در این روش رابطه بین متغیر یا متغیرهای مستقل با متغیر وابسته نشان داده می‌شود. ساده‌ترین مدل رگرسیون، مدل رگرسیون خطی است که تنها شامل یک متغیر مستقل و یک متغیر وابسته با رابطه خطی می‌باشد. در رگرسیون خطی ما به دنبال برآورد رابطه ریاضی و تحلیل آن هستیم. به طوری که بتوان به کمک آن کمیت یک متغیر مجهول را با استفاده از متغیر یا متغیرهای معلوم، تعیین کرد. با فرض آن که رابطه علت و معلولی بین دو متغیر کمی وجود دارد و این رابطه به صورت خطی می‌باشد، معادله رگرسیون به شکل زیر نوشته می‌شود:

(3-9)

$$y = \alpha + bx$$

که در آن شیب خط و عرض از مبدا (محل تلاقی با محور) است. رگرسیون خطی چند متغیره نیز زمانی استفاده می‌شود که دو یا چند متغیر تاثیر عمده‌ای روی متغیر وابسته باشند. در این وضعیت از رگرسیون چندگانه جهت پیش‌بینی متغیر وابسته استفاده می‌شود. در رگرسیون چندگانه نیز فرض خطی بودن متغیرها برقرار می‌باشد و بر همین اساس معادله رگرسیون چندگانه به شکل زیر تعریف می‌شود (مومنی و فعال‌قیومی، ۱۳۹۱).

<sup>۱</sup>. Cross Section Data

<sup>۲</sup>. Panel Data

( 10-3 )

$$y = \alpha_0 + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n$$

### 3-2-1 فرض مدل رگرسیون خطی کلاسیک

تحلیل رگرسیون مبتنی بر چند فرض اساسی و ساده می‌باشد و اگر یک یا چند مورد از این مفروضات برقرار نباشد، تفسیر مربوط به تحلیل رگرسیون نادرست بوده و پیش‌بینی‌های انجام شده براساس آن ضعیف خواهد بود. برای برآورد مدل‌های رگرسیون، آزمون فرض کلاسیک از جمله بررسی نرمال بودن خطاها، خودهمبستگی، همسانی واریانس، هم خطی و ریشه واحد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار هستند، بنابراین قبل از آن که مدل‌ها برآورد گردد این فرض مورد آزمون قرار خواهد گرفت.

#### • نرمال بودن

جهت بررسی این نکته که آیا متغیرهایی که مورد بررسی و محاسبه قرار می‌گیرند، از قابلیت اتکای مناسبی برخوردارند، آزمون نرمال بودن انحرافات صورت می‌گیرد که با استفاده از آزمون جارک- برا<sup>1</sup> به بررسی نرمال بودن داده‌های آزمون پرداخته می‌شود. با توجه به این که در جامعه با توزیع نرمال، روش‌های پارامتریک و در جامعه‌های با توزیع غیرنرمال، روش‌های ناپارامتریک به کار گرفته می‌شود، بنابراین در ابتدا نرمال یا غیرنرمال بودن داده‌ها مشخص می‌شود. در توزیع نرمال مقدار میانگین متغیرهای تصادفی صفر و واریانس آنها برابر یک است. چولگی و کشیدگی برای توزیع نرمال به ترتیب دارای مقادیر صفر و سه می‌باشد. در صورت نرمال نبودن باقیمانده‌های یک مدل اگر اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فرض کلاسیک نیز برقرار باشند، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور آماره‌های آزمون به طور مجانبی از توزیع‌های مناسب پیروی می‌کنند و از کارایی برخوردارند. فرضیه‌های آماری آزمون نرمال بودن به شرح زیر می‌باشد (افلاطونی، 1392).

$$\begin{cases} H_0: \text{توزیع داده‌ها نرمال است} \\ H_1: \text{توزیع داده‌ها نرمال نیست} \end{cases}$$

#### • خودهمبستگی

در مدل‌های رگرسیونی فرض بر آن است که جملات خطا از دوره‌ای به دوره بعد مستقل می‌باشند، اما در بسیاری موارد، جملات خطا در دوره‌های مختلف همبسته‌اند. در چنین مواردی جملات خطا

<sup>1</sup> Jarque- Bera

اصطلاحاً دارای خودهمبستگی یا همبستگی متوالی هستند. یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط معادله رگرسیون) است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. برای بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین-واتسون<sup>۱</sup> استفاده می‌شود که فرضیه‌های آماری آن به شرح زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{بین خطاها همبستگی وجود ندارد} \\ H_1: \text{بین خطاها همبستگی وجود دارد} \end{cases}$$

چنانچه این آماره در بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار گیرد، فرضیه صفر آزمون پذیرفته می‌شود و در غیر این صورت، فرضیه صفر، رد می‌گردد (مومنی و فعال‌قیومی، ۱۳۹۱).

#### • همسانی واریانس

یکی از فروض کلاسیک همگن یا همسان بودن توزیع واریانس خطاهاست، که در صورت منفی شدن این فرض، اجزای اخلاص دارای ناهمسانی واریانس خواهند بود. ناهمسانی واریانس در واقع، به دلیل برابر نشدن واریانس متغیر وابسته در دوره‌های مختلف به وجود می‌آید. در صورت نابرابری واریانس متغیر وابسته، واریانس اجزای اخلاص نیز در ادوار مختلف یکسان نخواهد بود که در نتیجه، تخمین مدل دچار تورش و عدم کارایی می‌گردد. برای تشخیص همسانی واریانس در مدل از آزمون‌های مختلفی مانند آزمون وایت<sup>۲</sup>، برانش‌پاگان<sup>۳</sup>، نیووی ست<sup>۴</sup>، گلدفلد-کوانت<sup>۵</sup>، پارک<sup>۶</sup>، گلیسر<sup>۷</sup>، بارتلت<sup>۸</sup>، لون<sup>۹</sup> و براون-فورسیته<sup>۱۰</sup> می‌توان استفاده کرد. یکی از روش‌های ساده تخمین پارامترها با فرض عدم تساوی واریانس جملات باقیمانده، تغییر متغیرها می‌باشد. البته به این شرط که واریانس جملات باقیمانده با مربع یکی از متغیرهای

<sup>۱</sup>. Durbin-Watson

<sup>۲</sup>. White

<sup>۳</sup>. Brush-Pagan

<sup>۴</sup>. Newey-West

<sup>۵</sup>. Goldfeld-Quandt

<sup>۶</sup>. Park

<sup>۷</sup>. Glejser

<sup>۸</sup>. Bartlett

<sup>۹</sup>. Levene

<sup>۱۰</sup>. Brown-Forsythe

مستقل، رابطه‌ای مستقیم داشته باشد. گاهی اوقات مشکل واریانس ناهمسانی با تخمین تابع رگرسیون به صورت لگاریتمی حل می‌شود. البته در این حالت  $R^2$  مدل قبلی با  $R^2$  مدل جدید قابل مقایسه نیست. چون متغیرهای مستقل و وابسته دو مدل از یکدیگر متفاوتند (عباسی‌نژاد، 1386). همچنین می‌توان از یک برآورد جایگزین استفاده کرد که ناهمسانی مذکور را در فرآیند برازش لحاظ نماید. روش معمول، استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته<sup>1</sup> (GLS) است. فرضیه‌های آماری آزمون همسانی واریانس به شرح زیر می‌باشد (افلاطونی، 1392).

$$\begin{cases} H_0: \text{همسانی واریانس برقرار است} \\ H_1: \text{همسانی واریانس برقرار نیست} \end{cases}$$

#### • هم خطی

هم خطی در اثر ارتباط خطی یا فنی متغیرهای مستقل مدل به وجود می‌آید. معیار تشخیص هم خطی (که به عامل تورم واریانس<sup>2</sup> معروف است) مبتنی بر تغییر ضریب تعیین و واریانس رگرسیون در نتیجه ورود متغیرهای هم خط به مدل است. از جنبه کاربردی تا زمانی که میزان توضیح‌دهندگی مدل به واسطه ورود متغیرهای هم خط کاسته نشود و ضرایب رگرسیونی آنها نیز معنی‌دار باشند در جهت رفع هم خطی اقدامی صورت نمی‌گیرد. راهکار رفع هم خطی پیش از حذف متغیرهای شدیداً هم خط، استفاده از تحلیل عاملی یا همان ادغام کردن تاثیر متغیرهای هم خط در غالب یک متغیر روی مدل است.

طبق این فرض هیچ رابطه خطی دقیقی بین هیچ یک از متغیرهای توضیحی وجود ندارد، لازم است هیچ یک از متغیرهای توضیحی دیگر و یا با هر ترکیب خطی از متغیرهای توضیحی دیگر، کاملاً همبسته نباشد. وقتی که این فرض نقض شود سخن از هم خطی مرکب به میان می‌آید، آن گاه حالات بین این‌ها درجات مختلف هم خطی را توصیف می‌کند. موارد حائز اهمیت، درجات بالای هم خطی است و وقتی پیش می‌آید که یکی از متغیرهای توضیحی با متغیر توضیحی دیگر و یا ترکیب خطی متغیرهای توضیحی دیگر به شدت همبسته باشد. در مورد هم خطی به دو نکته باید توجه داشت:

1) مسئله هم خطی مربوط به درجه است و نه نوع آن، وجه تمایز مشخصی بین حضور و عدم حضور هم خطی نیست، بلکه بین درجات مختلف آن است.

2) از آنجا که هم خطی به وضعیت متغیرهای توضیحی مربوط می‌شود که غیر تصادفی فرض شده‌اند، پس یک ویژگی نمونه است و نه جامعه. اگر متغیرهای توصیف‌کننده تصادفی باشند و بین آنها در

<sup>1</sup>. Generally Least Squares

<sup>2</sup>. Variance Inflation Factors



جامعه رابطه مشخص وجود داشته باشد، این رابطه باید به عنوان بخشی از مدل مشخص شود. اگر چنین رابطه‌ای در جامعه وجود نداشته باشد، هنوز ممکن است ما روابطی بین متغیرهای توضیحی در نمونه پیدا کنیم. بنابراین باز هم خطی ویژگی نمونه است و نه جامعه (حقیقت، 1387).

#### • ریشه واحد

داده‌های مورد استفاده در مطالعات اقتصادسنجی را می‌توان به سه دسته داده‌های سری زمانی، مقطعی، ترکیبی تقسیم‌بندی کرد. به استثنای داده‌های مقطعی، در بقیه داده‌ها باید آزمون ریشه واحد صورت گیرد (صمدی، 1388). روش‌های سنتی اقتصادسنجی در برآورد ضرایب یک الگو، مبتنی بر پایا (مانا) بودن سری‌های زمانی می‌باشند. متغیر سری‌زمانی وقتی مانا است که میانگین، واریانس، کواریانس و در نتیجه ضریب همبستگی آن در طول زمان ثابت باشد و مهم نباشد که در چه مقطعی از زمان، این شاخص‌ها را محاسبه کنیم. اما از طرفی، «بررسی‌هایی که از سال‌های 1990 به بعد انجام شده، نشان داده است که بسیاری از متغیرهای سری‌زمانی در اقتصاد مانا نیستند» (هژیرکیانی، 1376).

به عبارتی دیگر، میانگین و واریانس این سری‌ها در طول زمان متغیر بوده و کواریانس آنها در ازای وقفه‌های مشخص، ثابت نیست که از این خصوصیات به عنوان نامانا بودن سری‌های زمانی یاد می‌شود. اگر سری‌های زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب الگو نامانا باشند، برآورد الگو با چنین متغیرهایی ممکن است به رگرسیون کاذب منجر شود؛ بدین معنی که ممکن است ضریب تعیین  $R^2$  به دست آمده از الگوی برآوردی بسیار بالا بوده، ولی هیچ رابطه معنی‌داری بین متغیرهای الگو وجود نداشته باشد. عدم توجه به چنین نکته‌ای، موجب گمراهی محقق و استنباط‌های غلط در مورد ارتباط بین متغیرها خواهد شد. از این رو قبل از استفاده از این متغیرها لازم است نسبت به مانایی یا عدم مانایی آنها اطمینان حاصل کرد (نوفرستی، 1378). در این قسمت، خواص آماری داده‌های ترکیبی، به لحاظ مانایی یا وجود ریشه واحد مورد بررسی قرار می‌گیرند. به این منظور، از آزمون ریشه واحد که یکی از معمول‌ترین آزمون‌ها برای تشخیص مانایی است استفاده می‌شود. مهم‌ترین آزمون‌های ریشه واحد در مورد داده‌های ترکیبی، شش روش زیر می‌باشد:

1. آزمون لوین، لین و چو<sup>1</sup>
2. آزمون ایم، پسران و شین<sup>2</sup>
3. آزمون فیشر-دیککی فولر تعمیم‌یافته<sup>3</sup>

<sup>1</sup>. Levin, Lin & Chu Test

<sup>2</sup>. Im, Pesaran & Shin Test

<sup>3</sup>. Fisher – Augmented Dickey-Fuller (Fisher-ADF) Test

4. آزمون فیشر - فیلیپس - پرون<sup>1</sup>

5. آزمون بریتونگ<sup>2</sup>

6. آزمون هاردی<sup>3</sup> (ابریشمی و مهرآرا، 1381).

در نهایت همان طور که اشاره شد یکی از راههای اجتناب از رگرسیون کاذب، اطمینان از ایستایی داده‌ها است. از این رو قبل از تخمین مدل، خواص آماری داده‌های ترکیبی، به لحاظ مانایی یا وجود ریشه واحد مورد بررسی قرار می‌گیرند. فرضیه‌های آماری آزمون ریشه واحد به شرح زیر می‌باشد.

$$\begin{cases} H_0: \text{وجود ریشه واحد} \\ H_1: \text{عدم وجود ریشه واحد} \end{cases}$$

### 3-7-2-2 انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیون

اولین آزمون برای داده‌های ترکیبی آزمون F لیمر یا چاو تست<sup>4</sup> است؛ ابتدا باید فرض الگوی مقدار ثابت آزمون فروض کلاسیک مشترک که همان همگن بودن مقاطع مختلف مورد مطالعه می‌باشد را بیازماییم. برای آزمون این فرض از تست فوق استفاده می‌شود. فرضیه صفر این آزمون یکسان بودن مقادیر ثابت تمامی مقاطع مورد مطالعه می‌باشد، در صورت عدم رد این فرضیه می‌توان از الگوی مقدار ثابت استفاده کرد.

$$\begin{cases} \text{مدل pool} \leftrightarrow \text{عرض از مبداها باهم برابرند: } H_0 \\ \text{مدل اثرات ثابت} \leftrightarrow \text{حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه مساوی نیست: } H_1 \end{cases}$$

اگر آماره F لیمر بزرگتر از F جدول باشد، فرضیه صفر رد می‌شود؛ یعنی اختلاف معنی‌داری بین مقاطع مختلف وجود دارد که در این حالت می‌بایست از روش داده‌های ترکیبی استفاده کرد. دومین آزمون در داده‌های ترکیبی بعد از رد فرضیه صفر آزمون F لیمر، آزمون هاسمن<sup>5</sup> می‌باشد. به طور کلی اگر در آزمون اول مشخص شد که می‌توان برای تمامی مقاطع عرض از مبدا جداگانه در نظر گرفت؛ محقق باید به بحث انتخاب الگوی اثرات ثابت یا الگوی اثرات تصادفی بپردازد که انتخاب یکی از این دو الگو براساس آزمون هاسمن صورت می‌گیرد. فرض اصلی در الگوی اثرات ثابت این است که جزء خطا می‌تواند با متغیرهای

<sup>1</sup>. Fisher-Phillips-Perron (Fisher-PP) Test

<sup>2</sup>. Breitung Test

<sup>3</sup>. Hardy Test

<sup>4</sup>. Chow Test

<sup>5</sup>. Hausman Test

توضیحی همبسته باشد، البته با جزء خطای ثابت در زمان، مثلاً جنسیت فرد در طی زمان تغییر نمی‌کند. اما در الگوی اثرات تصادفی فرض می‌شود که همبستگی بین جزء خطا با متغیرهای توضیحی وجود ندارد. در صورتی که احتمال آماره آزمون هاسمن بیش از 0/05 باشد، در سطح معنی‌داری 95 درصد می‌توان اثرات تصادفی را به اثرات ثابت ترجیح داد، در غیر این صورت، اثرات ثابت انتخاب می‌شود. به بیان دیگر، در آزمون هاسمن، رد فرضیه صفر بیانگر استفاده از اثرات ثابت است. فرضیه‌های آماری آزمون هاسمن به شرح زیر می‌باشد (گجراتی، 1995).

$$\begin{cases} \text{مدل اثرات تصادفی} \rightarrow \text{بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد: } H_0 \\ \text{مدل اثرات ثابت} \rightarrow \text{بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد: } H_1 \end{cases}$$

- **اثرات ثابت:** در این روش، عرض از مبدا برای هر یک از واحدها متفاوت است اما ضرایب شیب میان واحدهای مختلف ثابت است. این مدل، اثرات ثابت نامیده می‌شود. اثرات ثابت به این دلیل است که با وجود تفاوت عرض از مبدا میان واحدهای مختلف، عرض از مبدا طی زمان تغییر نمی‌کند؛
- **اثرات تصادفی:** مدل اثرات تصادفی هنگامی یک الگوی مناسب به شمار می‌رود که تفاوت بین داده‌های مقطعی به صورت تصادفی باشد. باید توجه داشت در این حالت ممکن است واریانس‌های مربوط به مقاطع مختلف با هم یکسان نبوده، و مدل مورد نظر دچار ناهمسانی واریانس باشد، که باید به جای روش حداقل مربعات معمولی<sup>1</sup> از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده کرد (افلاطونی، 1392).

### 3-2-7-3 آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون

در رگرسیون چندگانه دو یا چند متغیر مستقل وجود دارد و لازم است که برای مشخص شدن معنی‌دار بودن آنها دو آزمون انجام گیرد. ابتدا آزمون معنی‌دار بودن معادله رگرسیون و در مرحله بعد آزمون معنی‌دار بودن هر کدام از ضرایب متغیر مستقل در معادله.

**1) آزمون معنی‌دار بودن معادله رگرسیون:** در یک معادله رگرسیون چندگانه، چنانچه هیچ‌گونه رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، می‌بایست تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در

<sup>1</sup>. Ordinary Least Squares

معادله، مساوی صفر باشند. بدین ترتیب ما می‌توانیم معنی‌دار بودن معادله رگرسیون را آزمون کنیم. این کار با استفاده از آماره  $F$  با فرض‌های زیر صورت می‌گیرد (عباسی‌نژاد، 1386):

$$\begin{cases} H_0: \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0 \leftrightarrow \text{معادله رگرسیون معنادار نیست} \\ H_1: \beta_i \neq 0: i = 1, 2, \dots, k \leftrightarrow \text{معادله رگرسیون معنادار است} \end{cases}$$

که به وسیله آماره زیر صحت آن مورد بررسی قرار می‌گیرد:

رابطه (3-11)

$$F = \frac{ESS / (K - 1)}{RSS / (N - K)}$$

برای تصمیم‌گیری در مورد پذیرش یا رد فرضیه صفر، آماره  $F$  به دست آمده با  $F$  جدول که با درجات آزادی  $K-1$  و  $N-K$  در سطح خطای  $0.05$  ( $\alpha$ ) محاسبه شده، مقایسه می‌شود، اگر  $F$  محاسبه شده بیشتر از  $F$  جدول باشد ( $F > F_{\alpha}(K-1, N-K)$ ) مقدار عددی تابع آزمون در ناحیه بحرانی قرار گرفته و فرض  $H_0$  رد می‌شود. در این حالت با ضریب اطمینان  $0.95$  کل مدل معنی‌دار خواهد بود. در صورتی که مقدار  $F$  محاسبه شده کمتر از  $F$  جدول باشد فرض  $H_0$  پذیرفته شده و معنی‌داری مدل در سطح اطمینان  $0.95$  مورد تایید قرار نمی‌گیرد (صلاحی‌نژاد و سعادت، 1393).

**(2) آزمون معنی‌دار بودن ضرایب رگرسیونی:** بعد از آزمون معنی‌دار بودن رگرسیون، بایستی معنی‌دار بودن هر کدام از ضرایب، آزمون گردد. هدف از انجام این آزمون آن است که مشخص شود آیا در سطح اطمینان مورد نظر، ضریب محاسبه شده مخالف صفر است یا خیر؟ فرض‌های این آزمون به شرح زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \beta_i = 0 \leftrightarrow \text{ضریب جامعه صفر است} \\ H_1: \beta_i \neq 0 \leftrightarrow \text{ضریب جامعه مخالف صفر است} \end{cases}$$

برای آزمون این فرضیه‌ها از آماره  $t$  استفاده می‌گردد. فرض صفر این آزمون این است که ضریب محاسبه شده از لحاظ آماری برابر با صفر است و معنی‌دار نیست. چنانچه در سطح معنی‌داری  $\alpha = 0.05$  آماره  $t$  محاسبه شده برای ضرایب رگرسیون بزرگتر از  $t$  جدول باشد یا به عبارت دیگر احتمال<sup>1</sup> محاسبه شده کمتر

<sup>1</sup>. P-Value

از 0/05 بود می‌توان نتیجه گرفت که فرض صفر آزمون رد شده و بنابراین آن ضریب از لحاظ آماری معنی‌دار است. در غیر این صورت فرض صفر آزمون تایید شده و نتیجه گرفته می‌شود که آن ضریب از لحاظ آماری تفاوتی با صفر ندارد (ذوالنور، 1374).

### 3-2-7-4 ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده

ضریب تعیین مهم‌ترین معیاری است که با آن می‌توان رابطه بین دو متغیر  $X$  و  $Y$  (مستقل و وابسته) را توضیح داد و میزان انحراف مشاهدات  $Y$  را با برآورد خط رگرسیون اندازه‌گیری می‌کند. این ضریب بین صفر تا یک در نوسان بوده، به طوری که مقدار صفر بیانگر آن است که خط رگرسیون هرگز نتوانسته تغییرات  $Y$  را به متغیر توضیحی  $X$  نسبت دهد. مقدار یک نیز بیانگر آن است که خط رگرسیون به طور دقیق توانسته است تغییرات  $Y$  را به متغیر توضیحی  $X$  نسبت دهد (مومنی و فعال‌قیومی، 1391). در رگرسیون چند متغیره در صورتی که نمونه کوچک باشد، ترجیح داده می‌شود که از مقیاس دیگری به نام ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی نیکویی برازش مدل رگرسیون چند متغیره استفاده گردد. این ضریب همان ضریب تعیین است که در آن مقادیر مجموع مجذورات کل و مجموع مجذورات باقیمانده‌ها با درجات آزادیشان تعدیل گردیده‌اند. هدف از به کارگیری  $R^2$  تعدیل شده، تسهیل در مقایسه نیکویی برازش چندین معادله رگرسیون است که از نظر تعداد متغیرهای توضیحی متفاوتند و با بزرگتر شدن حجم نمونه این دو ضریب به همدیگر نزدیک می‌شوند (افلاطونی، 1392).

### 3-2-7-5 برآورد ضرایب رگرسیون

یکی از مباحث اصلی تحلیل‌های رگرسیونی، تخمین پارامترهای مدل است. از آنجایی که پارامترهای واقعی جامعه هیچ‌گاه قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیستند (زیرا  $\epsilon_t$  اساساً قابل مشاهده نیست)، در نتیجه می‌توان با تخمین پارامترها، مدل رگرسیونی نمونه را برآورد کرد. برای برآورد مدل‌های رگرسیون، بسته به نوع مدل، روش‌های متفاوتی وجود دارد.

#### • روش حداقل مربعات معمولی (OLS)

برای مدل‌های رگرسیون خطی، روش حداقل مربعات معمولی ساده‌ترین و مرسوم‌ترین روش برآورد است. زیربنای فکری روش حداقل مربعات معمولی این است که ضرایب مدل مقادیری اختیار کنند که مدل رگرسیون نمونه، بیشترین نزدیکی را به مشاهدات داشته باشد و به عبارت دیگر کمترین انحراف را از مشاهدات نشان دهد (یعنی مجموع مربعات پسماند به حداقل برسد).

روش حداقل مربعات معمولی برای برآورد ضرایب نیاز به هیچ شرطی روی جمله اخلاص ندارد. اما برای آن که ضرایب برآورد شده نااریب (بدون تورش) باشند و استنتاج آماری از طریق آنها امکان پذیر باشد، برقرار بودن فروض کلاسیک رگرسیون خطی الزامی است. اگر بعد از انجام روش حداقل مربعات معمولی، آزمون‌های آماری بر نقض یکی از فروض کلاسیک صحه بگذارند، دیگر استفاده از روش حداقل مربعات معمولی برای برآورد مقادیر، مجاز نخواهد بود. در این صورت باید مدل یا روش برآورد تغییر داده شود. به طور سنتی در داده‌های مقطعی انتظار «ناهمسانی واریانس» و در داده‌های سری زمانی انتظار «خودهمبستگی» را داریم (گجراتی، 1995).

#### • روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)

در صورت مشاهده ناهمسانی واریانس، می‌توان از «روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)» برای برآورد ضرایب استفاده کرد. البته استفاده از این روش نیازمند حدس‌هایی در مورد ماتریس واریانس-کوواریانس جملات اخلاص است که در این مورد، استفاده از ماتریس واریانس-کوواریانس جملات اخلاص مدل حداقل مربعات معمولی برآورد شده به عنوان نقطه شروع و استفاده از روش‌های تکرار شونده<sup>1</sup> می‌تواند راهگشا باشد (گجراتی، 1995).

### 3-8 خلاصه فصل سوم

در این فصل ابتدا تدوین فرضیه‌ها، متدولوژی پژوهش شامل روش‌شناسی پژوهش، روش گردآوری و تحلیل اطلاعات، قلمرو پژوهش و جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفت. سپس در مورد متغیرهای پژوهش از جمله متغیرهای وابسته و مستقل توضیحاتی ارائه گردید. در نهایت نحوه اندازه‌گیری مدل‌های پژوهش مورد بحث قرار گرفت. آزمون فرضیه‌ها شامل آمار توصیفی، آمارهای استنباطی، داده‌های ترکیبی تشریح شد. در این پژوهش از روش رگرسیونی استفاده می‌گردد که باعث افزایش دقت مدل پژوهش و نتایج به دست آمده خواهد شد. در فصل چهارم نتایج پژوهش به تفصیل شرح داده می‌شود.

<sup>1</sup>. Iterative

کالج پروژه

فصل چهارم  
تحلیل داده‌های پژوهش

## 4-1 مقدمه

پژوهشگر پس از این که روش پژوهش خود را مشخص نمود و با استفاده از ابزارهای مناسب، داده‌های مورد نیاز را برای آزمون فرضیه‌های خود جمع‌آوری نمود، اکنون نوبت آن است که با بهره‌گیری از تکنیک‌های آماری مناسبی که با روش پژوهش و نوع متغیرها سازگاری دارد، داده‌های جمع‌آوری شده را دسته‌بندی و تحلیل نماید و در نهایت فرضیه‌هایی را که تا این مرحله او را در پژوهش هدایت کرده‌اند، را مورد آزمون قرار دهد و سرانجام بتواند راه‌حل و پاسخی برای پرسش پژوهش بیابد. پیوند دادن موضوع پژوهش به رشته‌ای از اطلاعات موجود، مستلزم اندیشه‌ای خلاق است. معمولاً موضوعی به ذهن محقق خطور می‌کند که یافتن منابع داده‌های موجود، برای بررسی آن مستلزم خلاقیت ذهنی محقق است، آرایش و تنظیم داده‌ها نیز مستلزم خلاقیت است. فرآیند تحلیل داده‌ها، فرآیندی چند مرحله‌ای است که طی آن داده‌هایی که از طریق به کارگیری ابزارهای جمع‌آوری در جامعه (نمونه) آماری فراهم آمده‌اند، خلاصه، کدبندی، دسته‌بندی و در نهایت پردازش می‌شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل‌ها و ارتباط بین این داده‌ها به منظور آزمون فرضیه‌ها فراهم آید.

در فصل سوم به تفصیل روش پژوهش، نحوه گردآوری اطلاعات، قلمرو موضوعی، زمانی و مکانی پژوهش، جامعه و نمونه آماری، متغیرهای پژوهش و نیز مدل‌های مورد استفاده در پژوهش ارائه شده است. در این پژوهش داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار اکسل دسته‌بندی شده و سپس از نرم‌افزار Eviews 8 برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است.

## 4-2 آمار توصیفی داده‌های پژوهش

در این قسمت برای ورود به مرحله تجزیه و تحلیل اطلاعات، آماره توصیفی داده‌ها شامل شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی، انحراف از قرینگی، انحراف از کشیدگی و همچنین آزمون جارک- برا که توزیع نرمال متغیرها را تایید می‌کند، محاسبه گردیده است. از آنجا که یکی از مفروضات مدل رگرسیون، نرمال بودن توزیع متغیر وابسته است، لذا نرمال بودن توزیع متغیر وابسته، مورد بررسی قرار گرفت که بدین منظور از آزمون جارک- برا استفاده شده است. برای آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها، فرض صفر این است که توزیع داده‌ها نرمال می‌باشد. اگر احتمال ارائه شده براساس این آزمون بزرگتر از 5 درصد باشد، فرض صفر پذیرفته و در غیر این صورت رد می‌شود. براساس محاسباتی که توسط نرم‌افزار Eviews 8 برآورد گردیده و در پیوست پایان‌نامه ارائه شده است، همه احتمالات صفر می‌باشند. بنابراین فرض صفر رد شده و مشخص می‌شود که توزیع داده‌های متغیر وابسته، نرمال نمی‌باشد. لذا برای نرمال‌سازی متغیر وابسته از



تبدیل باکس-کاکس<sup>۱</sup> در نرم افزار Eviews 8 استفاده شده است که نحوه محاسبه تابع تبدیل متغیر وابسته در پیوست پایان نامه ارائه گردیده است. جداول (1-4) و (2-4) به ترتیب آمار توصیفی داده های کمی پژوهش بعد از نرمال کردن متغیر وابسته و تحلیل فراوانی داده کیفی پژوهش را نشان می دهند.

جدول (1-4) نتایج آمار توصیفی داده های کمی پژوهش

متغیرهای پژوهش	Tobin Q	$\Delta CG$	$\Delta FF$	$\Delta NED$	$\Delta DIS$	$\Delta DPR$	Size	DRA	ROA
میانگین	0/311	0/038	0/193	0/006	2/848	-0/003	291/27	0/558	0/187
میانه	0/279	0/029	0/000	0/000	2/000	0/000	172/27	0/582	0/166
بیشترین مقدار	1/207	1/519	33/810	1/000	75/000	1/542	678/32	0/913	0/639
کمترین مقدار	-0/899	1/474 -	-17/130	-0/800	69/000 -	-1/622	758/23	0/089	0/001
انحراف معیار	0/329	0/428	4/860	0/120	18/116	0/363	1/604	0/177	0/117
چولگی	0/052	0/061	1/925	1/211	0/114	0/170	0/830	0/387 -	1/026
کشیدگی	3/227	4/035	15/843	19/757	4/282	5/517	4/034	2/496	3/943
آماره جارک-برا	1/412	685/24	215/4082	503/6509	38/530	537/146	954/86	351/19	743/115
احتمال آماره جارک-برا	0/494	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000	0/000
تعداد مشاهدات	545								

اصلی ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست و نشان می دهد بیشتر داده های مربوط به هر متغیر حول این نقطه تمرکز یافته اند. میانه یکی دیگر از شاخص های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می دهد و مشخص می کند که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین به طور کلی، پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین است. از مهم ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. میزان عدم تقارن منحنی

<sup>1</sup>. Box-Cox Transformation

فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد چولگی به چپ دارد. میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را کشیدگی می‌نامند. در جدول (4-1) تمامی متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش از نظر شاخص‌های مرکزی، شاخص‌های پراکندگی، انحراف از قرینگی و انحراف از کشیدگی مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

از آنجا که متغیر نوع موسسات حسابرسی، متغیر مستقل پژوهش است و به صورت کیفی اندازه‌گیری شده، لذا وضعیت فراوانی آن در جدول (4-2) ارائه گردیده است.

جدول (4-2) تحلیل فراوانی داده کیفی پژوهش

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
نوع موسسات حسابرسی	AUD	545	سازمان حسابرسی	122	22/38
			سایر موسسات	423	77/61

### 3-4 جدول همبستگی بین متغیرها

برای بررسی فرض نبود هم‌خطی، شدت همبستگی<sup>1</sup> بین متغیرها بررسی و در جداول (4-3) الی (4-8) ارائه شده است.

جدول (4-3) همبستگی بین متغیرهای مدل اصلی

همبستگی	$\Delta CG$	Size	DRA	ROA
$\Delta CG$	1/000			
Size	0/038	1/000		
DRA	-0/040	-0/238	1/000	
ROA	0/058	0/343	-0/441	1/000

<sup>1</sup>. Correlation

جدول (4-4) همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی اول

ROA	Size	$\Delta FF$	همبستگی
		1/000	$\Delta FF$
	1/000	0/036	Size
1/000	0/343	-0/029	ROA

جدول (5-4) همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی دوم

ROA	Size	$\Delta NED$	همبستگی
		1/000	$\Delta NED$
	1/000	0/028	Size
1/000	0/343	-0/035	ROA

جدول (6-4) همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی سوم

ROA	Size	$\Delta DIS$	همبستگی
		1/000	$\Delta DIS$
	1/000	-0/084	Size
1/000	0/343	-0/013	ROA

جدول (4-7) همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی چهارم

همبستگی	AUD	Size	ROA
AUD	1/000		
Size	0/112	1/000	
ROA	0/175	0/343	1/000

جدول (4-8) همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی پنجم

همبستگی	$\Delta DPR$	Size	ROA
$\Delta DPR$	1/000		
Size	0/029	1/000	
ROA	-0/056	0/343	1/000

نتایج جداول (4-3) الی (4-8)، با توجه به نزدیک صفر بودن ضرایب همبستگی، نشان‌دهنده عدم وجود همبستگی بین متغیرهای مدل اصلی و متغیرهای موجود در مدل‌های فرعی اول تا پنجم است.

#### 4-4 عامل تورم واریانس (VIF)

یکی دیگر از روش‌های آزمودن وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل استفاده از معیار عامل تورم واریانس است. این عامل نشان می‌دهد که واریانس ضرایب مدل در حالت وجود هم‌خطی تا چه حد نسبت به حالتی که متغیرهای برآوردی، همبستگی خطی ندارند، متورم شده است. زمانی که یک متغیر مستقل با سایر متغیرهای مدل مفروض هم‌خطی نداشته باشد، مقدار عامل تورم واریانس ضریب مذکور باید برابر 1 باشد.

با این حال همواره بین متغیرهای مستقل، درجاتی از همبستگی وجود دارد و درجات بالای همبستگی است که ایجاد مشکل می‌نماید. مقدار عامل تورم واریانس برای متغیرهای مستقل، اغلب به عنوان یک شاخص برای اندازه‌گیری شدت همخطی بودن در مدل استفاده می‌شود. اگر بیشترین مقدار عامل تورم واریانس بزرگتر از عدد 10 باشد، نشان‌دهنده این موضوع است که همخطی بین متغیرهای مستقل، اثر نامطلوبی بر برآوردهای روش حداقل مربعات دارد. بنابراین، اگر عامل تورم واریانس ضرایب مدل برآورد شده کوچکتر از عدد 10 باشد، مشکل همخطی وجود نخواهد داشت (افلاطونی، 1392). در این پژوهش با کمک از نرم‌افزار 8 Eviews وجود یا عدم وجود همخطی بررسی می‌شود، که نتایج در جداول (4-9) الی (4-14) نشان داده شده است.

جدول (4-9) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل اصلی

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی	$\Delta CG$	0/000	1/004
اندازه شرکت	Size	$4/77 \times 10^{-5}$	1/146
اهرم مالی	DRA	0/004	1/255
بازده دارایی‌ها	ROA	0/010	1/344

جدول (4-10) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی اول

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
تغییرات درصد سهام شناور آزاد	$\Delta FF$	$4/45 \times 10^{-6}$	1/003
اندازه شرکت	Size	$4/63 \times 10^{-5}$	1/136
بازده دارایی‌ها	ROA	0/009	1/136

جدول (4-11) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی دوم

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره	$\Delta NED$	0/008	1/003
اندازه شرکت	Size	$4/73 \times 10^{-5}$	1/135
بازده دارایی‌ها	ROA	0/009	1/136

جدول (4-12) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی سوم

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
تغییرات کیفیت افشا	$\Delta DIS$	$3/29 \times 10^{-7}$	1/007
اندازه شرکت	Size	$4/76 \times 10^{-5}$	1/142
بازده دارایی‌ها	ROA	0/009	1/134

جدول (4-13) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی چهارم

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
نوع موسسات حسابرسی	AUD	0/001	1/035
اندازه شرکت	Size	$4/73 \times 10^{-5}$	1/137
بازده دارایی‌ها	ROA	0/009	1/158

جدول (4-14) عامل تورم واریانس برای متغیرهای مدل فرعی پنجم

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
تغییرات نسبت پرداخت سود سهام	$\Delta DPR$	0/001	1/006
اندازه شرکت	Size	$4/70 \times 10^{-5}$	1/136
بازده دارایی‌ها	ROA	0/009	1/139

همان‌طور که در جداول (4-9) الی (4-14) ملاحظه می‌شود، عامل تورم واریانس متغیرهای موجود در مدل‌ها کوچکتر از 10 بوده و بنابراین مشکل هم‌خطی وجود ندارد.

#### 4-5 آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

یکی از عمده‌ترین مشکلات که در رگرسیون داده‌های ترکیبی ممکن است پیش آید، پدیده رگرسیون ساختگی می‌باشد. رگرسیون ساختگی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن علی‌رغم وجود  $R^2$  بالا، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد. به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در

رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای پژوهش شده است. آزمون مزبور با استفاده از نرم افزار Eviews 8 و روش های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس-پرون انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال جدول کوچکتر از 0/05 باشد، به احتمال 95 درصد فرضیه صفر پذیرفته نمی شود. جدول (4-15) نتایج آزمون های مانایی متغیرها را نشان می دهد.

$$\begin{cases} H_0: \text{وجود ریشه واحد} \\ H_1: \text{عدم وجود ریشه واحد} \end{cases}$$

جدول (4-15) نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرها

آزمون متغیر	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF - Fisher Chi-square		PP - Fisher Chi- square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
Tobin Q	-40/695	0/000	-10/539	0/000	/271 283	0/002	/645 404	0/000
$\Delta CG$	-82/652	0/000	-21/198	0/000	/736 435	0/000	/441 614	0/000
$\Delta FF$	-31/299	0/000	-8/576	0/000	/073 338	0/000	/673 520	0/000
$\Delta NED$	-30/765	0/000	-2/582	0/005	/316 140	0/020	/237 255	0/000
$\Delta DIS$	-121/986	0/000	-46/307	0/000	/700 473	0/000	/645 691	0/000
$\Delta DPR$	-55/215	0/000	-9/704	0/000	/996 367	0/000	/475 561	0/000
Size	-70/315	0/000	-13/600	0/000	-	-	/576 331	0/000
DRA	-26/266	0/000	-5/210	0/000	/756 267	0/012	/167 461	0/000
ROA	-165/611	0/000	-8/194	0/000	-	-	/278	0/000

نتایج حاصل از آزمون مانایی متغیرهای پژوهش نشان‌دهنده این است که همه متغیرها به جز متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها در هر چهار روش لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین، فیشر- دیکي فولر تعمیم‌یافته و فیشر- فیلیپس- پرون مانا می‌باشند. متغیرهای اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها در همه روش‌ها به جز روش فیشر- دیکي فولر تعمیم‌یافته مانا می‌باشند. لذا نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که براساس آزمون‌های انجام شده و سطح معنی‌داری 0/05، متغیرهای پژوهش مانا بوده و فرض صفر مبنی بر ریشه واحد داشتن متغیرها پذیرفته نمی‌شود، در نتیجه روابط موجود در رگرسیون ساختگی نبوده و معنی‌دار می‌باشد.

#### 4-6 انتخاب مدل در داده‌های ترکیبی

در این پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. در این روش برای انتخاب از بین دو مدل تلفیقی (pool) و مدل اثرات ثابت از آزمونی تحت عنوان چاو (chow) که به آن آزمون تغییرات ساختاری نیز می‌گویند استفاده می‌شود. در مدل اثرات ثابت هر یک از مولفه‌ها یک مقدار ثابت مخصوص به خود دارد و به دلیل آن که برای کار کردن با هر یک از این مقادیر ثابت، یک متغیر مجازی در نظر گرفته می‌شود، تخمین‌زن اثرات ثابت، تخمین‌زن متغیرهای مجازی حداقل مربعات<sup>1</sup> (LSDV) نیز نامیده می‌شود. آزمون چاو یک آزمون تساوی بین مجموعه‌ای از ضرایب در یک رگرسیون خطی است.

#### 4-6-1 آزمون چاو (Chow)

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا مدل اثرات ثابت- زمانی تخمین زده شده و سپس برای این که ببینیم این عرض از مبداها از لحاظ آماری با هم تفاوت معنی‌داری دارند یا خیر از آزمون چاو استفاده شده است. این آزمون برای بررسی وجود اثرات ثابت به صورت زیر فرضیه‌سازی می‌شود:

$$\begin{cases} \text{مدل pool} \leftrightarrow H_0: \text{عرض از مبداها باهم برابرند} \\ \text{مدل اثرات ثابت} \leftrightarrow H_1: \text{حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه مساوی نیست} \end{cases}$$

جدول (4-16) نتایج آزمون چاو مدل‌های پژوهش

<sup>1</sup>. Least Squares Dummy Variable Regression



شرح	Cross-section F		Cross-section Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال
مدل اصلی	11/890	0/000	751/791	0/000
مدل فرعی اول	11/452	0/000	735/617	0/000
مدل فرعی دوم	11/762	0/000	746/441	0/000
مدل فرعی سوم	12/101	0/000	758/015	0/000
مدل فرعی چهارم	11/747	0/000	745/913	0/000
مدل فرعی پنجم	11/760	0/000	746/369	0/000

با توجه به سطح معنی داری به دست آمده فرضیه اصلی و فرضیه‌های فرعی اول تا پنجم، فرضیه صفر آزمون چاو مبنی بر برابری عرض از مبداها پذیرفته نمی‌شود. بنابراین، در این مرحله مدل اثرات ثابت به عنوان مدل ارجح برای فرضیه‌های پژوهش انتخاب می‌گردد.

#### 4-6-2 آزمون هاسمن

همان‌طور که ملاحظه می‌گردد، نتایج آزمون چاو حاکی از انتخاب مدل اثرات ثابت برای فرضیه‌های پژوهش می‌باشد. حال می‌بایست مدل اثرات ثابت در مقابل مدل اثرات تصادفی آزمون گردد. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. برای انجام آزمون هاسمن، ابتدا می‌بایست مدل اثرات تصادفی - زمانی را برآورد کنیم. آزمون هاسمن برای بررسی وجود اثرات تصادفی به شکل زیر تنظیم می‌شود:

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{مدل اثرات تصادفی} \leftrightarrow \text{بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود ندارد: } H_0 \\ \text{مدل اثرات ثابت} \leftrightarrow \text{بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی همبستگی وجود دارد: } H_1 \end{array} \right.$$

جدول (4-17) نتایج آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش

شرح	Cross-section random	
	آماره	احتمال
مدل اصلی	313/219	0/000
مدل فرعی اول	292/038	0/000
مدل فرعی دوم	315/003	0/000

مدل فرعی سوم	321/766	0/000
مدل فرعی چهارم	312/557	0/000
مدل فرعی پنجم	308/394	0/000

همان‌طور که ملاحظه می‌گردد، احتمال به دست آمده برای مدل‌های پژوهش کمتر از 0/05 است، در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود همبستگی بین اثرات فردی و متغیرهای توضیحی رد می‌شود، بنابراین برای برآورد مدل از روش اثرات ثابت استفاده می‌گردد.

#### 4-6-3 آزمون همسانی واریانس

برای بررسی وجود همسانی واریانس در مدل آزمون‌های مختلفی وجود دارد. این آزمون‌ها به دو گروه گرافیکی و غیرگرافیکی تقسیم می‌شوند. آزمون‌های گرافیکی بیان می‌کند که نباید بین جملات پسماند و مقادیر برآورد شده الگویی مشاهده شود. به عبارتی بهتر پراکنش باقیمانده‌ها حول محور صفر باشد. از آزمون‌های غیرگرافیکی می‌توان به آزمون وایت، براش‌باگان، نیوویست، گلدفلد-کوانت، آزمون پارک، آزمون گلچسر، بارتلت، لون و براون-فورسیته اشاره کرد. همسانی واریانس‌ها یعنی این که واریانس خطاها ثابت است. در صورتی واریانس‌ها ناهمسان باشند برآورده‌کننده خطی یا ناریب نخواهد بود و کمترین واریانس را نخواهد داشت (صلاحی‌نژاد و سعادت، 1393). در این پژوهش برای آزمون همسانی واریانس از سه روش بارتلت، لون و براون-فورسیته استفاده شده است. جدول (4-18) نتایج آزمون‌های یاد شده را نشان می‌دهد. برای بررسی همسانی واریانس فرضیه‌ها به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0: \text{همسانی واریانس برقرار است} \\ H_1: \text{همسانی واریانس برقرار نیست} \end{cases}$$

جدول (4-18) نتایج آزمون‌های همسانی واریانس

شرح	بارتلت		لون		براون-فورسیته	
	مقدار	احتمال	مقدار	احتمال	مقدار	احتمال
مدل اصلی	4371/195	0/000	443/086	0/000	431/574	0/000
مدل فرعی اول	5405/519	0/000	181/989	0/000	173/411	0/000
مدل فرعی دوم	4489/055	0/000	533/696	0/000	520/978	0/000

مدل فرعی سوم	9479/425	0/000	605/554	0/000	599/335	0/000
مدل فرعی چهارم	3256/691	0/000	432/558	0/000	406/934	0/000
مدل فرعی پنجم	3376/481	0/000	445/887	0/000	434/406	0/000

با توجه به این که مقدار احتمال معنی داری کمتر از 0/05 است، فرضیه صفر آزمون‌ها رد شده و در نتیجه همسانی واریانس برقرار نیست. لذا به جای استفاده از روش حداقل مربعات معمولی از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می شود.

#### 4-7 آزمون فرضیه‌ها بر حسب مدل‌های تعیین شده

تخمین مدل‌ها با توجه به نتیجه جدول آزمون چاو، آزمون هاسمن و آزمون همسانی واریانس صورت گرفته است. که در ادامه، نتیجه نهایی تخمین مدل‌ها مورد بررسی قرار می گیرد.

#### 4-7-1 نتایج آزمون فرضیه اصلی

جهت بررسی فرضیه اصلی مبنی بر وجود رابطه معنادار بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل بهره می‌بریم. نتیجه آزمون مدل فرضیه اصلی با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول (4-19) ارائه گردیده است.

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{CG}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{DRA}_t + \beta_4 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

جدول (4-19) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه اصلی

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت	-8/244	0/173	-47/602	0/000
درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی	0/004	0/007	0/636	0/525
اندازه شرکت	0/309	0/006	49/814	0/000
اهرم مالی	0/154	0/064	2/423	0/016
بازده دارایی‌ها	0/166	0/074	2/248	0/025
آماره‌های متوازن شده				

ضریب تعیین	0/753	ضریب تعیین تعدیل شده	0/740
آماره F	77/698	احتمال (آماره F)	0/000
آماره دوربین- واتسون	1/716		

سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5٪) بوده و این نشان می دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم زمان صفر نیستند. بنابراین مدل برازش شده مناسب و معنی دار است. ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می کند. مقدار این ضریب در واقع مشخص کننده آن است که چند درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل توضیح داده می شود. در این مدل ضریب تعیین 0/753 است که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل 75/3٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند.

برای آزمون همبسته نبودن واریانس های بیان نشده در دوره های مختلف که یکی از فرضیه های تجزیه و تحلیل رگرسیون است و خود همبستگی نامیده می شود، فرض استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرض استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. چنان که آماره دوربین- واتسون در بازه 1/5 تا 2/5 قرار گیرد، فرضیه صفر آزمون (عدم خود همبستگی بین خطاها) پذیرفته می شود و در غیر این صورت فرضیه صفر رد می شود. نتیجه آزمون دوربین- واتسون (1/716) نشان دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خود همبستگی بین خطاها است. با توجه به بالاتر بودن احتمال آماره t متغیر درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می دهد، درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنی داری ندارد. بنابراین فرضیه اصلی پژوهش در سطح اطمینان 95٪ پذیرفته نمی شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می دهد اندازه شرکت، اهرم مالی و بازده دارایی ها رابطه مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت دارند.

برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب نیاز است که باقیمانده ها دارای ساختار مانا باشند. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده های حاصل از تخمین مدل رگرسیونی فرضیه اصلی در جدول (4-20) قابل مشاهده است.

جدول (4-20) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده های مدل اصلی

آزمون	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال

باقیمانده	-46/692	0/000	-10/346	0/000	327/541	0/000	497/514	0/000
-----------	---------	-------	---------	-------	---------	-------	---------	-------

با توجه به احتمال معنی‌داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می‌گیریم باقیمانده‌ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل اصلی پژوهش در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

#### 4-2 نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

جهت بررسی فرضیه فرعی اول مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می‌کنیم. نتیجه آزمون مدل فرضیه فرعی اول با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جداول (4-21) و (4-22) ارائه شده است.

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta FF_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

جدول (4-21) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول - اولین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-48/360	0/165	-7/979	مقدار ثابت
0/565	0/576	0/001	0/000	تغییرات درصد سهام شناور آزاد
0/000	48/455	0/006	0/303	اندازه شرکت
0/288	1/064	0/063	0/067	بازده دارایی‌ها
آماره‌های متوازن شده				
0/738	ضریب تعیین تعدیل شده	0/750	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	74/578	آماره F	
		1/710	آماره دوربین - واتسون	

جدول (4-22) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول - بهترین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-55/862	0/144	-8/073	مقدار ثابت
0/650	0/454	0/001	0/000	تغییرات درصد سهام شناور آزاد

اندازه شرکت	0/307	0/005	58/014	0/000
آماره‌های متوازن شده				
ضریب تعیین	0/749	ضریب تعیین تعدیل شده	0/736	
آماره F	73/963	احتمال (آماره F)	0/000	
آماره دوربین - واتسون	1/698			

با توجه به معنی‌دار نبودن متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، این متغیر از مدل حذف شده و نتیجه بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۲) قابل ملاحظه است. آماره F نشان‌دهنده برازش صحیح مدل می‌باشد، همان‌طور که در جدول (۴-۲۲) ملاحظه می‌گردد، احتمال آماره F در سطح خطای ۰.۵٪ و میزان اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. همان‌طور که گفته شد ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در این مدل ضریب تعیین ۰/۷۴۹ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۷۴/۹٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون دوربین - واتسون (۱/۶۹۸) نشان‌دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها است. با توجه به بالاتر بودن احتمال آماره t متغیر تغییرات درصد سهام شناور آزاد از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات درصد سهام شناور آزاد با عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضیه فرعی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته نمی‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با عملکرد شرکت دارد.

برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب، مانایی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مورد بررسی قرار می‌گیرد. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی اول - بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۳) قابل مشاهده است.

جدول (۴-۲۳) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی اول - بهترین تخمین مدل

آزمون	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
باقیمانده	-29/254	0/000	-9/698	0/000	309/641	0/000	484/093	0/000

با توجه به احتمال معنی‌داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می‌گیریم باقیمانده‌ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی اول- بهترین تخمین مدل در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

#### 4-7-3 نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

جهت بررسی فرضیه فرعی دوم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می‌کنیم. نتیجه آزمون مدل فرضیه فرعی دوم با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جداول (4-24) و (4-25) قابل ملاحظه است.

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{NED}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

جدول (4-24) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم- اولین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-50/689	0/158	-8/038	مقدار ثابت
0/669	-0/427	0/026	-0/011	تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره
0/000	50/778	0/006	0/306	اندازه شرکت
0/346	0/944	0/062	0/058	بازده دارایی‌ها
آماره‌های متوازن شده				
0/739	ضریب تعیین تعدیل شده	0/752	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	76/566	آماره F	
		1/707	آماره دوربین- واتسون	

جدول (4-25) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم- بهترین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-58/133	0/140	-8/120	مقدار ثابت
0/579	-0/556	0/026	-0/014	تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره
0/000	60/374	0/005	0/309	اندازه شرکت
آماره‌های متوازن شده				

ضریب تعیین	0/750	ضریب تعیین تعدیل شده	0/738
آماره F	75/628	احتمال (آماره F)	0/000
آماره دوربین- واتسون	1/698		

با توجه به معنی دار نبودن متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، این متغیر از مدل حذف شده و نتیجه بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۵) قابل ملاحظه است. در این آزمون نیز سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) بوده و نشان دهنده این است که تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم زمان صفر نیستند. بنابراین مدل برازش شده مناسب و معنی دار است. همان طور که یاد شد ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در این مدل ضریب تعیین 0/750 است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۷۵٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون دوربین- واتسون (1/698) نشان دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها است.

با توجه به بالاتر بودن احتمال آماره t متغیر تغییرات اعضای غیرموظف هیات مدیره از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات اعضای غیرموظف هیات مدیره با عملکرد شرکت رابطه معنی داری ندارد. بنابراین فرضیه فرعی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته نمی‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت دارد.

برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب مانایی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۶) قابل مشاهده است.

جدول (۴-۲۶) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل

آزمون	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
باقیمانده	-25/005	0/000	-9/063	0/000	300/795	0/000	473/389	0/000



با توجه به احتمال معنی داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می گیریم باقیمانده ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده های حاصل از مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل در پیوست پایان نامه ارائه گردیده است.

#### 4-7-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

جهت بررسی فرضیه فرعی سوم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می کنیم. نتیجه آزمون مدل فرضیه فرعی سوم با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جداول (4-27) و (4-28) قابل ملاحظه است.

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DIS}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

جدول (4-27) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم- اولین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-51/182	0/158	-8/087	مقدار ثابت
0/000	4/971	0/000	0/001	تغییرات کیفیت افشا
0/000	51/309	0/006	0/307	اندازه شرکت
0/288	1/063	0/063	0/067	بازده دارایی ها
آماره های متوازن شده				
0/737	ضریب تعیین تعدیل شده	0/750	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	73/854	آماره F	
		1/786	آماره دوربین - واتسون	

جدول (4-28) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم- بهترین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-57/170	0/143	-8/177	مقدار ثابت
0/000	4/805	0/000	0/001	تغییرات کیفیت افشا
0/000	59/347	0/005	0/311	اندازه شرکت
آماره های متوازن شده				
0/736	ضریب تعیین تعدیل شده	0/749	ضریب تعیین	

آماره F	73/564	احتمال (آماره F)	0/000
آماره دوربین - واتسون	1/774		

با توجه به معنی دار نبودن متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، این متغیر از مدل حذف شده و نتیجه بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۸) قابل ملاحظه است. آماره F نشان‌دهنده برازش صحیح مدل می‌باشد، همان‌طور که در جدول (۴-۲۸) ملاحظه می‌گردد، احتمال آماره F در سطح خطای ۵٪ و میزان اطمینان ۹۵٪ معنی‌دار بوده و فرض خطی بودن مدل و معنی‌داری آن پذیرفته می‌شود. همان‌طور که گفته شد ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در این مدل ضریب تعیین ۰/۷۴۹ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۷۴/۹٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون دوربین - واتسون (۱/۷۷۴) نشان‌دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها است. با توجه به پایین‌تر بودن احتمال آماره t متغیر تغییرات کیفیت افشا از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات کیفیت افشا با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با عملکرد شرکت دارد. برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب نیاز است که باقیمانده‌ها دارای ساختار مانا باشند. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی سوم - بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۲۹) قابل مشاهده است.

جدول (۴-۲۹) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی سوم - بهترین تخمین مدل

آزمون	Levin, Lin & Chu t*		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
باقیمانده	-63/612	0/000	-6/738	0/000	283/169	0/002	450/724	0/000

با توجه به احتمال معنی‌داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می‌گیریم باقیمانده‌ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی سوم - بهترین تخمین مدل در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

## 4-7-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

جهت بررسی فرضیه فرعی چهارم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می‌کنیم. نتیجه آزمون مدل فرضیه فرعی چهارم با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته در جداول (4-30) و (4-31) قابل ملاحظه است.

$$\text{TobinQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{AUD}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t$$

جدول (4-30) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم - اولین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-51/574	0/155	-7/980	مقدار ثابت
0/003	3/034	0/015	0/044	نوع موسسات حسابرسی
0/000	51/538	0/006	0/303	اندازه شرکت
0/380	0/878	0/060	0/053	بازده دارایی‌ها
آماره‌های متوازن شده				
0/742	ضریب تعیین تعدیل شده	0/754	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	81/078	آماره F	
		1/762	آماره دوربین - واتسون	

جدول (4-31) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم - بهترین تخمین مدل

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-58/592	0/137	-8/055	مقدار ثابت
0/002	3/075	0/014	0/043	نوع موسسات حسابرسی
0/000	60/547	0/005	0/306	اندازه شرکت
آماره‌های متوازن شده				
0/741	ضریب تعیین تعدیل شده	0/753	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	79/612	آماره F	
		1/752	آماره دوربین - واتسون	

با توجه به معنی دار نبودن متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها، این متغیر از مدل حذف شده و نتیجه بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۳۱) قابل ملاحظه است. در این آزمون نیز سطح معنی‌داری آماره  $F(0/000)$  کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) بوده و نشان‌دهنده این است که تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم زمان صفر نیستند. بنابراین مدل برازش شده مناسب و معنی‌دار است. همان‌طور که گفته شد ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در این مدل ضریب تعیین ۰/۷۵۳ است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل ۷۵/۳٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون دوربین- واتسون (۱/۷۵۲) نشان‌دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها است. با توجه به پایین تر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر نوع موسسات حسابرسی از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، نوع موسسات حسابرسی با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری با عملکرد شرکت دارد. برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب مانایی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل در جدول (۴-۳۲) قابل مشاهده است.

جدول (۴-۳۲) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل

آزمون	Levin, Lin & Chu $t^*$		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
باقیمانده	-31/764	0/000	-9/103	0/000	317/698	0/000	498/487	0/000

با توجه به احتمال معنی‌داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می‌گیریم باقیمانده‌ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

## 4-7-6 نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم

جهت بررسی فرضیه فرعی پنجم مبنی بر وجود رابطه معنادار بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت از مدل رگرسیونی ذیل استفاده می‌کنیم. نتیجه آزمون مدل فرضیه فرعی پنجم با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول (4-33) قابل ملاحظه است.

$$\text{Tobin}Q_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{DPR}_t + \beta_2 \text{Size}_t + \beta_3 \text{ROA}_t + \varepsilon_t.$$

جدول (4-33) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی پنجم

احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0/000	-50/404	0/157	-7/936	مقدار ثابت
0/000	5/963	0/006	0/033	تغییرات نسبت پرداخت سود سهام
0/000	50/260	0/006	0/301	اندازه شرکت
0/005	2/798	0/055	0/154	بازده دارایی‌ها
آماره‌های متوازن شده				
0/748	ضریب تعیین شده	0/759	ضریب تعیین	
0/000	احتمال (آماره F)	90/990	آماره F	
		1/692	آماره دوربین-واتسون	

در این آزمون نیز سطح معنی داری آماره F (0/000) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (5٪) بوده و نشان دهنده این است که تمامی ضرایب رگرسیون به طور هم زمان صفر نیستند. بنابراین مدل برازش شده مناسب و معنی دار است. همان‌طور که پیش‌تر گفته شد ضریب تعیین معیاری است که قوت رابطه میان متغیر مستقل و متغیر وابسته را تشریح می‌کند. در این مدل ضریب تعیین 0/759 است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی وارد شده در مدل 75/9٪ از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می‌کنند. به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است. نتیجه آزمون دوربین-واتسون (1/692) نشان‌دهنده پذیرش فرضیه صفر و عدم خودهمبستگی بین خطاها است. با توجه به پایین‌تر بودن احتمال آماره t متغیر تغییرات نسبت پرداخت سود سهام از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات نسبت پرداخت سود سهام با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی پنجم پژوهش در سطح اطمینان 95٪ پذیرفته می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها رابطه مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت دارند.

برای اجتناب از به وجود آمدن مشکل رگرسیون کاذب مانایی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مورد بررسی قرار گرفته است. نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل فرعی پنجم در جدول (4-34) قابل مشاهده است.

جدول (4-34) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی پنجم

آزمون	Levin, Lin & Chu $t^*$		Im, Pesaran & Shin W-stat		ADF-Fisher Chi-square		PP – Fisher Chi-square	
	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال	آماره	احتمال
باقیمانده	-56/893	0/000	-9/763	0/000	264/383	0/017	408/257	0/000

با توجه به احتمال معنی‌داری به دست آمده و رد فرضیه صفر آزمون مانایی مبنی بر وجود ریشه واحد، نتیجه می‌گیریم باقیمانده‌ها مانا هستند. نمودار هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل فرعی پنجم در پیوست پایان‌نامه ارائه گردیده است.

#### 8-4 خلاصه فصل چهارم

در این فصل تحلیل داده‌های پژوهش مد نظر قرار گرفت، نخست از شاخص‌های آمار توصیفی به منظور توصیف داده‌های پژوهش استفاده شد و سپس نرمال بودن متغیر وابسته بررسی گردید. برای بررسی هم خطی بین متغیرهای پژوهش، ضریب همبستگی بین داده‌ها و عامل تورم واریانس (VIF) مورد استفاده قرار گرفت. در ادامه مانایی متغیرها مطالعه و پس از آن برای تعیین روش مناسب آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون‌های چاو، هاسمن و همسانی واریانس‌ها بهره گرفته شد. در پایان معنی‌دار بودن برازش صورت گرفته از طریق بررسی احتمال آماره  $F$  رگرسیون، عدم خودهمبستگی بین خطاها به وسیله آزمون دوربین-واتسون و پذیرش یا عدم‌پذیرش فرضیه‌های پژوهش با توجه به سطح معنی‌داری 5٪ مورد بررسی و مطالعه قرار گرفت.

## فصل پنجم

### نتیجه گیری و پیشنهادها

## 5-1 مقدمه

گام‌های نهایی پژوهش، از اصلی‌ترین و بنیادی‌ترین مراحل انجام آن می‌باشد. تحلیل دقیق و نتیجه‌گیری درست از داده‌های جمع‌آوری شده، بدین دلیل که مبنایی برای برنامه‌ریزی‌های آتی در جامعه مورد پژوهش قرار می‌گیرند، از اهمیت دو چندانی برخوردار می‌باشند. نتیجه‌گیری، باوری مبتنی بر استدلال و بر مبنای شواهد حاصل از پژوهش است که پژوهشگر در اختیار خوانندگان پژوهش، علاقه‌مندان به اجرای پژوهش‌های آتی مبتنی بر پژوهش کنونی و در نهایت استفاده‌کنندگان کاربردی، قرار می‌دهد.

در این فصل، ابتدا نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش با توجه به ادبیات پژوهش و داده‌های آماری تحلیل و تفسیر می‌شوند. سپس با توجه به نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش، نتیجه‌گیری کلی از پژوهش انجام می‌گردد. در قسمت بعدی، پیشنهادها به استفاده‌کنندگان از نتایج پژوهش و نهایتاً پیشنهادهایی بر پژوهش‌های آتی تشریح می‌شود و در نهایت موانع و محدودیت‌هایی بیان می‌گردد که روند انجام پژوهش با آن مواجه بود.

## 5-2 تحلیل و تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

## 5-2-1 نتایج آزمون فرضیه اصلی

فرضیه اصلی بیان می‌دارد: بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

با توجه به بالاتر بودن سطح احتمال آماره  $t$  متغیر درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضیه اصلی پژوهش را در سطح اطمینان 95٪ نمی‌توان قبول کرد. حاکمیت شرکتی مجموعه عوامل درونی و بیرونی اقتصادی و اجتماعی است که می‌تواند در بهبود عملکرد شرکت‌ها، افزایش سرمایه و روابط بین سهامداران موثر واقع شود. در عوامل درونی مدیریت بازار سرمایه، تدوین مجموعه‌ای از قوانین و آئین‌نامه‌های داخلی و ارتقای اعتماد به بازار نقش دارد. در عوامل بیرونی نیز نقش مدیریت بازارهای سرمایه و نقش دستگاه‌های تخصصی و نهادهای قانونگذار حائز اهمیت است. که در این راستا شرکت‌های حاضر در بازار بورس باید اطلاع‌رسانی دقیقی داشته باشند تا فضای رقابتی ایجاد شده و پاسخگویی شرکت‌ها افزایش یابد. از آنجا که تمهیدات لازم در خصوص کارایی حداکثری مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس صورت نگرفته است، درجه بهبود ساختار حاکمیت



شرکتی تاثیر قابل توجهی بر عملکرد شرکت ندارد. نتایج آزمون فرضیه اصلی با نتایج کیم و همکاران (2013) مغایر است.

### 5-2-2 نتایج آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول بیان می‌دارد: بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

با توجه به بالاتر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر تغییرات درصد سهام شناور آزاد از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات درصد سهام شناور آزاد با عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضیه فرعی اول پژوهش در سطح اطمینان 95٪ پذیرفته نمی‌شود. به نظر می‌رسد هر چه میزان درصد سهام شناور آزاد بیشتر باشد، تقارن اطلاعاتی بیشتر و توزیع مالکیت کمتر می‌شود و در نتیجه منافع سایر سهامداران به هم نزدیک شده و منجر به توزیع عادلانه حقوق و بهبود عملکرد می‌گردد. طبق نتایج آزمون رگرسیون بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه وجود ندارد. احتمالاً علت این امر را می‌توان به دلیل عدم راهبری مناسب شرکت به علت عدم وجود سهامداران استراتژیک برای شرکت دانست. همچنین بالا بودن میزان درصد سهام شناور آزاد منجر به افزایش عرضه سهام شرکت و سهولت دستیابی به سهام شرکت در بازار سرمایه می‌گردد. این امر بدین معناست که طبق یافته‌های این پژوهش تغییرات درصد سهام شناور آزاد روی عملکرد شرکت نمی‌تواند تاثیرگذار باشد. نتایج این فرضیه با نتایج صادقی‌پور (1392)، قائمی و شهریاری (1388) همسو و با نتایج رجبی و خدابخشی (1388) مغایر می‌باشد.

### 5-2-3 نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم بیان می‌دارد: بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

با توجه به بالاتر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره با عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری ندارد. بنابراین فرضیه فرعی دوم پژوهش در سطح اطمینان 95٪ رد می‌شود. با توجه به ادبیات پژوهش می‌توان بیان نمود که نقش مدیران غیرموظف مطابق با تئوری نمایندگی نیست و توانایی این ابزار نظارتی در بهبود عملکرد شرکت ضعیف و توجیه‌کننده تغییرات آن نمی‌باشد. بنابراین به نظر می‌رسد که یکی از دلایل این امر عدم آگاهی مدیران غیرموظف از وظایف سازمانی خود می‌باشد. این مدیران خود را

فارغ از مسئولیت پاسخگویی در مقابل نهادهای پاسخ‌خواه می‌دانند، لذا وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند. همچنین ممکن است در اثر عواملی نظیر روابط فامیلی، وابستگی‌های شغلی و غیره، اعضای غیرموظف واقعا مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آنها گره خورده باشد. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیات‌مدیره چند شرکت نیز ممکن است از دیگر علل کاهش اثربخشی آن باشد. به بیان دیگر حضور این مدیران در ترکیب اعضای هیات‌مدیره جنبه تشریفاتی پیدا نموده است و انتظار می‌رود که به نقش اعضای غیرموظف هیات‌مدیره به عنوان یک ابزار نظارتی حاکمیت شرکتی توجه بیشتری شود تا از جنبه تشریفاتی خارج و نقش کاربردی موثری در نظارت بر شرکت‌ها و افزایش عملکرد ایفا نمایند. نتایج این فرضیه با نتایج چیانگ (2005)، کلز و همکاران (2002)، کلمن و بایکپی (2001)، ایزدی‌نیا و رسانیان (1389)، غلامحسین‌زاده (1389)، وکیلی‌فرد و باوندپور (1389) و رجبی و خدابخشی (1388) مغایر و با پژوهش‌های انجام شده توسط گوپتا و شارما (2014)، المطاری و همکاران (2012)، پونو (2008)، کاجولا (2008)، ساندا و همکاران (2005)، دی‌هائین و همکاران (2001)، خدادادی و تاکر (1391)، قدردان (1389)، قائمی و شهریاری (1388)، شهریاری (1386)، قالیباف‌اصل و رضایی (1386) و قنبری (1386) همسو می‌باشد.

#### 5-2-4 نتایج آزمون فرضیه فرعی سوم

فرضیه فرعی سوم بیان می‌دارد: بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد. با توجه به پایین‌تر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر تغییرات کیفیت افشا از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات کیفیت افشا با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی سوم پژوهش در سطح اطمینان 95٪ قبول می‌شود. از آنجایی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران (مالکان) تضاد منافع وجود دارد، مدیران در دوره تصدی خود اقدام به بیش‌نمایی سودها و کم‌نمایی زیان‌ها می‌کنند. ولی در صورتی که کیفیت افشا بالا رود، عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیران و سرمایه‌گذاران کاهش پیدا می‌کند و در نتیجه امکان مدیریت سود فرصت‌طلبانه نیز کاهش می‌یابد. افشای مالی به موقع، موجب آگاه شدن سهامداران از ارزیابی عملکرد مدیران و تصمیمات سرمایه‌گذاری صحیح می‌شود و اثر مطلوبی بر ثروت آنان دارد. نتایج این فرضیه با نتایج گوپتا و شارما (2014) مغایر است و با نتایج کیم و همکاران (2013)، چیانگ (2005)، نیک‌پور (1392) و قائمی و شهریاری (1388) مطابقت دارد.

## 5-2-5 نتایج آزمون فرضیه فرعی چهارم

فرضیه فرعی چهارم بیان می‌دارد: بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

با توجه به پایین‌تر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر نوع موسسات حسابرسی از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، نوع موسسات حسابرسی با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی چهارم پژوهش در سطح اطمینان 95٪ پذیرفته می‌شود. شفاف‌سازی لازمه ایجاد ظرفیت‌های لازم برای مدیریت صحیح منابع می‌باشد. به منظور عملکرد مناسب و نظارت بر حسن انجام آن و حصول نتایج مطلوب جهت بهره‌برداری صاحبان سهام و برنامه‌ریزی اطمینان‌بخش در شرکت‌ها لزوم دیده شدن نهادها یا موسساتی که در این شرکت‌ها مجری انجام روش‌های صحیح رسیدگی و پاسخگویی حسابرسان اعم از داخلی و مستقل باشند به وجود آمده است. براساس مطالعه صورت گرفته، عملکرد شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد بررسی قرار می‌گیرند متفاوت با عملکرد شرکت‌هایی است که توسط سایر موسسات حسابرسی مورد بررسی قرار می‌گیرند. طبق نتایج آزمون رگرسیون، بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنی‌داری وجود دارد که با نتایج کیم و همکاران (2013)، صادقی‌پور (1392) و رجبی و خدابخشی (1388) همسو نیست.

## 5-2-6 نتایج آزمون فرضیه فرعی پنجم

فرضیه فرعی پنجم بیان می‌دارد: بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

با توجه به پایین‌تر بودن احتمال آماره  $t$  متغیر تغییرات نسبت پرداخت سود سهام از سطح خطای مورد پذیرش نتایج آزمون نشان می‌دهد، تغییرات نسبت پرداخت سود سهام با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه فرعی پنجم پژوهش در سطح اطمینان 95٪ پذیرفته می‌شود. از آنجایی که پرداخت سود سهام به صاحبان سهام عادی یکی از راه‌هایی است که شرکت می‌تواند بدان وسیله مستقیماً بر ثروت سهامداران اثر بگذارد، بنابراین هدف از اجرای چنین سیاستی، تعیین نقشی است که این سیاست در به حداکثر رساندن ثروت سهامداران ایفا می‌کند. شرکت‌ها برای تامین مالی خارجی، باید دارای اعتبار قابل قبولی باشند و یک راه برای ایجاد چنین اعتباری پرداخت سود سهام است. رفتار خوب با سهامداران برای شرکت‌هایی که حقوق سهامداران در آنها ضعیف است، باعث اعتبار شرکت می‌شود. بنابراین پرداخت سود سهام، بزرگترین دستاورد اعتباری برای این‌گونه شرکت‌ها است. البته اگر شرکت‌ها دارای ساختار حاکمیت قوی باشند، نیاز به مکانیزم اعتباری و همچنین پرداخت سود سهام توسط آنها کمتر می‌شود.

بنابراین تصمیمات تقسیم سود که از سوی مدیران شرکت‌ها اتخاذ می‌شود بسیار حساس و دارای اهمیت می‌باشد. نتایج این فرضیه همسو با نتایج طریق و عباس (2013) و مورکفو و اوما (2012) است.

### 3-5 خلاصه نتایج پژوهش

جدول (1-5) خلاصه نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌ها	خلاصه نتایج	پذیرش / عدم پذیرش
بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه ندارند	عدم پذیرش
بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه ندارند	عدم پذیرش
بین تغییرات اعضای غیرموظف هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه ندارند	عدم پذیرش
بین تغییرات کیفیت افشا و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه مثبت و معنی‌دار دارند	پذیرش
بین نوع موسسات حسابرسی و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه مثبت و معنی‌دار دارند	پذیرش
بین تغییرات نسبت پرداخت سود سهام و عملکرد شرکت رابطه معنادار وجود دارد.	رابطه مثبت و معنی‌دار دارند	پذیرش

### 4-5 نتیجه‌گیری

از مزایای وجود حاکمیت شرکتی می‌توان شفاف‌سازی اطلاعات، رعایت یکسان حقوق صاحبان سهام، برقراری سیستم کنترلی داخلی و ارتقای رابطه حسابرسان مستقل با شرکت را نام برد. چنانچه به موضوع پاسخگویی و شفافیت توجهی نشود، آئین‌نامه حاکمیتی شرکت‌ها کارساز نخواهد بود و در نتیجه آن برخورد جدی با تخلفات شرکت‌ها و مدیران آنها صورت نخواهد گرفت. همان‌طوری که یک دولت باید

پاسخگویی اعمال خود به شهروندان باشد، یک شرکت هم باید پاسخگویی عملکرد خود به سهامداران، مشتریان، کارکنان و به طور کلی عموم مردم باشد و بر همین اساس چون مدیران شرکت‌ها مسئولیت مستقیم پاسخگویی را عهده‌دار هستند باید اطلاعات خاصی را برای پاسخ‌خواه به موقع فراهم نمایند. در این پژوهش رابطه بین کفایت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها با استفاده از تخمین مدل رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته مورد مطالعه قرار گرفت. براساس ماهیت موضوع، انتظار می‌رفت رابطه مثبت و قابل‌توجهی بین درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت حاصل شود. ولی با توجه به نتایج آزمون‌های انجام شده رابطه معنی‌داری بین آنها مشاهده نشد. جهت بررسی بیشتر، رابطه بین هر یک از معیارهای حاکمیت شرکتی (تغییرات درصد سهام شناور آزاد، تغییرات اعضای غیرموظف هیات مدیره، تغییرات کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی، تغییرات نسبت پرداخت سود سهام) بر عملکرد شرکت به صورت جداگانه مورد مطالعه قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنی‌دار بین تغییرات درصد سهام شناور آزاد و تغییرات اعضای غیرموظف هیات‌مدیره بر عملکرد شرکت، و وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین تغییرات کیفیت افشا، نوع موسسات حسابرسی و تغییرات نسبت پرداخت سود سهام بر عملکرد شرکت بود.

یکی از عوامل تناقض بین نتیجه حاصل از پژوهش و نتایج حاصل از سایر پژوهش‌ها می‌تواند ناشی از متغیرهای موقعیتی داخلی و خارجی مانند نوع صنایع، چرخه عمر متفاوت شرکت‌ها، گوناگونی بافت فرهنگی، حقوقی، اجتماعی، اقتصادی سایر کشورها، دیدگاه‌های تئوریک به کار رفته، روش‌شناسی‌های انتخاب شده پژوهش دانست. از آنجا که حاکمیت شرکتی یک نظام بین رشته‌ای و ارتباط‌دهنده علوم اقتصادی، حقوق، مالی و حسابداری است، تناقض در نتایج امری طبیعی به نظر می‌آید. به طور خلاصه حکمرانی و مدیریت خوب در یک شرکت عامل بسیار مهمی در فرآیند توسعه پایدار سازمان‌ها و به تبع آن جامعه است.

## 5-5-5 پیشنهادها

پس از انجام مراحل یک پژوهش علمی، اگر پژوهش از یک روند سیستماتیک و پژوهشگرانه صورت گرفته باشد، پژوهشگر می‌تواند نظراتی را هم در مورد یافته‌ها و نتایج پژوهش و هم راهکارها و پیشنهادهایی را به منظور بهبود و بسط پژوهش‌های آتی بیان کند. بدین سبب در ادامه پیشنهادهایی مطابق با نتایج پژوهش و همچنین برای پژوهش‌های آتی ارائه می‌شود.

## 5-1-5-1 پیشنهادهایی مبتنی بر یافته‌های پژوهش

(1) کاهش هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌ها، حداکثرسازی منافع سهامداران، توجه به منافع ذینفعان، افزایش کارایی و اثربخشی و مصرف منابع به بهینه‌ترین شکل ممکن، از اهداف اساسی اقتصاد هر کشوری است. امروزه در اکثر کشورها به وسیله بهبود حاکمیت شرکت‌ها به دنبال رسیدن به این مهم می‌باشند. بنابراین پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به اهداف فوق و بهبود عملکرد شرکت‌ها زمینه‌های ایجاد حاکمیت مناسب در شرکت‌ها با تشویق و حتی الزامی کردن کاربرد مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به وسیله بورس اوراق بهادار تهران فراهم شود.

(2) از آنجا که شرکت‌های دارای درصد سهام شناور آزاد بیشتر در بازار سرمایه از ارزش بازار کمتری برخوردار هستند و همچنین به علت عدم تمایل و حضور فعال سهامداران کوتاه‌مدت (خریداران و فروشندگان درصد سهام شناور آزاد شرکت‌ها) در راهبری شرکت‌ها، پیشنهاد می‌گردد با ارتقای مسئولیت پاسخگویی مدیران در قبال کلیه سهامداران و همچنین آشنا ساختن سهامداران از حقوق و اختیاراتشان، نقش دارندگان این گروه سهام، در حاکمیت شرکتی افزایش داده شود. بنابراین ضرورت تشکیل نهادهای برای حمایت و متمرکز کردن حقوق سهامداران اقلیت (سهامداران جزء) در بازار سرمایه کشور مهم تلقی می‌شود.

(3) با توجه به نتایج پژوهش به نظر می‌رسد که اعضای غیرموظف هیات‌مدیره به عنوان یکی از اساسی‌ترین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، در ایران در اثرگذاری بر عملکرد شرکت‌ها موفق نبوده است. در تئوری نمایندگی، آنچه انتظار انجام موثر آن از هیات‌مدیره می‌رود، کاهش تضاد منافع بین سهامداران و مدیران است، بنابراین لازم است با ارائه راهکارهایی در مورد عملکرد مدیران غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره به تقویت این نهاد اقتصادی در کشور کمک کرد. به عنوان مثال عضویت طولانی‌مدت مدیران غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره ممکن است استقلال آنها را خدشه‌دار کند و اثربخشی آنها را کاهش دهد.

(4) در بررسی ترکیب اعضای هیات‌مدیره فقط به حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات‌مدیره توجه می‌شود. مدیر غیرموظفی که تجربه و یا دانش لازم جهت تصمیم‌گیری‌های استراتژیک را نداشته باشد، نه تنها معیار کنترلی نیست بلکه باعث اثربخشی هیات‌مدیره نیز نخواهد شد و در نتیجه عملکرد شرکت نیز بهبود نخواهد یافت. بنابراین پیشنهاد می‌شود در مکانیزم‌های مشخص شده در آئین‌نامه نظام راهبری شرکت‌ها به خصوصیات مدیران غیرموظف نیز توجه شود.

(5) جهت افزایش استقلال حسابرسان مستقل و اثربخشی حسابرسی داخلی از کمیته حسابرسی استفاده می‌شود. ترکیب این کمیته متشکل از اکثریت اعضای غیرموظف می‌باشد. بنابراین در کشورهای دیگر با استفاده

از این کمیته نقش نظارتی هیات‌مدیره پررنگ‌تر شده است در حالی که در ایران اکثر شرکت‌ها فاقد کمیته حسابرسی می‌باشند.

6) همچنین انتظار می‌رود با تدوین قوانین و مقررات در مورد تعیین سطح بهینه ساختار هیات‌مدیره، افشای صحیح و مناسب اطلاعات مالی؛ از جمله رایحه پیش‌بینی‌های به موقع و دقیق سود، مسئله نمایندگی را با پر کردن شکاف عدم‌تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران تعدیل نماید. پیش‌بینی‌های دقیق و به موقع، موجب بهبود تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان از گزارش‌های حسابداری می‌شود و اطلاع‌رسانی می‌تواند تقارن اطلاعاتی را تقویت کند و در نتیجه کنترل و نظارت بر شرکت بیشتر شده و کنترل و بهبود عملکرد تسهیل می‌گردد.

7) در سال‌های اخیر شرکت‌های بزرگ برای تامین نیازهای مالی خود اغلب از سود انباشته استفاده کرده‌اند. از آنجا که انباشت و تقسیم سود متضادند هر قدر شرکت سود بیشتری توزیع کند اندوخته کمتری داشته و در نتیجه شرکت رشد پایین‌تری خواهد داشت. همچنین بسیاری از سهامداران شرکت خواهان تقسیم سود نقدی هستند و از این رو مدیران با هدف حداکثر نمودن ثروت، همواره باید بین علایق مختلف آنان و فرصت‌های سودآور سرمایه‌گذاری تعادل برقرار کنند. بنابراین می‌توان بیان نمود که تقسیم سود نتیجه کیفیت حاکمیت شرکتی است و اتخاذ تصمیمات تقسیم سود از سوی مدیران شرکت‌ها بسیار حساس و دارای اهمیت می‌باشد.

8) ایجاد سازمان‌هایی که بتوانند شاخص‌های حاکمیت شرکتی را محاسبه کنند الزامی است؛ زیرا وجود چنین شاخص‌هایی علاوه بر رتبه‌بندی شرکت‌ها می‌تواند برای حساب‌رسان، سیاستگذاران و عموم مردم در قضاوت راجع به شرکت‌ها مؤثر باشد.

## 5-2-5-5 پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

با انجام هر پژوهش، راه به سوی پژوهش‌های بعدی باز می‌شود و لزوم انجام پژوهش‌های بیشتری احساس می‌گردد. در اینجا موضوعات زیر برای انجام پژوهش‌های آتی پیشنهاد می‌گردد:

1) علاوه بر متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش، اندازه‌گیری درجه بهبود ساختار حاکمیت شرکتی با استفاده از عوامل و معیارهای دیگری نیز انجام شود مانند تمرکز مالکیت، نفوذ مدیر عامل، دوره تصدی مدیر عامل و....

2) بررسی امتیازهای به موقع بودن و قابل اتکا بودن کیفیت افشا به صورت جداگانه با معیارهای عملکرد شرکت.

- (3) اندازه‌گیری موسسات حسابرسی با توجه به رتبه‌بندی جامعه حسابداران رسمی ایران به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی و تاثیر آن بر عملکرد شرکت.
- (4) بررسی رابطه متغیرهای سود هر سهم (EPS) و سود تقسیمی هر سهم (DPS) و نسبت پرداخت سود سهام با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

## 5-6 محدودیت‌ها و موانع انجام پژوهش

- محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای پژوهش حاضر وجود داشته و باید حین تفسیر یافته‌های پژوهش و تعمیم آن مدنظر قرار گیرند، به شرح زیر می‌باشند:
- (1) با توجه به محدود بودن قلمرو زمانی مطالعه حاضر از سال 1387 تا 1392، در تعمیم نتایج به بازه زمانی قبل و بعد از دوره مذکور باید احتیاط لازم عمل شود.
  - (2) بعضی از متغیرها که ممکن است بر نتایج اثرگذار باشند، در این پژوهش استفاده نشده‌اند و در حد مدل‌ها و متغیرهای پژوهش نتیجه‌گیری صورت گرفته است.
  - (3) از آنجایی که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم، ممکن است نتایج پژوهش با نتایج فعلی متفاوت باشد.
  - (4) نبود سایر موسسات امتیازدهی در زمینه انتشار امتیازات افشا شرکتی به منظور بررسی پایداری روابط.
  - (5) نبود نهاد خاصی در زمینه رتبه‌بندی شاخص‌های حاکمیت شرکتی.

## 5-7 خلاصه فصل پنجم

در این فصل ابتدا به تفسیر نتایج آزمون هر یک از فرضیه‌ها و تطبیق نتایج آنها با سایر پژوهش‌های مشابه پرداخته شد و در ادامه یک نتیجه‌گیری کلی از پژوهش صورت پذیرفته است. در نهایت ضمن ارائه پیشنهادها حاصل از پژوهش، پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی و محدودیت‌های پیش‌روی پژوهش ذکر شده است.



## منابع و مأخذ

## منابع فارسی

- 1) ابریشمی، حمید و مهرآرا، محسن. (1381). «اقتصادسنجی کاربردی (رویکردهای نوین)». دانشگاه تهران. موسسه انتشارات و چاپ.
- 2) احدیان پور پروین، دنیا. (1390). «رابطه شاخص‌های ارزیابی عملکرد با ارزش ایجاد شده سهامداران در شرکت‌های رشدی و ارزشی». فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. شماره دوازدهم.
- 3) احمدوند، میثم. (1388). «بررسی رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه شهید بهشتی. تهران.
- 4) افلاطونی، عباس. (1392). «تجزیه و تحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی». تهران. ترمه.
- 5) انصاری، عبدالمهدی و کریمی، محسن. (1387). «بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت در ارزش آفرینی برای سهامداران با تأکید بر معیارهای اقتصادی». مجله حسابداری. سال بیست و سوم. شماره 200.
- 6) ایزدی‌نیا، ناصر و رسائیان، امیر. (1389). «رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی». فصلنامه دانش حسابداری. سال اول. شماره 1. صص 53-72.
- 7) آذر، عادل و مومنی، منصور. (1385). «آمار و کاربرد آن در مدیریت». تهران. سمت. جلد اول.
- 8) آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی. بورس اوراق بهادار تهران. (1386).
- 9) بدری، احمد. (1387). «مبانی و ضرورت حاکمیت شرکتی». مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. تهران. بورس اوراق بهادار تهران (مدیریت آموزش).
- 10) برادران حسن‌زاده، رسول، بادآور نهندي، یونس و حسین بابایی، قادر. (1391). «رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره 19. شماره 2. صص 1-16.
- 11) بنویدی، مجید. (1385). «حاکمیت شرکتی». مجله تازه‌های جهان بیمه. شماره 96.

- (12) بنی‌مهد، بهمن، مرادزاده‌فر، مهدی و شجاعی‌باغینی، زهرا. (1393). «محافظه‌کاری حسابداری و تضاد منافع میان سهامداران و اعتباردهندگان در تقسیم سود». فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی. سال ششم. شماره 21.
- (13) بولو، قاسم. (1385). «نظام راهبری شرکت و تاثیر آن بر کیفیت سود». مجله بورس. شماره 52.
- (14) پارسائیان، علی. (1381). «تئوری‌های حسابداری». تهران. دفتر پژوهش‌های فرهنگی. چاپ اول.
- (15) پورحیدری، امید، محمدی، امیر و رحیمی، علیرضا. (1388). «بررسی پایداری خط‌مشی تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله تحقیقات حسابداری. شماره اول.
- (16) توکلی، فاطمه. (1388). «ویژگی‌های شرکت و کیفیت حاکمیت شرکتی». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (17) جعفری‌سرشت، داود. (1389). «بررسی ترکیب مطلوب سهامداری در بازار سرمایه». مجله الکترونیکی سرمایه‌گذاری. بخش سرمایه‌گذاری و اقتصاد.
- (18) جلالی، فاطمه. (1387). «حاکمیت شرکتی و حرفه حسابداری». مجله حسابداری. شماره 196.
- (19) جنیدی‌یکتا، مجید. (1391). «مقایسه محتوای اطلاعاتی نسبت‌های  $P/E$ ،  $M/BV$  و  $Q$  توین در پیش‌بینی بازده سهامدار (SR)». پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت مالی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.
- (20) حاجیها، زهره و اخلاقی، حسنعلی. (1392). «بررسی تاثیر ویژگی‌های هیات‌مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت». فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت. سال ششم. شماره 17.
- (21) حساس‌یگانه، یحیی و آذین‌فر، کاوه. (1389). «رابطه بین کیفیت حسابرسی و اندازه موسسه حسابرسی». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره 61. صص 85-98.
- (22) حساس‌یگانه، یحیی و داداشی، ایمان. (1389). «بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر اظهارنظر حسابرسان مستقل». مجله حسابداری مدیریت. سال سوم. شماره 5.

- (23) حساس یگانه، یحیی و غلامزاده لداری، مسعود. (1391). «ارزیابی جامع کیفیت حسابرسی در ایران: فرصت‌های تحقیقاتی». دهمین همایش ملی حسابداری ایران.
- (24) حساس یگانه، یحیی و معیری، مرتضی. (1387). «حاکمیت شرکتی، حسابرسی و کمیته حسابرسی». مجله حسابداری. شماره 200. صص 57-66.
- (25) حساس یگانه، یحیی و هاشمی، سیدهادی. (1387). «مرور مبانی و مدل‌های مختلف حاکمیت شرکتی». سلسله مقالات حاکمیت شرکتی. مجله حسابداری. شماره 201. صص 34-39.
- (26) حساس یگانه، یحیی. (1383). «مفهوم حاکمیت شرکتی و نقش آن در گزارشگری». مقاله ارائه شده در سمینار گزارشگری مالی و تحولات پیش‌روی. 8 و 9 دی‌ماه. تهران.
- (27) حساس یگانه، یحیی. (1384). «مبانی نظری حاکمیت شرکتی». مجله حسابداری. شماره 168.
- (28) حساس یگانه، یحیی. (1384). «مفاهیم حاکمیت شرکتی». مجله حسابداری. شماره 167.
- (29) حساس یگانه، یحیی. (1385). «حاکمیت شرکتی در ایران». مجله حسابرسی. سال هشتم. شماره 32. صص 32-39.
- (30) حساس یگانه، یحیی. (1387). «حاکمیت (راهبری) شرکتی و پاسخگویی». مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. تهران. بورس اوراق بهادار تهران (مدیریت آموزش).
- (31) حساس یگانه، یحیی. (1391). «فلسفه حسابرسی». تهران. علمی و فرهنگی. چاپ ششم.
- (32) حسن‌زاده، علی و محمدعلیزاده، آرشد. (1390). «حاکمیت شرکتی در بانک‌ها». فصلنامه تازه‌های اقتصاد. سال نهم. شماره 133.
- (33) حسینی، سیدعلی، کرمی، غلامرضا و شفیع‌پور، سیدمجتبی. (1389). «بررسی ارتباط عملکرد شرکت‌ها و نقدشوندگی بازار سهام». فصلنامه بورس اوراق بهادار. سال سوم. شماره 11.
- (34) حسینی، سیدیعقوب. (1382). «آمار ناپارامتریک: روش تحقیق و نرم‌افزار آماری spss10». تهران. دانشگاه علامه طباطبائی.
- (35) حقیقت، سیدصادق. (1387). «روش‌شناسی علوم سیاسی». قم. دانشگاه مفید.

- (36) حیدرپور، فرزانه و مستوفی، حمید. (1388). «بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه حسابداری مالی. سال اول. شماره 1. صص 30-37.
- (37) خاکی، غلامرضا. (1387). «روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی». تهران. بازتاب. چاپ چهارم.
- (38) خالقی‌مقدم، حمید و احمدخان بیگی، مصطفی. (1390). «رابطه محافظه‌کاری و به هنگام بودن سود خالص با اندازه شرکت و اندازه موسسه حسابرسی». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره 18. شماره 64.
- (39) خدادادی، ولی و تاکر، رضا. (1391). «تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. سال چهارم. شماره 15.
- (40) دوانی، غلامحسین. (1387). «مسئولیت اجتماعی سازمان‌ها». پژوهشکده تحقیقات استراتژیک مجمع تشخیص مصلحت نظام. گروه پژوهش‌های فرهنگی و اجتماعی. پژوهشنامه شماره 21.
- (41) ذوالنور، حسین. (1374). «مقدمه‌ای بر روش‌های اقتصادسنجی». شیراز. دانشگاه شیراز.
- (42) رجبی، روح‌الله و خدابخشی، علی. (1388). «بررسی رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت‌ها در ایران». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره 16. شماره 58.
- (43) رحیمیان، نظام‌الدین، صالح‌نژاد، سیدحسن و سالکی، علی. (1388). «رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم‌تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره 16. شماره 58.
- (44) رزمیان فیض‌آبادی، علیرضا و هشی، عباس. (1392). «تاثیر ترکیب هیات‌مدیره بر محتوای اطلاعاتی و کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله دانش حسابداری. سال چهارم. شماره 13. صص 105-128.

- (45) رهبری خرازی، مهسا. (1383). «مطالعه و شناخت وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با سایر کشورها». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (46) رئیس‌زاده، سیدمحمد رضا، محسنی، ابراهیم و عبدالمهدی، امید. (1391). «بررسی رابطه بین نسبت  $Q$  توپین و معیار سود تقسیمی هر سهم (DPS) در ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و امکان جایگزینی آن». فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی. سال چهارم. شماره 14. ص 134.
- (47) رئیس، زهره. (1387). «بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (48) سفیدگر، محمد. (1390). «بررسی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد سنندج.
- (49) سوری، علی. (1392). «اقتصادسنجی 2 پیشرفته همراه با کاربرد Eviews8 و Stata12». تهران. فرهنگ‌شناسی.
- (50) شانظریان، سامون. (1389). «بررسی رابطه مالکیت نهادی و مالکیت عمده به عنوان جنبه‌هایی از حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه شهید بهشتی. تهران.
- (51) شریعت‌پناهی، مجید. (1380). «اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». رساله دکترا. دانشکده مدیریت و حسابداری. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (52) شهریاری، مهدی. (1386). «نقش حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه امام صادق (ع). تهران.
- (53) صادقی‌پور، فاطمه. (1392). «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی، عدم‌تقارن اطلاعاتی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات آذربایجان شرقی.

- (54) صالحی، عبدالعلی. (1380). «تاثیر وجود همبستگی بین Q ساده توپین و سایر نسخه‌های Q در ارزیابی عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (55) صفرزاده، محمدحسین. (1392). «تاثیر رعایت حقوق سهامداران بر کیفیت سود». پژوهش‌های تجربی حسابداری. سال سوم. شماره 9. صص 147-172.
- (56) صلاحی‌نژاد، مریم و سعادت، شهرزاد. (1393). «تاثیر اعتبار حسابرسی در جذب کمک‌های بلاعوض در موسسات غیرانتفاعی (شهرداری‌ها)». فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال سوم. شماره 9.
- (57) صمدی، علی‌حسین. (1388). «روابط کاذب در اقتصادسنجی». تهران. نورعلم.
- (58) صمدی‌لرگانی، محمود، کاویانی، میثم و عبدالله‌پور، امیررضا. (1391). «مدیریت مالی تحلیلی». تنکابن. دانشگاه آزاد اسلامی. جلد اول.
- (59) عالی‌ور، عزیز. (1381). «صورت‌های مالی اساسی». سازمان حسابرسی. نشریه 76.
- (60) عباسی‌نژاد، حسین. (1386). «اقتصادسنجی پیشرفته». تهران. برادران.
- (61) علیقلی، منصوره و جلیلیان، عادل. (1391). «بررسی رابطه میان سرمایه‌گذاران نهادی بلندمدت / موقت و مدیریت موثر سود». فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. سال اول. شماره 4.
- (62) غلامحسین‌زاده، حسین. (1389). «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت‌ها در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علوم اقتصادی. دانشکده مدیریت. تهران.
- (63) فخاری، حسین و یوسفعلی‌تبار، نصیبه. (1389). «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره 17. شماره 62.
- (64) فلاح‌چای، میرمظفر و سیدنژادفهمیم، سیدرضا. (1385). «آمار و احتمال کاربردی». لاهیجان. ندای سبز شمال.

- (65) قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه. (1386). «بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله تحقیقات مالی. شماره 23. صص 33-48.
- (66) قائمی، محمدحسین و شهریار، مهدی. (1388). «حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها». مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. دوره اول. شماره 1. پیاپی 57/3.
- (67) قدردان، احسان. (1389). «بررسی تاثیرپذیری بازده دارایی ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان معیارهای عملکرد شرکت از اعمال مکانیزم های حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی. گروه علمی حسابداری. دانشگاه پیام نور. بهشهر.
- (68) قدس، علی سینا. (1387). «حاکمیت شرکتی و اصلاح ساختار هیات مدیره». مجله تدبیر. شماره 195.
- (69) فنبری، فرحناز. (1386). «بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهراء (س). تهران.
- (70) کاشانی پور، محمد و رسائی، امیر. (1388). «حاکمیت شرکتی و کنترل». مجله اقتصادی. ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی. شماره های 89 و 90. صص 75-91.
- (71) کاوسی، علیرضا. (1382). «ارتباط بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) در شرکت های بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه علامه طباطبائی. تهران.
- (72) کرمی، مجتبی. (1391). «بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
- (73) کنعانی امیری، منصور. (1384). «تعیین رابطه بین مخارج سرمایه ای با ضریب Q و بازده آتی سهام در شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار با استفاده از اطلاعات حسابداری». رساله دکترا حسابداری. دانشگاه تربیت مدرس. تهران.



- (74) گجراتی، دامودار. (1995). «مبانی اقتصادسنجی». ترجمه حمید ابریشمی. (1385). تهران. دانشگاه تهران.
- (75) گوینده، کمال. (1386). «مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در رابطه با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی. دانشگاه شیراز.
- (76) مرادی، محمدعلی، مرادخانی، بهنام و جعفری، مهدی. (1391). «رابطه بین اهرم مالی و اهرم عملیاتی با بازده سهام تعدیل شده براساس ریسک در بورس تهران». مجموعه مقالات همایش ملی حسابداری و حسابرسی. سیستان و بلوچستان.
- (77) مکرمی، یدالله. (1381). «نظریه اطلاعات نامتقارن». مجله حسابرس. شماره 16. صص 42-44.
- (78) مکرمی، یدالله. (1385). «اصول نظام راهبردی بنگاه». مجله حسابرس. شماره 32. صص 40-45.
- (79) مومنی، منصور و فعال‌قیومی، علی. (1391). «تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS». تهران. مؤلف.
- (80) مهرانی، ساسان و تالانه، عبدالرضا. (1377). «تقسیم سود در شرکت‌ها». مجله حسابداری. شماره 125.
- (81) مهربانی، فاطمه و دادگر، یدالله. (1392). «محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران». مجله علمی پژوهشی نامه مفید. سال نوزدهم. شماره 96. صص 47-68.
- (82) میدری، احمد و حجاریان، سعید. (1383). «راهکارهای پیاده‌سازی اصول حاکمیت شرکتی در ایران». مقاله ارائه شده در سمینار بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران. 7 و 8 آذرماه. تهران.
- (83) میرزایی، خلیل. (1389). «پژوهش پژوهشگری و پژوهشنامه نویسی». تهران. جامعه شناسان.
- (84) نبوی‌چاشمی، سیدعلی. (1389). «ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران». رساله دکترا. دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران.

- (85) نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (1387). «تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره 53. صص 83-100.
- (86) نمازی، محمد و زراعت‌گری، رامین. (1388). «بررسی کاربرد نسبت Q تویین و مقایسه آن با سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مدیران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله پیشرفت‌های حسابداری. سال اول. شماره 1. صص 262-231.
- (87) نوفرستی، محمد. (1378). «ریشه واحد و همجمعی در اقتصادسنجی». تهران. رسا.
- (88) نیکبخت، محمدرضا و حاجی‌عظیمی، فرزاد. (1392). «تاثیر محافظه‌کاری مشروط بر قابلیت اتکای اطلاعات و به موقع بودن افشا». مجله پژوهش‌های حسابداری مالی. سال پنجم. شماره 2. شماره پیاپی 16.
- (89) نیک‌پور، نجمه. (1392). «بررسی تاثیر قدرت مدیر اجرایی و کیفیت افشا بر تغییرپذیری عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم تربیتی و روانشناسی. دانشگاه آزاد اسلامی واحد مرودشت.
- (90) نیکومرام، هاشم و محمدزاده سألطه، حیدر. (1389). «ارائه الگویی برای تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود». مجله حسابداری مدیریت. سال سوم. شماره 4.
- (91) وکیلی‌فرد، حمیدرضا و باوندپور، لیدا. (1389). «تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله مطالعات مالی. شماره هشتم.
- (92) هژیرکیانی، کامبیز. (1376). «اقتصادسنجی و کاربرد آن». تهران. دانشگاه شهید بهشتی. بخش فرهنگی.
- (93) یعقوبی، مهدی و اقبال، مریم. (1392). «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: آزمون مجدد تئوری نمایندگی در شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران». یازدهمین همایش ملی حسابداری. دانشگاه فردوسی مشهد.

منابع انگلیسی

- 1) Al-Matari, Yahya Ali, Al-Swidi, Abdullah Kaid, Fadzil, Faudziah Hanim Bt Fadzil Hanim and Al-Matari, Ebrahim Mohammed. (2012). "Board of Directors, Audit Committee Characteristics and Performance of Saudi Arabia Listed Companies". *International Review of Management and Marketing*. Vol. 2. No. 4. pp.241-251.
- 2) Andreou, Panayiotis C., Louca, Christodoulos and Panayides, Photis M. (2014). "Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry". *Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review*. Volume 63. Pages 59–78.
- 3) Blau, Benjamin and Fuller, Kathleen. (2008). "Flexibility and dividends". *Journal of Corporate Finance*. 14. 133-152.
- 4) Breandle, C. and Noll, J. (2005). "On the Convergence of National Corporate Governance System". From [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 5) Byrd, J.W. and Hickman, K.A. (1992). "Do outside directors monitor managers? Evidence from tender offer bids". *Journal of Financial Economics* 32. 195-221.
- 6) Cadbury, Adrian. (1992). "The Financial Aspects of Corporate Governance". Burgess Science Press.
- 7) Cannon, Tom. (1994). "Corporate Responsibility: A Textbook on Business Ethics, Governance, Environment: Roles and Responsibilities". Pitman.
- 8) Carcello, Joseph V. and Neal, Terry L. (2000). "Audit Committee Composition and Auditor Reporting". *The Accounting Review*. Vol. 75. No. 4. pp. 453-467.
- 9) Chiang, Hsiang-tsai. (2005). "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance". *Journal of American Academy of Business*. Cambridge. Mar. 6. 1. ABI/INFORM Global pg. 95.
- 10) Chidambaran, N.K., Palia, Darius and Zheng, Yudan. (2007). "Does Better Corporate Governance "Cause" Better Firm Performance?".
- 11) Cohen, Jeffrey R., Krishnamoorthy, Ganesh and Wright, Arnold. (2004). "The Corporate Governance Mosaic And Financial Reporting Quality". *Journal of Accounting Literature*, pp.87-152.
- 12) Colman, F. and Baikapi, N. (2001). "Composition of the Board of Directors and Firm Performance Dichotomy". *Journal of Financial Economics*.107.
- 13) Dehaene, Alexander, De Vuyst, Veerle and Ooghe, Hubert. (2001). "Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies". *Long Range Planning*. 34. 3. 383-398.
- 14) Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). "Scparation of ownership and control". *Journal of Law and Economics*. Vol. 26. 327-349.
- 15) Fama, Eugene F. and French, Kenneth R. (1993). "Common risk factors in the returns on stocks and bond". *Journal of Financial Economics*. 32 (1). 3-56.
- 16) Felo, Andrew J., Krishnamurthy, Srinivasan and Solieri, Steven A. (2003). "Audit committee characteristics and the perceived quality of financial reporting: An empirical analysis". Working Paper. Pennsylvania State University. State University of New York at Binghamton and University of Scranton.
- 17) Greenspan, Alan. (2002). "Corporate Governance". New York University. New York
- 18) Gupta, Pooja and Sharma, Aarti Mehta. (2014). "A study of the impact of corporate governance practices on firm performance in Indian and South Korean companies". *Procedia-Social and Behavioral Sciences*. 134 – 11.

- 19) Haniffa, Roszaini, and Hudaib, Mohammad. (2006). "Corporate Governance Structure and Performance of Malaysian Listed Companies". *Journal of Business Finance and Accounting*. 33 (7-8). 1034-1062.
- 20) Hendriksen, E.S and Van Breda, M.F. (1992). "Accounting Theory". Richard Irwin Inc.
- 21) Hill, Charles W. L. and Jones, Thomas M. (1992). "Stakeholder-Agency Theory". *Journal of Management Studies*. Volume 29. Issu 2. Pages 131-154.
- 22) Jensen, Michael C. (1986). "Agency cost of free Cash Flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*. 76. 2. 323-329.
- 23) Jensen, Michael C. and Meckling, William H. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics*. 3 (4), 305-360.
- 24) John, K. and Senbet, Lemma W. (1998). "Corporate Governance and Board Effectiveness". *Journal of Banking and Finance*. 22. 371-403.
- 25) Kajola, Sunday O. (2008). "Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. ISSN 1450-2275. Issue 14 .
- 26) Kim, Duk-Ho, Kim, Joongwha, Byunb, Yonghwan and Chun, Se-Hak. (2013). "A Study on the Effect of Governance Adequacy on the Corporate Performance". *Procedia - Social and Behavioral Sciences*. 107 59 – 66.
- 27) Kowalewski, Oskar and Talavera, Oleksandr. (2007). "Corporate Governance and Dividend Policy in Poland". *Warsaw School of Economics*. Available at ssrn.
- 28) Mitton, Todd. ( 2004). "Corporate governance and dividend policy in emerging markets". *Emerging Markets Review*. 5. 409- 426.
- 29) Murekefu, Timothy Mahalang'ang'a and Ouma, Ochuodho Peter. (2012). "The Relationship Between Dividend Payout And Firm Performance: A Study Of Listed Companies In Kenya". *European Scientific Journal*. May edition vol. 8. No.9.
- 30) Narayan Koli, Laxmi. (2002). "Role of the Stakeholder in Corporate Governance". pp 1-4.
- 31) Organization for Economic Co-Operation and Development. (2004). "OECD Principles of Corporate Governance". Printed in France.
- 32) Parkinson, JE. (1994). "Corporate power and responsibility". Oxford University Press.
- 33) Ponnu, Cyril H. ( 2008). "Corporate Governance Structures and the Performance of Malaysian Public Listed Companies". *International Review of Business Research Papers*. Vol. 4. No.2. March. pp.217-230.
- 34) Sanda, Ahmadu, Mikailu, Aminu S. and Garba, Tukur. (2005). "Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria". *African Economic Research Consortium*. Nairobi March.
- 35) Shankaraiah, K. and RAO, D. N. (2004). "Corporate Governance and Accounting Standards in India: An Emprical Study on Practices". pp 6-14.
- 36) Sharma, DS, Boo, El'fred and Sharma, Vineeta D. (2008). "The impact of corporate governance on auditors' client acceptance, risk and planning judgments". *Accounting and Business Research*. vol.38. No. 2. pp. 105-120.
- 37) Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W. (1997). "A Survey of Corporate Governance". *Journal of Finance*. Vol. 52 (2). pp. 737-783.
- 38) Silva, Luis, Goergen, Marc and Renneboog, Luc. (2004). "Dividend Policy and Corporate Governance". Oxford University Press.

- 39) Solomon, J. and Solomon, A. (2004). "Corporate Governance and Accountability". John Wiley and sons. Ltd. England.
- 40) Tariq, Yasir Bin, and Abbas, Zaheer. (2013). "Compliance and multidimensional firm performance: Evaluating the efficacy of rule-based code of corporate governance". Economic Modelling. Volume 35. Pages 565–575.
- 41) Tosi Jr, Henry L. and Gomez-Mejia, Luis R. (1994). "CEO Compensation Monitoring and Firm Performance". Academy Management Journal. 37 (4), 1002-1016.
- 42) Wang, Justin T., Sami, Heibatollah and Zhou, Haiyan. (2009). "Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms". Journal of International Accounting, Auditing and Taxation. Volume 20. Issue 2. Pages 106–114.
- 43) World Bank. (2001). "Corporate Governance: Framework for Implementation, Overview". [www.worldbank.org/pp.5](http://www.worldbank.org/pp.5).

کالج پروژه

پیوست‌ها

جدول (الف) جامعه مطالعاتی پژوهش

ردیف	صنایع	نام شرکت
1	ابزار پزشکی	کتورسازی ایران
2	انبوه سازی	آبادگران
3	حمل و نقل انبارداری و ارتباطات	تاید واتر
		حمل و نقل توکا
		مهندسی حمل و نقل پتروشیمی
4	خودرو و قطعات	چرخشگر
		رینگ سازی مشهد
		سازه پوش
		فنر سازی خاور
		قطعات اتومبیل
		گروه بهمن
		لنت ترمز
		محور خودرو
		موتورسازان تراکتور
		نصیر ماشین
5	دستگاه های برقی	ایران ترانسفو
		پارس سوئیچ
		شهید قندی
		لامپ پارس شهاب
		نیرو ترانس
6	ذغال سنگ	ذغال سنگ نگین
7	رایانه	داده پردازی ایران
8	زراعت	مگسال
9	سایر معادن	تامین ماسه
10	سیمان آهک گچ	سیمان ارومیه
		سیمان اصفهان
		سیمان بجنورد

سیمان بهبهان		
سیمان خاش		
سیمان خزر		
سیمان داراب		
سیمان دورود		
سیمان سفیدنی ریز		
سیمان شاهرود		
سیمان شمال		
سیمان غرب		
سیمان فارس		
سیمان کرمان		
سیمان مازندران		
پتروشیمی آبادان	شیمیایی	11
پتروشیمی شازند		
پتروشیمی فن آوران		
شیمیایی فارس		
لعابیران		
معدنی املاح ایران		
نیروکلر		
بیسکویت گرجی	غذایی بجز قند و شکر	12
پارس مینو		
پگاه اصفهان		
پگاه خراسان		
توسعه صنایع بهشهر		
دشت مرغاب		
کشت و صنعت پیاذر		
لبنیات کالبر		
نفت بهران	فرآورده‌های نفتی	13
نفت پارس		



سپتتا	فلزات اساسی	14
صنعتی سپاهان		
فروسلیس ایران		
فولاد امیرکبیر کاشان		
فولاد خراسان		
فولاد مبارکه اصفهان		
لوله و ماشین سازی		
مس باهنر		
ملی صنایع مس ایران		
تکین کو	فنی و مهندسی	15
مپنا (نیروگاهی ایران)		
قند اصفهان	قند و شکر	16
چینی ایران	کاشی و سرامیک	17
کاشی الوند		
کاشی پارس		
کاشی سینا		
باما	کانه های فلزی	18
چادرملو		
گل گهر		
معادن منگنز ایران		
پشم شیشه ایران	کانی غیرفلزی	19
خاک چینی ایران		
شیشه دارویی رازی		
درخشان تهران	لاستیک و پلاستیک	20
لاستیک سهند		
بوتان	ماشین آلات و تجهیزات	21
پارس خزر		
تراکتورسازی		
خدمات کشاورزی		

سرما آفرین		
اما	محصولات فلزی	22
جام دارو		
کاغذسازی کاوه	محصولات کاغذی	23
البرز دارو	مواد دارویی	24
پارس دارو		
دارو ابوریحان		
دارو اسوه		
دارو اکسیر		
دارو امین		
دارو دامبران رازک		
دارو رازک		
دارو زهراوی		
دارو فارابی		
دارو لقمان		
دارو پخش		
دارو جابر ابن حیان		
دارو سازی کوثر		
روز دارو		
سینا دارو		
شیمی دارو پخش		
کارخانجات دارو پخش		
کیمیدارو		
مواد دارو پخش		

خروجی نرم افزار

جدول (ب-1) آمار توصیفی داده های کمی پژوهش قبل از نرمال شدن متغیر وابسته

	Tobin Q_BN	ΔCG	ΔFF	ΔNED	ΔDIS	ΔDPR	Size	DRA	ROA
Mean	1.529646	0.037678	0.193139	0.005548	2.847706	-0.002785	27.29096	0.558468	0.186983
Median	1.339650	0.029083	0.000000	0.000000	2.000000	0.000000	27.17244	0.581639	0.165543
Maximum	4.652549	1.519174	33.81000	1.000000	75.00000	1.542533	32.67849	0.913333	0.639284
Minimum	0.454860	-1.473578	-17.13000	-0.800000	-69.00000	-1.621555	23.75822	0.089110	0.001023
Std. Dev.	0.640620	0.427873	4.860451	0.119764	18.11637	0.362691	1.604397	0.176618	0.116781
Skewness	1.547675	0.061032	1.925170	1.211228	0.113729	0.170073	0.830501	-0.386629	1.025565
Kurtosis	5.969447	4.035443	15.84298	19.75675	4.282570	5.517403	4.034531	2.495788	3.943293
Jarque-Bera	417.8062	24.68488	4082.215	6509.503	38.52975	146.5373	86.95440	19.35106	115.7430
Probability	0.000000	0.000004	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000063	0.000000
Sum	833.6572	20.53464	105.2610	3.023810	1552.000	-1.517785	14873.57	304.3651	101.9057
Sum Sq. Dev.	223.2540	99.59286	12851.45	7.802804	178542.4	71.56034	1400.306	16.96953	7.419006
Observations	545	545	545	545	545	545	545	545	545

کالج پروژه

تابع تبدیل باکس-کاکس

$$y_i^\lambda = \begin{cases} (y_i^\lambda - 1)/\lambda ; & \lambda \neq 0 \\ \log y_i ; & \lambda = 0 \end{cases}$$

جدول (ب-2) مقایسه متغیر وابسته قبل و بعد از تبدیل باکس-کاکس

	Jarque-Bera	Probability
Tobin Q_BN	417.8062	0.000000
Tobin Q	1.411827	0.493658

جدول (ب-3) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل اصلی

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	$\Delta CG$	Size	DRA	ROA
$\Delta CG$	1.000000			
Size	0.037861	1.000000		
DRA	-0.040269	-0.237855	1.000000	
ROA	0.058377	0.343010	-0.441366	1.000000

جدول (ب-4) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی اول

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	$\Delta FF$	Size	ROA
$\Delta FF$	1.000000		
Size	0.035968	1.000000	
ROA	-0.029319	0.343010	1.000000

جدول (ب-5) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی دوم

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	$\Delta NED$	Size	ROA
$\Delta NED$	1.000000		
Size	0.028366	1.000000	
ROA	-0.034927	0.343010	1.000000

جدول (ب-6) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی سوم

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	$\Delta DIS$	Size	ROA
$\Delta DIS$	1.000000		
Size	-0.084400	1.000000	
ROA	-0.013466	0.343010	1.000000

جدول (ب-7) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی چهارم

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	AUD	Size	ROA
AUD	1.000000		
Size	0.112512	1.000000	
ROA	0.175437	0.343010	1.000000

جدول (ب-8) آزمون همبستگی بین متغیرهای مدل فرعی پنجم

Covariance Analysis: Ordinary  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Correlation	$\Delta$ DPR	Size	ROA
$\Delta$ DPR	1.000000		
Size	0.028672	1.000000	
ROA	-0.056596	0.343010	1.000000

جدول (ب-9) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل اصلی

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
$\Delta$ CG	0.000587	1.003988
Size	4.77E-05	1.145746
DRA	0.004362	1.255397
ROA	0.010558	1.344053
C	0.037347	NA

جدول (ب-10) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل فرعی اول

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
ΔFF	4.45E-06	1.003271
Size	4.63E-05	1.136074
ROA	0.008734	1.135581
C	0.032649	NA

جدول (ب-11) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل فرعی دوم

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
ΔNED	0.007502	1.003074
Size	4.73E-05	1.135442
ROA	0.008935	1.135914
C	0.033372	NA

جدول (ب-12) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل فرعی سوم

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
ΔDIS	3.29E-07	1.007450
Size	4.76E-05	1.141581
ROA	0.008914	1.133655
C	0.033615	NA

جدول (ب-13) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل فرعی چهارم

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
AUD	0.000636	1.035071
Size	4.73E-05	1.136986
ROA	0.009087	1.158242
C	0.033295	NA

جدول (ب-14) عامل تورم واریانس متغیرها (VIF) برای مدل فرعی پنجم

Variance Inflation Factors  
Sample: 1 545  
Included observations: 545

Variable	Coefficient Variance	Centered VIF
ΔDPR	0.000814	1.005858
Size	4.70E-05	1.136332
ROA	0.008896	1.139046
C	0.033160	NA

آزمون مانایی متغیرهای مدل

جدول (ب-15) آزمون مانایی Tobin Q

Panel unit root test: Summary

Series: Tobin Q

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross- sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-40.6948	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.5392	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	283.271	0.0019	109	436
PP - Fisher Chi-square	404.645	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جدول (ب-16) آزمون مانایی  $\Delta CG$

Panel unit root test: Summary

Series:  $\Delta CG$

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-82.6516	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-21.1976	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	435.736	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	614.441	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جدول (ب-17) آزمون مانایی  $\Delta FF$

Panel unit root test: Summary

Series:  $\Delta FF$

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-31.2993	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-8.57642	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	338.073	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	520.673	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



جدول (ب-18) آزمون مانایی  $\Delta NED$

Panel unit root test: Summary

Series:  $\Delta NED$

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-30.7649	0.0000	54	216
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2.58246	0.0049	54	216
ADF - Fisher Chi-square	140.316	0.0199	54	216
PP - Fisher Chi-square	255.237	0.0000	54	216

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

کالج پروژه

جدول (ب-19) آزمون مانایی  $\Delta DIS$

Panel unit root test: Summary

Series:  $\Delta DIS$

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-121.986	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-46.3066	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	473.700	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	691.645	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جدول (ب-20) آزمون مانایی  $\Delta DPR$

Panel unit root test: Summary

Series:  $\Delta DPR$

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-55.2154	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.70428	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	367.996	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	561.475	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

کالج پروژه

جدول (ب-21) آزمون مانایی Size

Panel unit root test: Summary

Series: Size

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-70.3151	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and shin W-stat	-13.5998	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	249.504	0.0703	109	436
PP - Fisher Chi-square	331.576	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جدول (ب-22) آزمون مانایی DRA

Panel unit root test: Summary

Series: DRA

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-26.2657	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and shin W-stat	-5.20998	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	267.756	0.0121	109	436
PP - Fisher Chi-square	461.167	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

کالج پروژه

جدول (ب-23) آزمون مانایی ROA

Panel unit root test: Summary

Series: ROA

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-165.611	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and shin W-stat	-8.19372	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	207.570	0.6828	109	436
PP - Fisher Chi-square	332.278	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

جدول (ب-24) آزمون چاو مدل اصلی

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: EQ01

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.890594	(108,432)	0.0000
Cross-section Chi-square	751.791002	108	0.0000

جدول (ب-25) آزمون هاسمن مدل اصلی

Correlated Random Effects - Hausman Test

Equation: EQ01

Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	313.219114	4	0.0000

جدول (ب-26) آزمون همسانی واریانس مدل اصلی

Test for Equality of Variances Between Series

Sample: 1388 1392

Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	4	4371.195	0.0000
Levene	(4, 2720)	443.0857	0.0000
Brown-Forsythe	(4, 2720)	431.5737	0.0000

جدول (ب-27) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه اصلی

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.243585	0.173176	-47.60233	0.0000
$\Delta CG$	0.004401	0.006917	0.636285	0.5249
Size	0.309170	0.006207	49.81366	0.0000
DRA	0.154560	0.063796	2.422718	0.0158
ROA	0.165769	0.073731	2.248300	0.0251

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.752705	Mean dependent var	0.464421
Adjusted R-squared	0.740444	S.D. dependent var	0.594237
S.E. of regression	0.134667	Sum squared resid	7.834396
F-statistic	77.69838	Durbin-Watson stat	1.716332
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.865269	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	7.953120	Durbin-Watson stat	1.729682

جدول (ب-28) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل اصلی

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ01

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

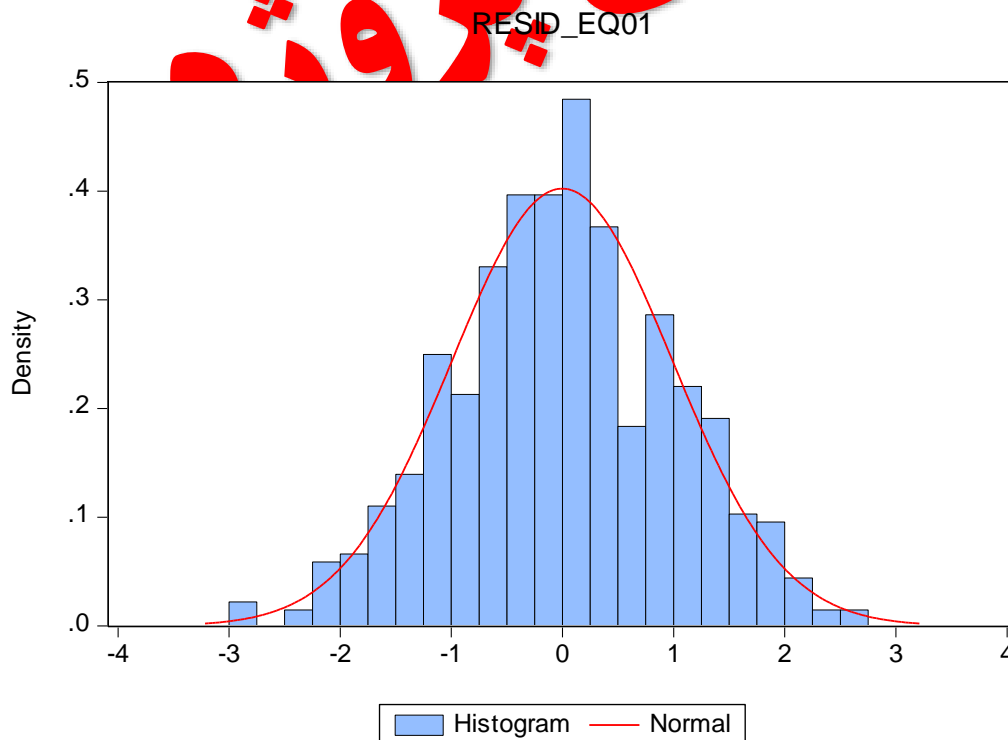
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-46.6917	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-10.3461	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	327.541	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	497.514	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-1) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل اصلی

جدول (ب-29) آزمون چاو مدل فرعی اول

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ02  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.452398	(108,433)	0.0000
Cross-section Chi-square	735.617433	108	0.0000

جدول (ب-30) آزمون هاسمن مدل فرعی اول

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ02  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	292.038016	3	0.0000

جدول (ب-31) آزمون همسانی واریانس مدل فرعی اول

Test for Equality of Variances Between Series  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	5405.519	0.0000
Levene	(3, 2176)	181.9891	0.0000
Brown-Forsythe	(3, 2176)	173.4112	0.0000

جدول (ب-32) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول - اولین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.978738	0.164986	-48.36007	0.0000
ΔFF	0.000469	0.000814	0.576312	0.5647
Size	0.303304	0.006259	48.45506	0.0000
ROA	0.066769	0.062746	1.064125	0.2879

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.750294	Mean dependent var	0.465214
Adjusted R-squared	0.737552	S.D. dependent var	0.581885
S.E. of regression	0.135259	Sum squared resid	7.921719
F-statistic	74.57854	Durbin-Watson stat	1.709704
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.863895	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.034220	Durbin-Watson stat	1.763034



جدول (ب-33) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی اول - بهترین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.072912	0.144515	-55.86226	0.0000
$\Delta FF$	0.000365	0.000804	0.454144	0.6500
Size	0.307213	0.005295	58.01422	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.749358	Mean dependent var	0.469779
Adjusted R-squared	0.736522	S.D. dependent var	0.578635
S.E. of regression	0.135649	Sum squared resid	7.985854
F-statistic	73.96316	Durbin-Watson stat	1.697886
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.863391	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.064015	Durbin-Watson stat	1.749354

جدول (ب-34) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی اول- بهترین تخمین مدل

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ02

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

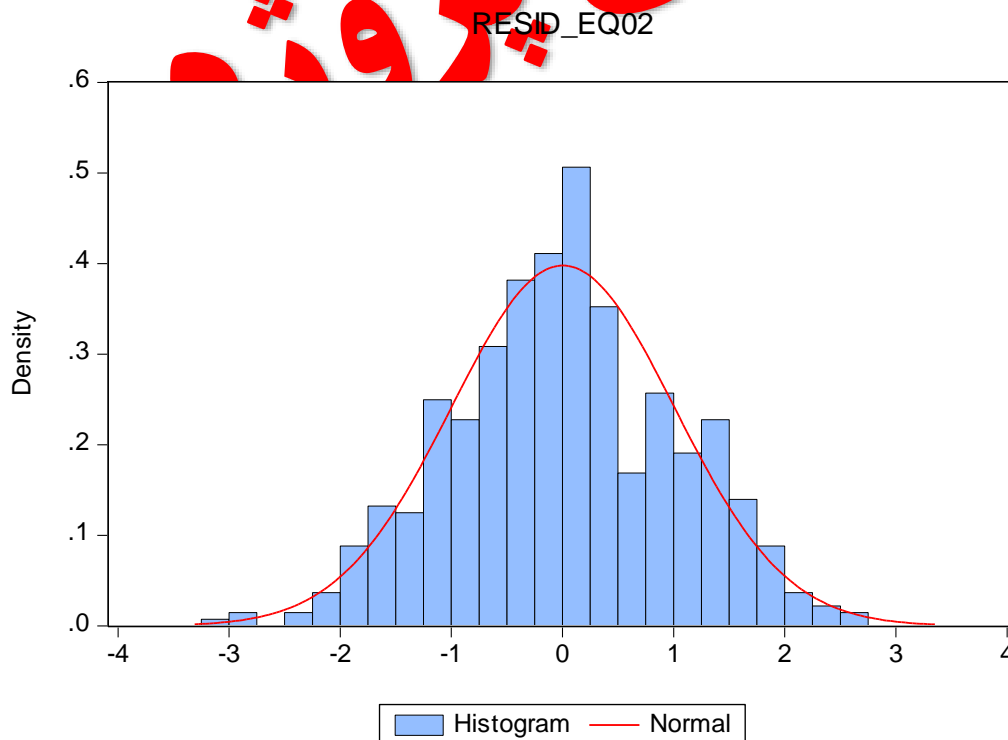
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-29.2539	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.69775	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	309.641	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	484.093	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-2) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی اول- بهترین تخمین مدل

جدول (ب-35) آزمون چاو مدل فرعی دوم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ03  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.762538	(108,433)	0.0000
Cross-section Chi-square	746.441182	108	0.0000

جدول (ب-36) آزمون هاسمن مدل فرعی دوم

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ03  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	315.002874	3	0.0000

جدول (ب-37) آزمون همسانی واریانس مدل فرعی دوم

Test for Equality of Variances Between Series  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	4489.055	0.0000
Levene	(3, 2176)	533.6959	0.0000
Brown-Forsythe	(3, 2176)	520.9780	0.0000

جدول (ب-38) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم - اولین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.038054	0.158576	-50.68911	0.0000
$\Delta$ NED	-0.011153	0.026107	-0.427215	0.6694
Size	0.305540	0.006017	50.77773	0.0000
ROA	0.058461	0.061911	0.944282	0.3456

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.751522	Mean dependent var	0.466341
Adjusted R-squared	0.739094	S.D. dependent var	0.588319
S.E. of regression	0.135426	Sum squared resid	7.941293
F-statistic	76.56584	Durbin-Watson stat	1.707079
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.863577	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.053021	Durbin-Watson stat	1.760784

جدول (ب-39) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی دوم - بهترین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.120116	0.139682	-58.13281	0.0000
$\Delta$ NED	-0.014316	0.025765	-0.555609	0.5788
Size	0.308949	0.005117	60.37456	0.0000

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.750417	Mean dependent var	0.471360
Adjusted R-squared	0.737850	S.D. dependent var	0.584626
S.E. of regression	0.135835	Sum squared resid	8.007792
F-statistic	75.62790	Durbin-Watson stat	1.697811
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.863139	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.078895	Durbin-Watson stat	1.747701

جدول (ب-40) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ03

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

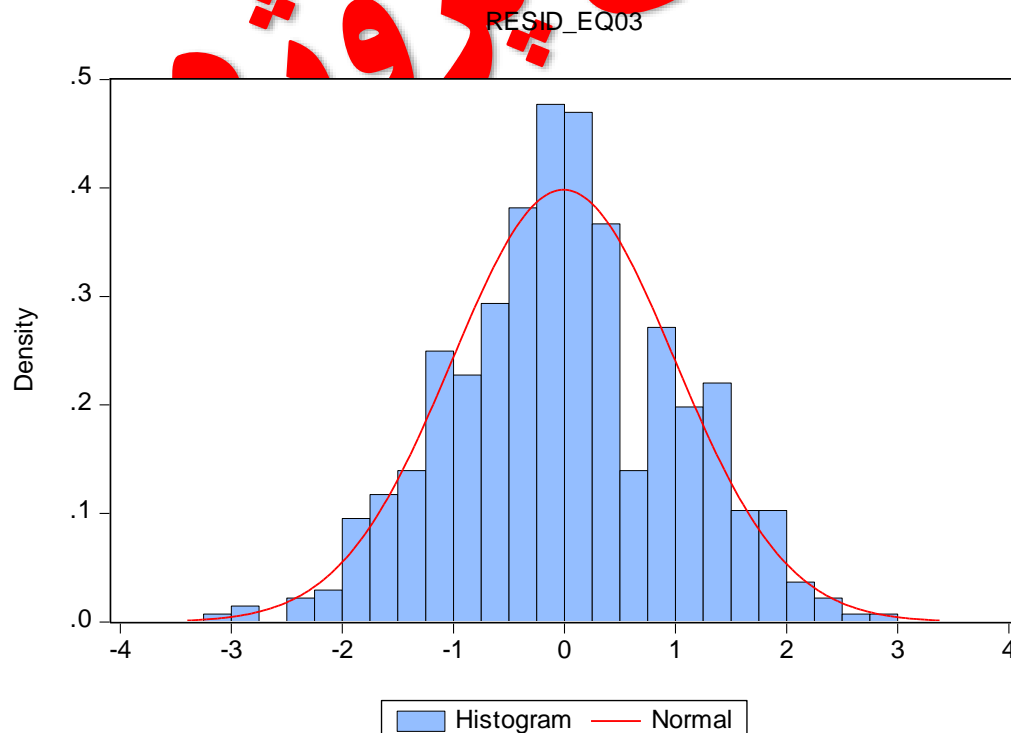
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-25.0053	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.06341	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	300.795	0.0002	109	436
PP - Fisher Chi-square	473.389	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-3) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی دوم- بهترین تخمین مدل

جدول (ب-41) آزمون چاو مدل فرعی سوم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ04  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	12.101046	(108,433)	0.0000
Cross-section Chi-square	758.014693	108	0.0000

جدول (ب-42) آزمون هاسمن مدل فرعی سوم

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ04  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	321.766181	3	0.0000

جدول (ب-43) آزمون همسانی واریانس مدل فرعی سوم

Test for Equality of Variances Between Series  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	9479.425	0.0000
Levene	(3, 2176)	605.5536	0.0000
Brown-Forsythe	(3, 2176)	599.3346	0.0000

جدول (ب-44) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم - اولین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.086777	0.158001	-51.18173	0.0000
ΔDIS	0.000780	0.000157	4.971099	0.0000
Size	0.307182	0.005987	51.30909	0.0000
ROA	0.067269	0.063282	1.062998	0.2884

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.749831	Mean dependent var	0.472564
Adjusted R-squared	0.736970	S.D. dependent var	0.598000
S.E. of regression	0.134132	Sum squared resid	7.790322
F-statistic	73.85413	Durbin-Watson stat	1.786179
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.866589	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	7.875222	Durbin-Watson stat	1.774293



جدول (ب-45) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی سوم - بهترین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.177254	0.143033	-57.17047	0.0000
$\Delta$ DIS	0.000753	0.000157	4.804954	0.0000
Size	0.310961	0.005240	59.34712	0.0000

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.749097	Mean dependent var	0.476134
Adjusted R-squared	0.736196	S.D. dependent var	0.599716
S.E. of regression	0.134098	Sum squared resid	7.804315
F-statistic	73.56414	Durbin-Watson stat	1.773757
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.866147	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	7.901309	Durbin-Watson stat	1.758012

جدول (ب-46) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی سوم- بهترین تخمین مدل

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ04

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

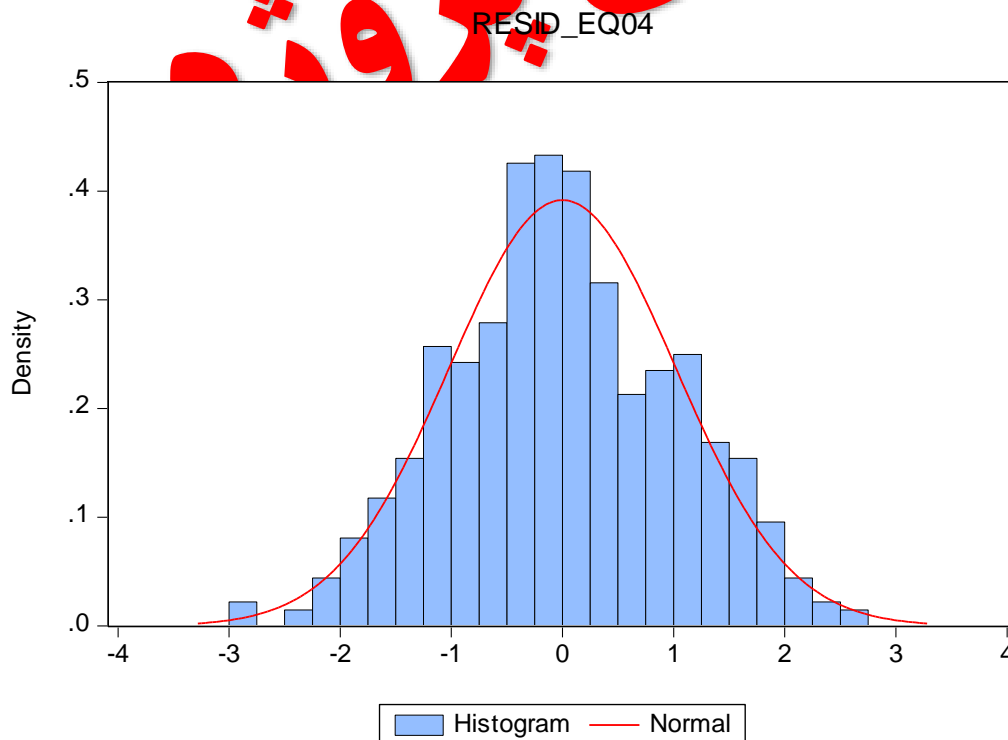
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-63.6123	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-6.73829	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	283.169	0.0019	109	436
PP - Fisher Chi-square	450.724	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-4) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی سوم- بهترین تخمین مدل

جدول (ب-47) آزمون چاو مدل فرعی چهارم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ05  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.747265	(108,433)	0.0000
Cross-section Chi-square	745.913162	108	0.0000

جدول (ب-48) آزمون هاسمن مدل فرعی چهارم

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ05  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	312.557036	3	0.0000

جدول (ب-49) آزمون همسانی واریانس مدل فرعی چهارم

Test for Equality of Variances Between Series  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	3256.691	0.0000
Levene	(3, 2176)	432.5583	0.0000
Brown-Forsythe	(3, 2176)	406.9342	0.0000

جدول (ب-50) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم- اولین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.979526	0.154720	-51.57402	0.0000
AUD	0.044560	0.014689	3.033672	0.0026
Size	0.303066	0.005880	51.53816	0.0000
ROA	0.052900	0.060217	0.878490	0.3802

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.754096	Mean dependent var	0.468502
Adjusted R-squared	0.742328	S.D. dependent var	0.595490
S.E. of regression	0.135431	Sum squared resid	7.941839
F-statistic	81.07836	Durbin-Watson stat	1.761640
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.865962	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.030280	Durbin-Watson stat	1.786613

جدول (ب-51) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی چهارم - بهترین تخمین مدل

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-8.055136	0.137477	-58.59259	0.0000
AUD	0.043453	0.014130	3.075210	0.0022
Size	0.306208	0.005057	60.54682	0.0000

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.752782	Mean dependent var	0.471057
Adjusted R-squared	0.740814	S.D. dependent var	0.588613
S.E. of regression	0.135813	Sum squared resid	8.005157
F-statistic	79.61228	Durbin-Watson stat	1.751651
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics			
R-squared	0.863654	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	8.048474	Durbin-Watson stat	1.774059

جدول (ب-52) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ05

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

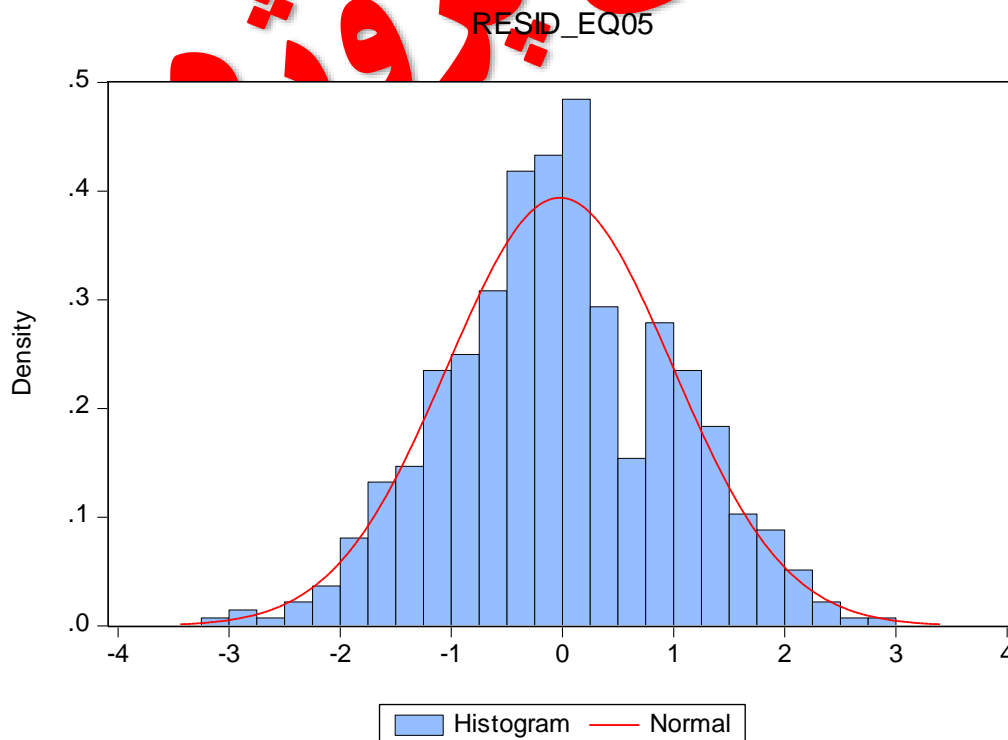
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-31.7641	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.10270	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	317.698	0.0000	109	436
PP - Fisher Chi-square	498.487	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-5) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از مدل فرعی چهارم- بهترین تخمین مدل

جدول (ب-53) آزمون چاو مدل فرعی پنجم

Redundant Fixed Effects Tests  
Equation: EQ06  
Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	11.760441	(108,433)	0.0000
Cross-section Chi-square	746.368723	108	0.0000

جدول (ب-54) آزمون هاسمن مدل فرعی پنجم

Correlated Random Effects - Hausman Test  
Equation: EQ06  
Test cross-section random effects

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	308.394356	3	0.0000

جدول (ب-55) آزمون همسانی واریانس مدل فرعی پنجم

Test for Equality of Variances Between Series  
Sample: 1388 1392  
Included observations: 545

Method	df	Value	Probability
Bartlett	3	3376.481	0.0000
Levene	(3, 2176)	445.8873	0.0000
Brown-Forsythe	(3, 2176)	434.4057	0.0000

جدول (ب-56) نتیجه آزمون مدل رگرسیونی فرضیه فرعی پنجم

Dependent Variable: Tobin Q  
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)  
Sample: 1388 1392  
Periods included: 5  
Cross-sections included: 109  
Total panel (balanced) observations: 545  
Linear estimation after one-step weighting matrix

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-7.935540	0.157440	-50.40353	0.0000
$\Delta$ DPR	0.033015	0.005537	5.963040	0.0000
Size	0.301131	0.005991	50.26007	0.0000
ROA	0.153894	0.054990	2.798570	0.0054

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.758891	Mean dependent var	0.493462
Adjusted R-squared	0.748353	S.D. dependent var	0.684133
S.E. of regression	0.135163	Sum squared resid	7.910466
F-statistic	90.99046	Durbin-Watson stat	1.691919
Prob(F-statistic)	0.000000		
Unweighted Statistics			
R-squared	0.864793	Mean dependent var	0.311307
Sum squared resid	7.981201	Durbin-Watson stat	1.765981



جدول (ب-57) نتیجه آزمون مانایی باقیمانده‌های مدل فرعی پنجم

Panel unit root test: Summary

Series: RESID\_EQ06

Sample: 1388 1392

Exogenous variables: Individual effects

Automatic selection of maximum lags

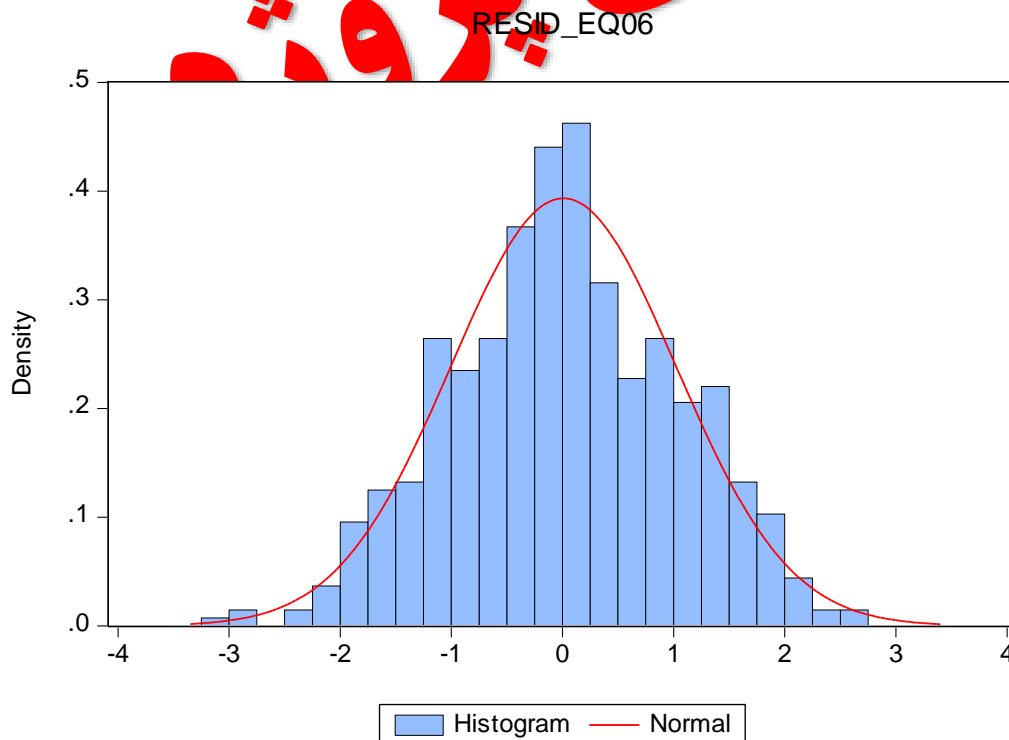
Automatic lag length selection based on SIC: 0

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-56.8928	0.0000	109	436
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-9.76284	0.0000	109	436
ADF - Fisher Chi-square	264.383	0.0173	109	436
PP - Fisher Chi-square	408.257	0.0000	109	436

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.



نمودار (پ-6) هیستوگرام باقیمانده‌های حاصل از تخمین مدل فرعی پنجم

## **Abstract**

The relationship between corporate governance and corporate performance is an important issue in accounting. Corporate governance is based on strengthened of transparency, honesty and accountability in management of the organization. The aim of this study is evaluating the effect of corporate governance adequacy on firm performance. The data of 109 manufacturing firms listed in the Tehran Stock Exchange during years 1387 to 1392 using the multi regression panel data models were analyzed.

The results showed an insignificant relationship between the degree of improvement of corporate governance and corporate performance. The results of study showed from five examined corporate governance criteria, there is a significant positive correlation between three variables, changes of disclosure quality, type of audit institution and changes of dividend payout ratio, and corporate performance. In addition, there is no correlation between two other variables, changes of non-executive directors and changes of percentage of free float, and corporate performance.

**Keywords:** Corporate Governance Adequacy, Degree of Improvement of Corporate Governance, Corporate Performance, Tobin's Q



**Islamic Azad University**

**Rasht Branch**

Faculty of Management and Accounting

Department of Accounting

Presented in partial fulfillment of the requirements for M.A. degree

**Title**

A Study on the Effect of Governance Adequacy on the Corporate  
Performance in the Tehran Stock Exchange

**Supervisor**

Dr. Sina Kheradgar

**Author**

Behnaz Mohammadi

**Date**

February , 2015