

## تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در بازار های نوظهور

حسین طالبی نجف آبادی<sup>۱</sup>، داوود دلیری<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> استادیار گروه حسابداری، دانشگاه بجنورد، بجنورد، ایران

<sup>۲</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم نظامی قوچان، ایران (نویسنده مسئول)

### چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است با استفاده از روش غربالگری در مجموع ۱۷۲ شرکت جهت بررسی رابطه بین متغیرهای پژوهش بعنوان نمونه انتخاب شد. پژوهش حاضر از لحاظ هدف، از نوع پژوهش های کاربردی است. از نظر زمانی مقطعی است. ارتباط بین متغیر ها از نوع توصیفی-همبستگی است. در این حاکمیت شرکتی متغیر مستقل و عملکرد شرکت متغیر وابسته هستند. در این پژوهش از رگرسیون خطی چندمتغیره و نرم افزار ایویوز جهت پیاده سازی و آزمون فرضیه ها استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین تمرکز مالکیت و شاخص کیو توپین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. بین مالکیت نهادی و شاخص کیو توپین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین اندازه هیئت مدیره و شاخص کیو توپین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین تمرکز مالکیت و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. بین مالکیت نهادی و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین اندازه هیئت مدیره و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد.

**واژه های کلیدی:** تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره، بازده دارایی ها، شاخص کیو توپین

## مقدمه

اهداف حسابداری برخاسته از نیازها و خواسته های اطلاعاتی استفاده کنندگان است و هدف اصلی حسابداری بیان وضعیت مالی و عملکرد واحد تجاری برای استفاده کنندگان برون سازمانی جهت کمک به آنها در تصمیمات مالی و سرمایه گذاری است. ابزار اصلی انتقال اطلاعات به این اشخاص گزارش های مالی می باشد. گزارش های مالی منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم گیری های اقتصادی به شمار می روند که مدیران، سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده کنندگان جهت رفع نیازهای اطلاعاتی خود از آنها استفاده می کنند. محاسبه سود حسابداری از لحاظ یک اندازه گیری یگانه عملکرد و یا اطلاعاتی که در محاسبه آن لحاظ می شود، توسط حسابداران حرفه ای و تحلیل گران مالی همواره مورد تاکید قرار داشته است. مثلاً در بیانیه شماره یک هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمده است که کانون توجه گزارشگری مالی، اطلاعات مربوط به عملکرد واحد انتفاعی است که توسط معیارهای سود و اجزای تشکیل دهنده آن تامین می شود. (شباهنگ، ۱۳۸۱).

حاکمیت شرکتی در سال های اخیر، نظر عده زیادی را به خود جلب کرده است. علت این امر توجه به سلامت اقتصادی جامعه و به طور خاص واحدهای تجاری است، به خصوص اینکه افزایش بیش از حد تقلب در شرکت ها و رسوایی های ناشی از کشف آنها در دهه های اخیر نیاز به استفاده از ساز و کارهای نظام راهبری را بیش از پیش ضروری ساخته است. ایالات متحده، کانادا، انگلستان و دیگر کشورهای اروپایی و کشورهای شرق آسیا گواهی بر این ادعا هستند که فشارهای اقتصادی به شرکت ها موجب می شود مشکلات عدیده ای برای کل جامعه، از جمله عدم توانایی بسیاری از شرکت های پیشرو در صنایع مختلف برای ادامه فعالیت با توان سابق و نیز سوق دادن آنها به سمت ورشکستگی و فروپاشی، به وجود آید (دالتون<sup>۱</sup> و دالتون<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵).

همچنین فروپاشی شرکت های بزرگی همچون انرون<sup>۳</sup>، ورددکام<sup>۴</sup>، آدفی<sup>۵</sup>، سیکسکو<sup>۶</sup> و زیراکس<sup>۷</sup> که موجب زیان بسیاری از سرمایه گذاران و ذینفعان شد و ناشی از سیستم های ضعیف حاکمیت شرکتی بوده است، باعث شده که تأکیدی بیش از پیش بر ضرورت ارتقاء و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین المللی صورت پذیرد. با فروپاشی چنین شرکت هایی، کشورهای سراسر دنیا سریعاً واکنش بازدارنده نشان داده اند. در امریکا به عنوان یک واکنش سریع به این فروپاشی ها، قانون "ساربینز اکسلی" در ژوئای ۲۰۰۲ تصویب گردید و از سال ۲۰۰۴ لازم الاجرا شد. همچنین در ژانویه ۲۰۰۳ گزارش های هیگس<sup>۸</sup> و اسمیت<sup>۹</sup> در بریتانیا در پاسخ به شکست های حاکمیت شرکتی انتشار یافتند. از دیدگاه شلیفر<sup>۱۰</sup> و ویشنی<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۷)، سازوکارهای حاکمیت

<sup>۱</sup>Dalton<sup>۲</sup>Dalton<sup>۳</sup>Enron<sup>۴</sup>Worldcom<sup>۵</sup>Adephi<sup>۶</sup>Cisco<sup>۷</sup>Xerox<sup>۸</sup>Sarbanes – Oxley<sup>۹</sup>Higgs Report<sup>۱۰</sup>Smith Report<sup>۱۱</sup>Shleifer

شرکتی<sup>۱۳</sup>، راهکارهایی برای تضمین این مطلب است که علی رغم وجود رابطه نمایندگی بین مالک و مدیر و تضاد منافع<sup>۱۴</sup> بین آنها، مدیریت در پی حداکثر نمودن ثروت سهامداران از طریق تقویت و بهبود عملکرد مالی شرکت است. سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی در یک شرکت، شامل انواع گوناگون توافقات سازمانی و رویه های مورد استفاده توسط شرکت ها در جهت توازن قدرت و مسئولیت ها بین سهامداران، اعضای هیأت مدیره، مدیران اجرایی<sup>۱۵</sup> و کارکنان شرکت است (بیسلی<sup>۱۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۰ و فلو<sup>۱۷</sup> و همکاران، ۲۰۰۱) که در این بین ساختار مالکیت<sup>۱۸</sup>، ساختار هیأت مدیره<sup>۱۹</sup>، اندازه هیأت مدیره<sup>۲۰</sup>، وجود مدیران غیرموظف<sup>۲۱</sup> در بین اعضای هیأت مدیره، خصوصیات کمیته حسابرسی<sup>۲۲</sup> و یکسانی مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره<sup>۲۳</sup> از مهم ترین عوامل تعیین کننده و اثرگذار در بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی به حساب می آیند (کارسلو<sup>۲۴</sup> و نیل<sup>۲۵</sup>، ۲۰۰۲؛ کوهن<sup>۲۶</sup> و همکاران، ۲۰۰۲ و لیو<sup>۲۷</sup> و سان<sup>۲۸</sup>، ۲۰۰۵).

### فرضیه های پژوهش

فرضیه ۱: بین تمرکز مالکیت و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

<sup>۱۳</sup> Vishny.

<sup>۱۴</sup> Corporate Governance Mechanisms

<sup>۱۵</sup> Conflict of Interests

<sup>۱۶</sup> Executive Managers

<sup>۱۷</sup> Beasley

<sup>۱۸</sup> Felo

<sup>۱۹</sup> Ownership Structure

<sup>۲۰</sup> Supervisory Board Structure (Board of Directors Structure)

<sup>۲۱</sup> Supervisory Board Size (Board of Directors Size)

<sup>۲۲</sup> Non- Executive Managers

<sup>۲۳</sup> Audit Committee

<sup>۲۴</sup> Duality of CEO and Chairman

<sup>۲۵</sup> Carcello

<sup>۲۶</sup> Neal

<sup>۲۷</sup> Cohen

<sup>۲۸</sup> Liu

<sup>۲۹</sup> Sun

- فرضیه ۲: بین مالکیت نهادی و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۳: بین اندازه هیئت مدیره و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۴: بین تمرکز مالکیت و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۵: بین مالکیت نهادی و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.
- فرضیه ۶: بین اندازه هیئت مدیره و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

## مبانی نظری

### حاکمیت شرکتی

برای دستیابی به تعریفی جامع و کامل از نظام حاکمیت شرکتی لازم است به فرآیند طرح و تکوین این مفهوم بپردازیم. بررسی ادبیات موجود نشان می دهد، هیچ تعریف مورد توافق درمورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. براساس کشوری که درنظر می گیریم، تفاوت های چشمگیری درتعریف وجوددارد. تعاریف موجود ازحاکمیت شرکتی دریک طیف قرارمی گیرند که دیدگاه های محدود دریک سو ودیدگاه های گسترده درسوی دیگرطیف می باشند. دردیدگاه های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می شود ( چانگ، فیث و کیم، ۲۰۱۵).

این یک الگوی قدیمی است که درقالب تئوری نمایندگی بیان می شود. درآن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکتهای و مالکان آن ها (سهامداران)، بلکه بین یک شرکت وعده زیادی از ذی نفعان ازجمله: کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه وجود دارند. چنین دیدگاهی درقالب تئوری ذی نفعان دیده می شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

در ادامه، چند تعریف از حاکمیت شرکتی ارائه شده است که از محدودترین، و در عین حال توصیف کننده ترین، نقش اساسی حاکمیت شرکتی آغاز می شود (گزارش کادبری) ۱، سپس به یک نگاه مالی که به موضوع روابط سهامداران و مدیریت تأکید دارد، اشاره (پارکینسون) ۲ و در انتها با تعریف گسترده تری پایان می یابد و پاسخگویی شرکتی را در برابر ذی نفعان و جامعه در برمی گیرد (تری گر، ۱۹۸۴). ۳

به طور کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی دارای ویژگی های مشترک و معینی هستند که یکی از آنها پاسخگویی ۵ است. تعاریف محدود حاکمیت شرکتی متمرکز بر قابلیت های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت می باشند. این تعاریف به طور اساسی برای مقایسه ی بین کشوری مناسب هستند و قوانین هرکشور نقش تعیین کننده ای در سیستم حاکمیت شرکتی دارد (هادی ربانی، ۱۳۹۵).

۱ - Cadbury Report

۲ -Parkinson

۳ - Tricker

5-AccountIDFIbility

تعاریف گسترده تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیعتری نسبت به سهامداران و دیگر ذی نفعان تأکید دارند و نشان می دهند که شرکت ها در برابر کل جامعه، نسل های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی در حقیقت موانع و اهرم های تعادل های درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکت ها است که تضمین می کند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذی نفعان انجام دهند و در تمام زمینه های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل کنند. همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می توان با در نظر گرفتن منافع ذی نفعان برآورده کرد، چون شرکت هایی که در برابر تمام ذی نفعان مسئول می باشند، در دراز مدت موفق تر و با رونق تر هستند. شرکت ها می توانند ارزش آفرینی خود را در دراز مدت افزایش دهند و این کار را با انجام مسئولیت خود در برابر تمام ذی نفعان و با بهینه سازی سیستم حاکمیت خود می کنند، این دیدگاه مورد تأیید اکثر متون علمی است (همان منبع).

پژوهشات تجربی (سالمون و سالمون، ۲۰۰۴) مؤید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکت ها با اعمال حق مالکیت شرکتی آنها رابطه مثبتی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی بهتری می شوند و به ذی نفعان خود توجه می کنند. همچنین، مدیران شرکت ها را مؤثر تر کنترل و بازده مالی بیشتری را تولید می کنند. منتقدان این دیدگاه بر این باورند که حاکمیت شرکتی با تمرکز به ذی نفعان، موضوعی اخلاقی است. در دنیای واقعی بعید است که سوداگران و سرمایه گذاران به انجام اعمال اخلاقی، علاقمند باشند مگر اینکه بازده های مالی مناسبی از انجام این کار عایدشان شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

## ۲-۱ چارچوب نظری حاکمیت شرکتی

چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هر یک از آنها با استفاده از واژه های مختلف و به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می نگرند. به عنوان می توان نوشت تئوری نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی است، در صورتی که تئوری هزینه معاملات ۳ ناشی از اقتصاد و تئوری سازمانی است و تئوری ذی نفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد حاکمیت شرکتی می باشد. گر چه تفاوت های چشمگیری بین چارچوب های نظری مختلف وجود دارد، چون هر یک موضوع را از دیدگاه متفاوتی در نظر می گیرند، اما دارای وجوه مشترک مشخصی هستند. همچنین باید دانست که زمینه های فرهنگی و قانونی بر حاکمیت شرکتی تأثیر بسزایی دارند (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

تغییرات و تحولات بازار سرمایه، موجب تکامل تئوری های حاکمیت شرکتی شده است. قبل از توسعه بازار سهام، شرکت ها بر اموال افراد ثروتمند تکیه داشتند که معمولاً خویشاوندان کار آفرین بودند. شرکت ها به همان افرادی تعلق داشتند که آنها را اداره می کردند. برای رشد و توسعه اقتصادی سرمایه های اندک کافی نبود و تجمع آنها، تأسیس شرکت های بزرگ را به همراه داشت. پذیرش ریسک محدود به نسبت سهم و بازده مناسب، موجب تفکیک مالکیت از مدیریت و رونق بازار سرمایه گردید (همان منبع).

## تئوری نمایندگی

آغاز حاکمیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تأثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکت ها داشت و بدین ترتیب مالکان، اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به مشکل سازمانی مشهور، به نام "مشکل نمایندگی" شد. برل

2-Solomon and Solpmon, 2004

3-Transation cost theory

ومینز<sup>۱۰</sup>(۱۹۲۳)، راس<sup>۱۱</sup>(۱۹۷۳)، و پرایس<sup>۱۲</sup>(۱۹۷۸) از زوایای مختلف به این موضوع پرداخته اند و در نهایت جنسن و مک لینگ<sup>۱۳</sup>(۱۹۷۸) مبنای تئوری نمایندگی را مطرح نمودند. آنها مدیران شرکت ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگمار تعریف کردند. به عبارت دیگر تصمیم گیری روزمره شرکت به مدیران که کارگزاران سهامداران هستند، واگذار می شود. مشکلی که در اینجا پیش می آید این است که کارگزاران لزوماً به نفع کارگمار تصمیم گیری نمی کنند. یکی از فرضیات اصلی تئوری نمایندگی این است که کارگمار و کارگزاران تضاد منافع دارند. در تئوری های مالی یک فرض اساسی این است که هدف اولیه شرکت ها افزایش ثروت سهامداران است. در عمل این گونه نیست. این احتمال وجود دارد که مدیران ترجیح دهند منافع خود، مثل کسب بیشترین پاداش ممکن را تعقیب کنند. مدیران احتمالاً به افزایش منفعت شخصی تمایل دارند. این امر منجر به تمرکز و سرمایه گذاری آن ها بر طرح هایی می شود که منافع کوتاه مدت دارند، به ویژه در مواردی که حقوق، مزایا و پاداش مدیران با سود مرتبط است، و توجهی به منافع بلند مدت سهامداران ندارند. در شرکت های بزرگ که به طور مستقیم توسط مدیران و به شیوه غیر مستقیم با کمک سرمایه گذاران نهادی کنترل می شوند، مدیران در مورد منافع کوتاه مدت تحت فشارند که ممکن است به نفع سایر سهامداران نباشد. در این شرایط مدیران برای دستیابی به عایدی های متفرقه تحریک می شوند که بازهم منجر به کاهش ارزش منافع و رفاه سهامداران می شود. در واژگان تئوری نمایندگی، کاهش رفاه سهامداران باقی مانده نامیده می شود. این مشکل نمایندگی، ضرورت کنترل مدیریت شرکت ها توسط سهامداران را نشان می دهد (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

یک سوال مهم این است که: سهامداران چگونه می توانند مدیریت شرکت را کنترل کنند؟ یک فرض اساسی و مهم دیگر تئوری نمایندگی این است که تأیید کارهای کارگزاران برای کارگمار بسیار مشکل و پر هزینه است. به چند روش می توان منافع سهامداران و مدیران را هماهنگ نمود. تجربه نشان داده است که یکی از با اهمیت ترین و در عین حال مؤثرترین روش حسابرسی مستقل است.

هزینه های نمایندگی، ناشی از تلاش های سهامداران برای کنترل مدیران است که اغلب هزینه سنگینی است. طرح ها و قرارداد ها از روش های کنترل است. این قرارداد ها (صریح و یا ضمنی) که بین مدیران و سهامداران منعقد می شود، منافع دو گروه را هماهنگ می کند. افزون بر سهامداران، مدیران نیز مایلند ثابت کنند که آنها نسبت به سهامداران مسئول بوده و به دنبال افزایش ثروت سهامداران هستند، بنابراین انگیزه هایی برای شفافیت مالی و گزارش ریسک شرکت خواهند داشت که هزینه های مربوطه بخشی از هزینه های نمایندگی است. مجموع هزینه های نمایندگی را می توان به شرح زیر خلاصه نمود: مجموع هزینه های کنترل کارگزار، هزینه های الزام کارگزار و هرگونه زیان مازاد باقی مانده (هیل و جونز، ۱۹۹۲).

به طور مختصر برخی از روش های مستقیم که از طریق آنها سهامداران می توانند مدیران را کنترل و به حل و فصل تضادها کمک کنند به شرح ذیل است: حق رای سهامداران در مجامع عمومی بر نحوه اداره شرکت تأثیر می گذارد. حق رای یاد شده، بخشی با اهمیت از دارایی مالی سهامدار است. یکی از موارد استفاده از این حق، رای به تغییر مدیران است. این موضوع یک ابزار انضباطی

---

1- Berle and Means

2- Ross

3- Prais

4- Jensen and Meckling

1-Hill & Jones, 1992

برای مدیران است. قراردادهای بین سهامداران و مدیران نیز یکی از راه کارها است، گرچه با اصلاح و بهبود حاکمیت شرکتی، مناسبت خود را از دست می دهند. یک راه کار نهایی، راه حل خروج است. واضح است که خروج سهامدار اصلی موجب نگرانی بازیگران بازار سرمایه می شود و در پی آن سهامداران بیشتری نگران افت شدید قیمت شده و با فروش سهام خود، کاهش شدید قیمت سهام را موجب خواهند شد، در نتیجه منافع مدیران را متأثر خواهد نمود (هادی ربانی، ۱۳۹۵).

بنابراین اگر مکانیزم بازار و توانایی سهامداران برای کنترل و مراقبت از رفتار مدیران کافی نباشد، نیاز به نوعی نظارت یا راهنمایی رسمی خواهد بود. در واقع اگر بازارها کاملاً کارا باشند و شرکت ها بتوانند در این نوع بازار به تأمین مالی اقدام کنند اقدامات سطحی با هدف اصلاح حاکمیت شرکتی، اقدامات زایدی است. ولی شواهد موجود نشان می دهد که بازار های سرمایه کاملاً کارا نیستند. بنا براین به منظور ارتقاء حاکمیت شرکتی و افزایش پاسخگویی مدیران نسبت به سهامداران و سایر ذینفعان، دخالت لازم است. مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران در سراسر جهان وجود دارد و دولت با تهیه اسناد سیاسی و قوانین حاکمیت شرکتی برای بهترین عملکرد، با سرعتی شگفت آور در این کار دخالت می کند (همان منبع).

### تئوری هزینه معاملات

تئوری هزینه معاملات، ترکیبی میان رشته ای بین اقتصاد، حقوق و سازمان می باشد (ویلیامسون، ۱۹۹۶). این تئوری که اول بار توسط سیرت و مارچ (۱۹۶۳) 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 بلکه به عنوان یک سازمان، متشکل از افراد با دیدگاه ها و اهداف مختلف است. تئوری هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت ها آنقدر بزرگ شده اند که در تخصیص منابع جانشین بازار می شوند. در واقع شرکت ها آنقدر بزرگ و پیچیده اند که نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می کنند. در درون شرکت ها برخی معاملات حذف می شوند و مدیر، تولید را هماهنگ می کند. به نظر می رسد سازماندهی شرکت (مثلاً میزان ادغام عمودی) محدوده هایی را تعیین می کنند که فراسوی آنها شرکت می تواند قیمت و تولید را برای معاملات داخلی معین نماید (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

واضح است داخلی کردن معاملات، به نفع مدیریت شرکت ها می باشد دلیل اصلی این است که داخلی کردن معاملات ریسک ها و عدم اطمینان ها در مورد قیمت و کیفیت آینده محصول را حذف می کند. این کار به شرکت اجازه می دهد ریسک های معامله با عرضه کنندگان را تا حدودی از بین ببرد. هر روشی که برای حذف این عدم تقارن های اطلاعاتی اتخاذ شود، برای مدیر شرکت سودمند است و منجر به کاهش ریسک تجاری شرکت می شود. در انجام معاملات بازار، هزینه های غیر جزئی و باز دارنده ای وجود دارند بنابراین برای شرکت ها مقرون به صرفه تر است که از طریق ادغام عمودی، آن را برای خودشان انجام دهند (همان منبع).

تئوری های سنتی اقتصادی، تمام کارگزاران اقتصادی را منطقی و افزایش سود را هدف اولیه تجارت می دانند. برعکس، تئوری اقتصادی هزینه معاملات، رفتار انسان را به نحوی واقع بینانه تری در نظر می گیرد. در این الگو مدیران و دیگر کارگزاران اقتصادی منطق محدود را به کار می برند. سیمون ۵ منطق محدود را به صورت رفتاری تعریف می کند که منطقی است، اما مدیران به طور

1- Williamson, 1996

2- Cyert and March, 1963

5-Simon

محدود این رفتار را انجام می دهند. اقتصاد هزینه معاملات همچنین فرض اساسی فرصت طلبی را می سازد. این تئوری فرض می کند که مدیران همچون افراد دیگر در برخی از مواقع فرصت طلب هستند. فرصت طلبی به صورت تمایل کارگزاران در بکارگیری تمام روش های موجود برای افزایش منفعت شخصی تعریف شده است. با فرض مشکلات منطق محدود و فرصت طلبی، مدیران معاملات را برای حداکثر کردن منفعت شخصی خود ساماندهی می کنند. چنین رفتار فرصت طلبانه ای می تواند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهامداران به بار آورد، در نتیجه این عملکرد نیاز به کنترل دارد (همان منبع).

### تئوری ذینفعان

تئوری ذی نفعان به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این تئوری در رشته مدیریت، توسط «فری من» (۱۹۸۴) ارائه گردید. وی تئوری عمومی شرکت را مطرح و پاسخگویی شرکتی را به گروه گسترده ای از ذی نفعان پیشنهاد کرد. از آن زمان به بعد، ادبیات بیشتری در این مورد مطرح شده است (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

تئوری ذی نفعان، ترکیبی از تئوری های سازمانی و اجتماعی است. اساس تئوری ذی نفعان این است که شرکت ها بسیار بزرگ شده اند و تأثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق است که باید به جز سهامداران، به بخش های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. نه تنها ذی نفعان تحت تأثیر شرکت ها هستند، بلکه آنها نیز بر شرکت ها تأثیر می گذارند. ذی نفعان شامل سهامداران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان و بستانکاران، شرکت های مجاور و عموم مردم می باشند، افراطی ترین حامیان تئوری ذی نفعان بر این باورند که محیط زیست، گونه های جانوری و نسل های آینده نیز باید در زمره ی ذی نفعان گنجانده شوند. رابطه ذی نفع به صورت یک مبادله (تعامل) توصیف شده است و گروه ذی نفعان به پیشبرد شرکت ها کمک کرده اند و پیش بینی می شود منافع آنان از طریق تشویق و ایجاد انگیزه فراهم شود. در بریتانیا گزارش شرکتی ۴ در سال ۱۹۷۵ یک طرح حسابداری مطرح کرد که نشان می داد شرکت ها باید مسئول تأثیری باشند که برگروه زیادی از ذی نفعان می گذارند. نحوه دستیابی به این امر طبق گزارش شرکتی، تشویق شرکت ها به افشای داوطلبانه ی تعدادی از گزارش های مورد نظر برای استفاده ذی نفع، به علاوه صورت سود و زیان سنتی و ترازنامه بود. صورت های اضافی شامل: صورت ارزش افزوده، صورت مبادلات پولی بادیولت، صورت مبادلات ارزی، صورت مشتریان احتمالی آینده و صورت اهداف آتی می گردید (همان منبع). یک انگیزه برای تشویق به ایفای مسئولیت اجتماعی شرکت ها ناشی از این باور است که شرکت ها مسئولیت دارند تا به صورت اخلاقی عمل کنند. در دیدگاه اخلاقیات ناب، فرض می شود که شرکت ها باید به صورت اخلاقی عمل کنند و منافع تمام ذی نفعان را در نظر بگیرند. کویم و جونز<sup>۳۶</sup> می گویند مدیران شرکت قوانین خاصی ندارند که به آنها اجازه دهد تا تعهدات اخلاقی خود را به عنوان انسان نادیده بگیرند و این رفتار اخلاقی چه سودمند باشد یا خیر، باید از آن پیروی کرد. آنها بحث های مستدلی ارائه داده اند که تئوری نمایندگی در صورتی موثر و قابل استفاده می شود که از چهار اصل اخلاقی پیروی گردد:

اجتناب از لطمه زدن به دیگران

احترام به آرای دیگران

اجتناب از دروغگویی

پذیرش توافق ها



در واقع آنها مدعی شدند که مدل کارگزار 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 ابتدا باید 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 قانون شرکت‌ها در اکثر کشورها، اعمال روش اخلاقی را معمولاً غیر عملی می‌سازد چون بر اساس قوانین مذکور مدیران یک تعهد قانونی و مباشرتی نسبت به افزایش ثروت سهامداران دارند. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی نیز یک تعهد قانونی و مباشرتی نسبت به افزایش سود موکلان خود دارند. این تعهدات قانونی بدان معناست که مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها در درجه دوم اهمیت قرار گرفته است. به عبارت دیگر، مادامی که ارزشیابی عملکرد مدیران شرکت‌ها بر مبنای سود و زیان است، دنبال کردن تجارت اخلاقی تقریباً غیر ممکن 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 (همان منبع).

### تئوری هزینه معاملات در برابر تئوری نمایندگی

ویلیامسون با مقایسه این دو تئوری به این نتیجه می‌رسد که یکی از تفاوت‌های اساسی بین آنها استفاده از یک آرایه بندی متفاوت برای یک موضوع است. برای می‌توان نوشت: تئوری هزینه معاملات فرض می‌کند که افراد اغلب فرصت طلب هستند در صورتی که تئوری نمایندگی، خطر اخلاقی و هزینه‌های نمایندگی را مورد بحث قرار می‌دهد. تئوری نمایندگی فرض می‌کند مدیران به دنبال عایدی‌های متفرقه هستند، در صورتی که در تئوری هزینه معاملات، مدیران معاملات را به صورت فرصت طلبانه ای ترتیب می‌دهند. تفاوت دیگر این است که واحد بررسی و تحلیل در تئوری نمایندگی، کارگزار فردی است در صورتی 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؟ (هادی ربانی، ۱۳۹۵).

### ۲-۱-۵ تئوری ذی نفعان در برابر تئوری نمایندگی

آیا ممکن است شرکتها بتوانند ثروت سهامدار را در یک چارچوب تئوری نمایندگی افزایش دهند و در همان زمان تعداد زیادی از ذی نفعان را برآورده سازند؟ به عبارت دیگر آیا بین تئوری ذی نفعان و تئوری نمایندگی توافقی وجود دارد؟ (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

در واقع، از لحاظ نظری تفاوت‌های مشخصی بین دو الگوی تئوری وجود دارد که در نگاه اول این دو تئوری را سازش ناپذیر می‌سازد. ولی با بررسی دقیق تر می‌توان به شباهت‌های بین این دو تئوری پی برد. به عنوان می‌توان نوشت، مدیران به عنوان یک گروه از ذی نفعان در موضع کنترل نهایی قرار دارند چون آنها دارای قدرت تصمیم‌گیری هستند که به ایشان اجازه می‌دهد تا منابع شرکت را به صورتی موافق با ادعاهای دیگر گروه‌های ذی نفع تخصیص دهند. این بدان معناست که مدیر شرکت در نهایت مسئول رفع نیازها و انتظارات ذی نفعان می‌باشد. با استفاده از واژگان تئوری نمایندگی، با فرض موضع مسئولیت منحصر به فرد مدیران، منافع آنها نه تنها باید با منافع سهامداران، بلکه با منافع تمام گروه‌های ذی نفع دیگر هماهنگ شوند. همانطور که در گفتار ذیل بیان شده است:

بین گروه کلی روابط ذی نفع، کارگزار و روابط کارگمار، کارگزار تعادلی وجود دارد که در تئوری نمایندگی بیان می شود. روابط ذی نفع، کارگزار و روابط کارگمار، کارگزار هر دو مستلزم یک قرارداد صریح یا ضمنی می باشند که هدف آن سازگاری بین منافع مختلف است. به علاوه هر دو رابطه با ساختار حاکمیت شرکتی کنترل می شوند (هیل و جونز، ۱۹۹۲).

فروپاشی های اخیر شرکت ها، که ناشی از ضعف حاکمیت شرکتی و رفتار غیر اخلاقی مدیران شرکت هایی مثل انرون در آمریکا است، نیاز به تلفیق این دو تئوری را نشان می دهد. همان طوری که پیشتر گفته شد، پذیرش دیدگاه تئوری نمایندگی به تبیین تئوری بر اساس نفع شخصی منجر می شود، در حالی که پذیرش دیدگاه دیگر، به تبیین تئوری براساس مسئولیت اجتماعی منجر می گردد. گسترش بازار سرمایه و پیشگیری از فروپاشی شرکت ها ممکن نیست مگر آن که بتوان به نحوی این دو دیدگاه را با هم ادغام کرد، در غیر این صورت نمی توان به حاکمیت شرکتی مناسبی دست یافت (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

### دلایل اهمیت حاکمیت شرکتی

بعضی از دلایل حاکمیت شرکتی به شرح زیر است:

۱. وسیع خصوصی سازی در سطح جهانی
۲. رشد پس اندازهای خصوصی
۳. ترویج و ارتقای کارایی تخصیص پس انداز های مردم به سرمایه گذاری های پر بازده
۴. حذف مقررات زائد و یکپارچگی بازارهای سرمایه
۵. بحران آسیای شرقی در سال ۱۹۹۸ که باعث شد حاکمیت شرکتی در کانون توجه بازارهای نوظهور قرار گیرد (جلالی، ۱۳۸۷).

### اهداف حاکمیت شرکتی

شرکت ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثر بخش واحدهای تجاری را تسهیل می کند. بنابراین شرکتها قادر به ارائه بازده بهینه ای برای کلیه ذی نفعان می باشند. اهداف حاکمیت شرکتی به صورت زیر خلاصه می شود.

### افزایش ارزش سهامداران

محافظت از منافع سهامداران و سایر ذی نفعان شامل مشتریان، کارکنان و عموم جامعه بطور کل اطمینان از شفافیت و یکپارچگی در تبادل اطلاعات و قابلیت دسترسی به اطلاعات کامل، صحیح و شفاف برای کلیه ذی نفعان اطمینان از پاسخگویی راجع به عملکرد و دستیابی به امتیازاتی در کلیه سطوح هدایت شرکت با بالا ترین سطح استاندارد به منظور رقابت با دیگران (هادی ربانی، ۱۳۹۵).

### الگوهای حاکمیت شرکتی

در گذشته رفتار شرکت ها براساس مبانی نئوکلاسیک الگو برداری می شد. در این الگو شرکت ها فقط واحد های تولیدکننده فرض می شدند و تمام فعالیت شرکت در حداکثر کردن سود خلاصه می شد. ادبیات مدیریت مالی، به شرح تئوری های مختلف شرکت ها و رفتارهای مربوط به آنها می پردازد. اما با افزایش این باور که فقط مبانی اقتصادی و تولید قادر به توضیح انگیزه های حاکمیت نمی باشند، پژوهش ها، بر بخش رفتاری عملکرد شرکت و در راستای توجیه منطق اقتصادی رفتارهای خاص مدیریت و نحوه کنترل آن متمرکز شد. این پژوهشات منجر به شناخت چهار نوع حاکمیت شرکتی به شرح ذیل گردید:

## پیشینه داخلی

دیدار و بیگی (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیان کننده این است که ساختار سرمایه با بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتها با استفاده از مدل رگرسیون فازی پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که بین اعضای غیر موظف هیات مدیره و مالکان نهادی با عملکرد شرکتها رابطه معناداری وجود دارد، در حالی که بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت رابطه معناداری دیده نشده است.

میرغفوری و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی تحت عنوان "ارزیابی عملکرد مالی با رویکرد تحلیل پوششی داده ها (مورد: شرکت های مخابرات استانی)" با استفاده از مدل تحلیل پوششی داده ها و تئوری خاکستری پرداخت. به این منظور نخست مجموعه معیار های مؤثر در ارزیابی عملکرد مالی مخابرات استخراج و میزان اهمیت (وزن) هر یک با استفاده از اعداد خاکستری تعیین شد. سپس با استفاده از روش تحلیل پوششی داده ها، مدلی برای ارزیابی و رتبه بندی شرکت های مخابرات ارائه شد. نتایج به دست آمده نشان می دهد که شرکت های مخابراتی استان های مرکزی، تهران و خوزستان به ترتیب بهترین عملکرد مالی را دارند.

رجبی و گنجی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین نظام راهبری و عملکرد مالی شرکت ها پرداختند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که "نوع اظهار نظر حسابرس مستقل" و رعایت کامل تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سالانه "نسبت به مکانیزم های راهبری، رابطه بیشتری با عملکرد مالی شرکت ها دارد.

عباسی و صدقی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر کارایی عناصر سرمایه فکری بر عملکرد مالی در بورس تهران (۱۳۸۲-۱۳۷۹) پرداختند. سرمایه فکری با مدل پالیک محاسبه می شود نتایج این پژوهش نشان داد که ضریب کارایی هر یک از عناصر سرمایه فکری بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. تأثیر ضریب کارایی سرمایه فیزیکی و انسانی بر سود هر سهم مثبت، اما تأثیر ضریب کارایی سرمایه ساختاری منفی و معنادار است. ضریب کارایی سرمایه انسانی بر نرخ بازده سالانه تأثیر منفی و معناداری می گذارد اما ضریب کارایی سرمایه فیزیکی و ساختاری بر آن تأثیر مثبت و معنادار می گذارد. همچنین شرکت هایی که سرمایه فکری بالاتری دارند عملکرد مالی بهتری دارند و میانگین ضریب سرمایه فکری بین هفت صنعت تفاوت معناداری دارد.

تهرانی و باجلان (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان "بررسی ارتباط بین ویژگی های شرکت و موفقیت مالی" از داده های مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سالهای ۱۳۸۴-۱۳۸۰ برای تجزیه و تحلیل داده ها و ارزیابی عملکرد شرکت ها استفاده کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که طول چرخه تبدیل وجه نقد شرکت، با عملکرد مالی آن رابطه معکوس دارد. بنابر این، با توجه به اینکه چرخه وجه نقد جزء حیاتی مدیریت سرمایه در گردش است، می توان گفت که چگونگی مدیریت سرمایه در گردش، یکی از عوامل اصلی تعیین کننده عملکرد مالی شرکت است. همچنین، بازده دارایی ها و نرخ رشد مداوم که خود متأثر از دو معیار بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت تقسیم سود است، با عملکرد مالی شرکت رابطه مستقیم دارد.

## پیشینه خارجی

ماردنلی و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت نشان دادند که ساختار مالکیت تنها شرط حاکمیت شرکتی مهم در تعیین عملکرد شرکت هاست، زیرا بارهای مثبت و قابل توجهی در پروکسی های عملکرد شرکت (ROA)

و EPS) دارد. علاوه بر این، تجزیه و تحلیل از ارقام ساختار مالکیت نشان می دهد که مالکیت خارجی منبع اصلی این تاثیر مثبت و قابل توجه است. این نتیجه برای هر دو شاخص عملکرد شرکت و در حضور شاخص ثبات سیاسی قوی است.

می یو (۲۰۱۳) پژوهشی با هدف بررسی رابطه مالکیت دولتی بر عملکرد شرکتها بر روی ۱۰۶۳۹ شرکت چینی با استفاده از روش داده های پانلی طی سالهای ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۰ انجام داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که مالکیت دولتی با عملکرد شرکت رابطه U شکلی دارد. به علاوه نتایج پژوهشهای وی نشان داد که اصلاح ساختار سهام طی سالهای ۲۰۰۵ - نقش مثبتی در بهبود رابطه بین مالکیت دولتی و نسبت سوددهی شرکت ایفا میکند؛ گرچه مالکیت دولتی در این دوره کاهش یافته است.

چانگ و هسیه (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین اجزای سرمایه فکری و سه عملکرد عملیاتی، مالی و بازار در بورس تایوان در صنعت الکترونیک پرداختند. برای اندازه گیری سرمایه فکری از مدل ضریب ارزش افزوده فکری تعدیل شده استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که رابطه ی عملکرد عملیاتی با سرمایه ی به کار گرفته شده مثبت و با سرمایه ساختاری و انسانی رابطه ای ندارد. همچنین اجزای سرمایه فکری با عملکرد بازار و مالی رابطه ی منفی دارد. مخارج تحقیق و توسعه با سه عملکرد رابطه مثبت دارد ولی اموال فکری تنها با عملکرد عملیاتی رابطه ی مثبت دارد.

مادیتینس و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی رابطه بین اجزای سرمایه فکری با عملکرد مالی و بازار در بورس یونان پرداختند. برای محاسبه ی سرمایه ی فکری از روش ضریب ارزش افزوده فکری استفاده کرده اند. نتایج تحقیق نشان دهنده عدم رابطه معنی داری بین سرمایه فکری و عملکرد مالی و بازار سهام است و تنها رابطه سرمایه انسانی با بازده حقوق صاحبان سهام تأیید شده است.

متیو سارکیز (۲۰۱۰) در پژوهش خود ثابت کرد که فرصت های فناوری با عملکرد مالی سازمان رابطه مثبتی دارد، در نتیجه سازمان هایی که از فرصت های فناوری بهره می گیرند، درآمد و سود بالاتری دارند.

## روش پژوهش

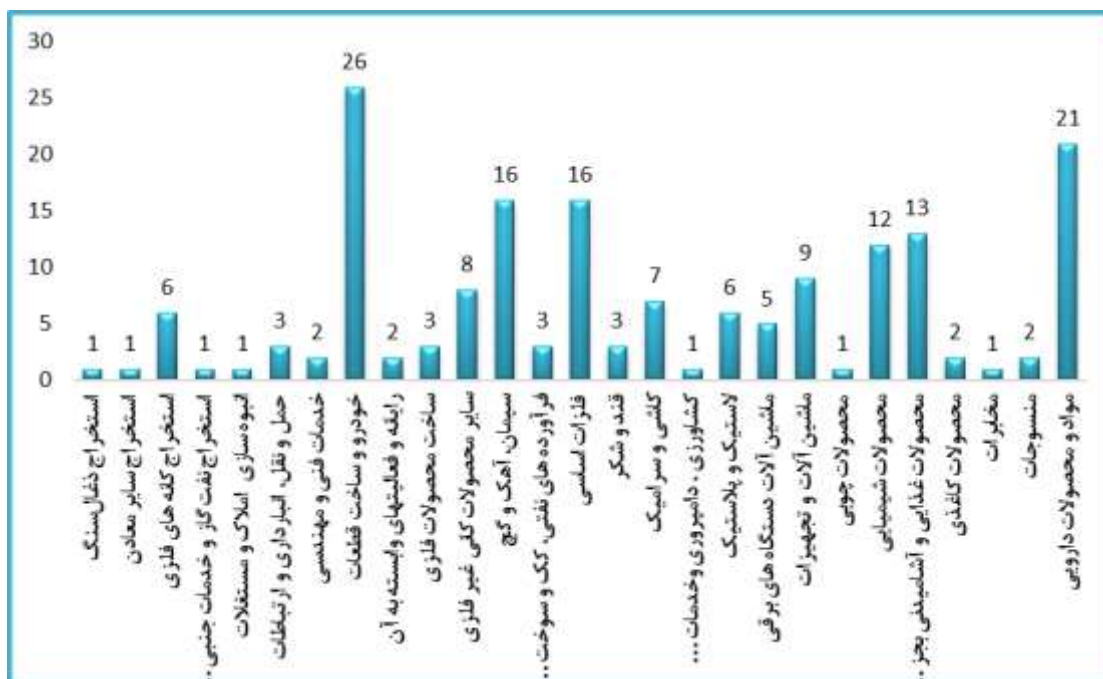
پژوهش حاضر از لحاظ هدف، از نوع پژوهش های کاربردی است. از نظر زمانی مقطعی است. دوره زمانی این پژوهش از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ در نظر گرفته شده است. ارتباط بین متغیر ها از نوع توصیفی-همبستگی است. در این پژوهش از روش رگرسیون خطی چندمتغیره و نرم افزار ایویوز<sup>۷</sup> برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها استفاده می شود. همچنین فروض کلاسیک رگرسیون شامل (مانایی، نرمال بودن و...) مورد بررسی قرار خواهد گرفت. نوع داده ها که پنل دیتا یا تلفیقی هستند بررسی شده و آزمون های مرتبط با هر کدام انجام خواهد شد. از آزمون F لیمر برای این کار استفاده می شود. با توجه به پنلی یا تلفیقی بودن داده ها از آزمون های بارتلت، هاسمن، جاکو برا، پراش پاگان یا ... استفاده می شود. همچنین از آزمون دوربین واتسون که باید بین ۱،۵ تا ۲،۵ باشد برای معناداری مدل استفاده خواهد شد. داده های پژوهش از صورت های مالی تاریخی به کمک نرم افزار ره آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار (کدال) و پایگاه های اینترنتی بورس گردآوری خواهد شد.

## مشخصات مدل

برای آزمون فرضیه های پژوهش از زیراستفاده می شود:

$$PERF = \alpha_0 + \beta_{1it} \text{ concentration} + \beta_{2it} \text{ OWN} + \beta_{3it} \text{ B SIZE} + \beta_{4it} \text{ BIND} + \beta_{5it} \text{ DUAL} + \beta_{6it} \text{ LEV} + \beta_{7it} \text{ AGE} + \beta_{8it} \text{ SIZE} + \mu_{it} + v_{it}$$

توزیع فراوانی شرکت های نمونه بر حسب صنعت



## داده های مورد نیاز، متغیرهای پژوهش و روش محاسبه آنها

اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش و مباحث نظری از منابع کتابخانه ای و پایگاه های علمی و مقالات خارجی و داخلی جمع آوری خواهد شد. داده های مورد نیاز برای انجام این پژوهش به صورت میدانی، عموماً با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج خواهند شد. با استفاده از نرم افزار ایویوز به برآورد مدل رگرسیون چند متغیره پرداخته می شود. متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش شامل متغیر وابسته، متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه گیری شده اند.

### متغیرهای وابسته:

عملکرد شرکت متغیر وابسته است. که برای محاسبه آن از پروکسی های زیر استفاده می کنیم:

TobinsQ: شاخص کیو توبین که برابر با نسبت ارزش بازار دارایی به ارزش دفتری دارایی ها.

ROA: بازده دارایی ها که برابر با سودخالص تقسیم بر کل دارایی ها

## متغیرهای مستقل

در این پژوهش حاکمیت شرکتی متغیر مستقل است که برای محاسبه آن ازیر استفاده می گردد:

- ۱- تمرکز مالکیت (concentration) سهامداری است که به طور مستقل بتواند حداقل یک عضو هیأت مدیره و یا بیش از یک عضو هیأت مدیره را به طور مستقل منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیأت مدیره است
- ۲- مالکیت نهادی (OWN): برای محاسبه درصد مالکیت نهادی در هر شرکت، تعداد سهام مالکیت نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در پایان دوره تقسیم می شود.

تعداد اعضای هیئت مدیره (Bsize): برابر با تعداد کل اعضا هیئت مدیره هر شرکت.

## متغیرهای کنترل:

- ۱- تعداد اعضای مستقل (BIND) نسبت تعداد اعضای مستقل در هیئت مدیره به کل اعضا
- ۲- دوگانگی مدیر عامل (Duality): در صورتی که رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل شرکت یک نفر باشد ۱ و در غیر این صورت صفر
- ۳- اهرم مالی (Lev) اهرم مالی شرکت که برابر با جمع بدهی ها به کل دارایی ها
- ۴- اندازه شرکت (Size) اندازه شرکت که برابر با لگاریتم جمع کل دارایی ها

## تشریح فرآیند آزمون فرضیه ها

آمار توصیفی: زمانی که انبوهی از اطلاعات کمی، به منظور تحلیل و تفسیر گردآوری می شوند، بایستی آن ها را به صورت روشن و قابل فهم، سازمان دهی و خلاصه نمود. اولین قدم در سازمان دهی داده ها، مرتب نمودن آن ها بر اساس یک ملاک منطقی است. در ادامه پژوهشگر علاقه مند است تا ویژگی های یک دسته از داده ها را به صورت دقیق بیان نماید. برای بیان این ویژگی ها از یک سری داده های عددی استفاده می گردد. از این شاخص ها تحت عناوین کلی شاخص های مرکزی (میانگین، میانه، نما) و شاخص های پراکندگی (دامنه تغییرات، واریانس، انحراف معیار، چولگی) نام برده می شود. در این تحقیق به منظور تجزیه و تحلیل داده ها، با استفاده از شاخص های آمار توصیفی، داده های جمع آوری شده را خلاصه و طبقه بندی می نماییم. آمار استنباطی: معمولاً هدف اصلی پژوهشگر کسب اطلاع در مورد گروه های کوچک نیست بلکه وی علاقه مند است تا از طریق این یافته ها، اطلاعات لازم در مورد جامعه ای که این گروه کوچک از آن انتخاب شده است را به دست آورد که برای انجام این کار از آمار استنباطی استفاده می شود. این نوع آمار از اوایل قرن بیستم مطرح شد. در این نوع آمار محقق با استفاده از مقادیر نمونه آماره ها را محاسبه می کند. سپس به کمک تخمین و آزمون فرض آماری، آماره ها به پارامترهای جامعه تعمیم داده می شود. به طور کلی در بحث آماری، هر جا سخن از استنباط و استنتاج باشد، آن را آمار استنباطی می خوانند. در این پژوهش سطح اطمینان در آزمون فرضیه ها، کمینه ۹۵٪ هست. یعنی در بررسی نتایج آزمون هر یک از فرضیه ها، حداکثر در سطح خطای  $\alpha=0.05$  می توان اقدام به تأیید فرض پژوهش نمود در غیر این صورت باید فرض صفر را تأیید نمود. از آنجاکه مدل های خطی مورد استفاده در این پژوهش شامل مدل های رگرسیونی است، لذا در این بخش به شرح مختصری پیرامون این نوع از مدل ها و مفروضات کلاسیک آن پرداخته می شود. تحلیل رگرسیون در واقع بدنه اصلی مطالعات اقتصادسنجی را تشکیل می دهد،

به طور کلی، اقتصادسنجی درباره مدل های رگرسیون و نحوه ی برآورد آن ها بحث می کند. اقتصادسنجی، روش هایی برای شناسایی و تخمین مدل های با چند مجهول را ایجاد می کند که این روش ها به محقق اجازه می دهد که استنتاجی علی-معلولی در شرایطی غیر از شرایط آزمایشی کنترل شده ارائه دهد. به کمک تکنیک های اقتصادسنجی می توان ضرایب مجهول مدل ساخته شده را برآورد کرد و سپس (در صورت برقرار بودن تعدادی فرض) به استنتاج آماری درباره آن پرداخت. در اقتصادسنجی بیان می شود که علاوه بر متغیرهای مستقل (متغیرهای توضیح دهنده) موجود در مدل رگرسیون، عوامل دیگری وجود دارند که بیان کمی آن ها معمولاً دشوار است و در نتیجه، وارد کردن آن ها در مدل مقدور نیست. همچنین از طرف دیگر در دنیای واقعی همواره عناصر تصادفی غیرقابل پیش بینی وجود دارند که اساساً نمی توان آن را در مدل های ریاضی گنجاند. در نتیجه می توان استدلال کرد که مدل های ریاضی برای توضیح پدیده های اقتصادی دقیق نیستند و خطا دارند که به این خطا، اصطلاحاً جمله اخلال می گویند، زیرا تعادل مدل ریاضی را مختل می کند. جهت هر تحلیل اقتصادسنجی باید به قابلیت دسترسی به داده های صحیح توجه نمود. انواع داده هایی که عموماً برای تحلیل های تجربی به کار می رود، در قالب داده های سری زمانی، مقطعی و ترکیبی مطرح می گردند. در داده های سری زمانی، یک یا چند متغیر طی یک دوره زمانی مورد بررسی قرار می گیرند. این دوره می تواند سالانه، فصلی، ماهانه، هفتگی یا حتی به صورت پیوسته باشد. داده های سری زمانی به طور کلی موضوع کار اقتصادسنجی کلان است که روش های اقتصادسنجی را در سطح کلان بررسی می کند. در اقتصاد کلان عموماً از سری زمانی های سالانه یا فصلی استفاده می شود چراکه جمع آوری اطلاعاتی مانند حساب های مالی در فواصل کوتاه تر با دشواری های زیادی همراه است؛ اما در اقتصادسنجی مالی که داده ها در هر زمان به آسانی قابل گزارش هستند، استفاده از سری های زمانی ساعتی یا حتی دقیقه ای نیز امری غیرمعمول نیست که معمولاً از اندیس<sup>۱</sup> برای داده های سری زمانی استفاده می کنند. در داده های مقطعی، مقادیر یک یا چند متغیر برای چند واحد یا مورد نمونه ای در یک زمان یکسان جمع آوری می شود که معمولاً از اندیس ۱ برای داده های مقطعی استفاده می کنند. در داده های ترکیبی (تلفیقی)، واحدهای مقطعی یکسان طی زمان مورد بررسی قرار می گیرند؛ بنابراین حجم مشاهدات در داده های تلفیقی نسبتاً زیاد است. در سال های اخیر، کاربرد داده های تلفیقی در اقتصادسنجی افزایش بسیاری یافته است. معمولاً داده های تلفیقی و مقطعی در اقتصادسنجی خرد به کار می روند که موضوع آن بررسی روش های اقتصادسنجی در اقتصاد خرد است. در پژوهش حاضر، از داده های ترکیبی (تلفیقی)، جهت آزمون فرضیه ها استفاده شده است.

### آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

آمار توصیفی<sup>۳۸</sup> و طبقه بندی داده ها، نمایش ترسیمی، و محاسبه مقادیری از قبیل نما، میانگین، میانه و ... می باشد که حاکی از مشخصات یکایک اعضای جامعه مورد بحث است. در جدول (۴-۱) اطلاعات مربوط به شاخص های مرکزی (میانگین، میانه، بیشینه و کمینه) و پراکندگی داده ها (انحراف معیار، چولگی و کشیدگی) ارائه شده است.

<sup>۳۸</sup> Descriptive statistics

متغیر	کیو توبین	بازده دارایی ها	تمرکز مالکیت	مالکیت نهادی	اندازه هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	دوگانگی مدیر عامل	اهرم مالی	اندازه شرکت
میانگین	۱.۶۲۲۳۷۴	۰.۰۹۸۳۳۵	۵۰.۲۶۲۱۰	۵۹.۷۵۳۵۹	۵۰.۲۹۹۰۰	۰.۶۷۲۵۲۰	۰.۲۵۷۴۷۵	۰.۶۱۳۸۷۲	۱۳.۹۱۳۱۶
میانه	۱.۴۲۲۰۹۵	۰.۰۸۴۸۱۴	۵۰.۹۰۸۴۴	۷۰.۶۹۰۰۰	۵۰.۰۰۰۰۰	۰.۶۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۶۱۰۶۲۵	۱۳.۷۷۶۸۵
ماکسیمم	۶.۵۲۷۵۵۰	۰.۶۲۶۷۸۴	۹۹.۴۵۰۸۶	۹۹.۴۵۰۸۶	۷۰.۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰	۴.۰۰۲۷۰۴	۱۹.۷۲۲۵۷
مینیمم	۰.۵۸۳۹۱۱	- ۱.۰۶۳۲۵۲	۲.۱۸۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۵۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰	۰.۰۹۰۱۶۴	۸.۵۰۴۵۱۳
انحراف معیار	۰.۷۰۰۱۳۳	۰.۱۴۴۰۰۴	۲۰.۵۱۲۵۱	۳۲.۱۷۲۵۲	۰.۲۴۲۸۰۸	۰.۱۸۷۶۳۸	۰.۴۳۷۴۲۵	۰.۲۵۴۳۳۳	۱.۶۲۱۱۰۴
تعداد مشاهدات	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴	۱۲۰۴

## آمار توصیفی متغیرها

## آزمون مانایی متغیرها

قبل از استفاده از این متغیرها لازم است نسبت به مانایی یا عدم مانایی آن‌ها اطمینان حاصل کرد. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی و محاسبه ریشه واحد متغیرهای تحقیق در مدل‌ها گردید. آزمون مزبور با استفاده از نرم‌افزار ایویوز و روش‌های آزمون لوین، لین و چو، آزمون ایم، پسران و شین، آزمون ریشه واحد فیشر-دیکی فولر تعمیم‌یافته و آزمون ریشه واحد فیشر-فیلیپس انجام گردید. در آزمون ریشه واحد فرضیه صفر بیانگر وجود ریشه واحد بوده و در صورتی که احتمال جدول کوچک‌تر از ۰/۰۵ باشد به احتمال ۰/۹۵ فرضیه صفر پذیرفته نمی‌شود. نتایج حاصل از آزمون ریشه واحد به شرح جدول است.

## جدول آزمون مانایی متغیرها

متغیر	لووین لین چو	
	آماره	احتمال
کیو توبین	-۲۷.۳۵۰۵	۰.۰۰۰۰
بازده دارایی ها	-۴۳.۲۳۹۷	۰.۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۵۸۵۶.۶۶	۰.۰۰۰۰
مالکیت نهادی	-۵۸۲۲.۷۶	۰.۰۰۰۰



اندازه هیئت مدیره	-۵۸۲۲.۷۶	۰.۰۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	-۲۲.۵۰۹۶	۰.۰۰۰۰
دوگانگی مدیر عامل	-۹.۹۷۸۲۷	۰.۰۰۰۰
اهرم مالی	-۲۲.۵۵۰۵	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	-۳۴.۱۵۲۹	۰.۰۰۰۰

با توجه به نتایج حاصل از جدول مشخص گردید که مقدار احتمال آزمون ها برای کلیه متغیرها کوچکتر از ۰/۰۵ است؛ بنابراین متغیرهای فوق در سطح مانا قرار دارند.

#### عدم هم خطی متغیرها

قبل از برآورد مدل فرضیات لازم است تا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای تحقیق آزمون شود. برای بررسی وجود یا عدم وجود هم خطی میان متغیرهای پژوهش از تحلیل همبستگی پیرسون استفاده شده است. جدول (۳-۴) ضرایب همبستگی پیرسون میان متغیرها را نشان می دهد.

#### جدول ضرایب همبستگی متغیرها

	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹
۱.کیو توبین	۱	۰.۲۹۰	۰.۰۲۸	۰.۰۴۲	-۰.۰۳۰	۰.۱۶۳	-۰.۰۴۴	-۰.۱۰۱	-۰.۱۶۷
۲.بازده دارایی ها	۰.۲۹۰	۱	۰.۰۴۳	۰.۰۷۵	-۰.۰۰۰	۰.۱۷۲	-۰.۰۵۵	-۰.۰۶۶۵	۰.۱۴۸
۳.تمرکز مالکیت	۰.۰۲۸	۰.۰۴۳	۱	۰.۴۳۲	-۰.۱۱۵	-۰.۰۴۶	۰.۰۵۷	۰.۰۱۵	-۰.۰۳۷
۴.مالکیت نهادی	۰.۰۴۲	۰.۰۷۵	۰.۴۳۲	۱	-۰.۱۲۳	-۰.۰۲۱	۰.۰۴۸	۰.۱۵۴	۰.۲۷۸
۵.اندازه هیئت مدیره	-۰.۰۳۰	-۰.۰۰۰	-۰.۱۱۵	-۰.۱۲۳	۱	۰.۰۹۵	-۰.۰۴۱	-۰.۰۶۹	۰.۰۳۶
۶.استقلال هیئت مدیره	۰.۱۶۳	۰.۱۷۲	-۰.۰۴۶	-۰.۰۲۱	۰.۰۹۵	۱	-۰.۲۴۰	-۰.۲۳۲	-۰.۰۹۰
۷.دوگانگی مدیر عامل	-۰.۰۴۴	-۰.۰۵۵	۰.۰۵۷	۰.۰۴۸	-۰.۰۴۱	-۰.۲۴۰	۱	۰.۰۱۳	-۰.۰۰۶
۸.اهرم مالی	-۰.۱۰۱	-۰.۰۶۶۵	۰.۰۱۵	۰.۱۵۴	-۰.۰۶۹	-۰.۲۳۲	۰.۰۱۳	۱	۰.۰۰۸
۹.اندازه شرکت	-۰.۱۶۷	۰.۱۴۸	-۰.۰۳۷	۰.۲۷۸	۰.۰۳۶	-۰.۰۹۰	-۰.۰۰۶	۰.۰۱۶	۱

باتوجه به نتایج جدول مشخص که مقادیر ضریب همبستگی خیلی زیاد یا خیلی کم (نزدیک به ۱ و -۱) که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهد، وجود ندارد، در نتیجه هم خطی ای میان متغیرهای مستقل پژوهش وجود ندارد.

#### آزمون نرمال بودن خطاها

بررسی و انجام آزمون مذکور بر اساس آماره جاک برا است. چنانچه سطح احتمال آزمون جاک برا پایین و کمتر از ۰،۰۵ باشد، فرض صفر، یعنی نرمال بودن سری رد می شود. نتایج این آزمون در جدول ارائه شده است. یکی از فروض مهم راجع به جمله

باقیمانده این است که توزیع جملات آن نرمال است. به منظور آزمون نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جارکو-براک<sup>۳۹</sup> استفاده شده است. با توجه به نتایج بدست آمده، احتمال آزمون جارکو- برا، برای مدل های پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابراین فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن جمله خطا در مدل رد می شود. با این وجود زمانی که اندازه نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی می توان دریافت که حتی اگر باقیمانده ها نرمال نباشند، آماره های آزمون به طور مجانبی از توزیع نرمال پیروی می کنند، بدون تورش هستند و از کارآیی برخوردارند. لذا با توجه به این مطالب می توان فرض نرمال بودن جمله خطا را نادیده گرفت.

#### جدول آزمون نرمال بودن خطای مدل

مدل	نوع آزمون	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	جارک برا	۰.۰۰۰	عدم نرمال بودن خطاها
۲	جارک برا	۰.۰۰۰	عدم نرمال بودن خطاها

#### ۴-۶ آزمون همسانی واریانس خطاها

یکی از پیش فرض های مدل رگرسیون، ثابت بودن واریانس خطا است. به طوری که باوجود ناهمسانی واریانس در مدل، افزایش یا کاهش در متغیر مستقل، واریانس متغیر وابسته که برابر با واریانس پسماند است تغییر می کند. در این پژوهش برای اطمینان از نتایج به دست آمده، برای بررسی همسانی واریانس ها در داده های ترکیبی از روش بارتلت استفاده می شود. در روش همسانی واریانس بارتلت، فرض صفر مبنی بر همسانی واریانس ها و فرض مخالف آن ناهمسانی واریانس ها در نظر گرفته می شود. جدول (۴-۵) نتایج حاصل از آزمون همسانی مدل ۱ پژوهش را نشان می دهد.

#### جدول (۴-۵): آزمون همسانی واریانس خطاهای مدل

مدل	نوع آزمون	احتمال آزمون	نتیجه آزمون
۱	بارتلت	۰.۰۰۰	ناهمسانی واریانس
۲	بارتلت	۰.۰۰۰	ناهمسانی واریانس

با توجه به نتایج جدول (۴-۵) که نشان دهنده مقدار احتمال کوچک تر از ۰.۰۵ است، می توان گفت واریانس خطاها ناهمسان است و فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس مدل رد شده است. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می کنیم.

#### ۴-۷ آزمون همجمعی (انباشتگی) متغیرها

زمانی که متغیرهای مورد استفاده در رگرسیون مانا نباشند پدیده ای به نام رگرسیون کاذب به وجود می آید، ولی اگر تمام متغیرهای به کار رفته در مدل رگرسیونی باهم (جمعاً) مانا شوند یعنی باقیمانده های حاصل از مدل ایستا باشند، آن گاه پدیده

<sup>۳۹</sup> Jarque-Bera

هم انباشتگی یا هم جمعی به وجود می آید. از این رو این کلمه (هم انباشتگی) به مرور کاربرد خود را به دست آورد و هر سری زمانی که مانا باشد را هم انباشته می گوییم. به طور کلی اگر دو متغیر (سری) انباشته از مرتبه یکسانی باشند مثلاً  $I(d)$  ترکیب خطی آن ها می تواند هم انباشته باشد. در چنین مواردی رگرسیون بر روی مقادیر دو متغیر معنی دار می باشد یعنی رگرسیون دیگر ساختگی نیست و هیچ گونه اطلاعات بلند مدتی را از دست نمی دهیم. به طور خلاصه در صورتی که تشخیص دهیم باقیمانده های حاصل از رگرسیون به صورت  $I(+)$  مانا هستند، متدولوژی سنتی رگرسیون شامل آزمون های  $F$  و  $t$  برای داده ها قابل استفاده می باشد. مفاهیم ریشه واحد، هم انباشتگی به ما کمک می کنند تا مانا بودن پسماند های رگرسیونی را تشخیص دهیم. از آزمون کائو برای بررسی هم انباشتگی استفاده می شود.

فرضیه  $H_0$ : رابطه خطی بین متغیرها در بلند مدت دارای هم انباشتگی نیست.

فرضیه  $H_1$ : رابطه خطی بین متغیرها در بلند مدت دارای هم انباشتگی است.

اگر سطح معناداری آزمون کائو کمتر از ۰,۰۵ باشد فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود رابطه هم خطی رد می گردد در نتیجه رگرسیون کاذب نخواهد بود.

جدول آزمون هم انباشتگی بروش آزمون کائو

سطح معناداری	آزمون
0.000	کائو
۰.۰۰۰	کائو

#### عدم خود همبستگی متغیرها

اگر یک متغیر به متغیرهای دوره یا دوره های قبل خودش وابسته باشد خود همبستگی می گویند که اگر به یک دوره قبل وابسته باشد خودهمبستگی مرتبه اول و اگر به دوره های قبل تر وابسته باشد همبستگی آن دوره یا سریالی گویند. به عبارت دیگر هر گاه دو مقدار متفاوت برای متغیرهای مستقل را در نظر بگیریم، فرض بر این است که جمله های اخلاص متناظر با آنها از یکدیگر مستقلند. در چنین حالتی می گوییم که جمله های اخلاص خود همبستگی ندارند. آزمون دوربین واتسون از مشهورترین آزمون ها جهت تشخیص خودهمبستگی است. زمانی که آماره دوربین واتسون در حدود ۱,۵ تا ۲,۵ باشد، معرف آن است که خودهمبستگی وجود ندارد، ولی مقادیر بالاتر یا کمتر از ۱,۵ تا ۲,۵ معرف آن است که جملات خطا به صورت تصادفی اتفاق نمی افتند و بنابراین، نتایج غیرواقعی است.

جدول خودهمبستگی آزمون دوربین - واتسون

مدل	آزمون	آماره آزمون	نتیجه
۱	دوربین واتسون	۱.۸۸۲۷۷۳	عدم وجود خودهمبستگی
۲	دوربین واتسون	۱.۷۷۰۸۷۶	عدم وجود خودهمبستگی

مقدار آماره دوربین - واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ است که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها (مرتبه اول) را نشان می دهد.

## ۹-۴ آزمون F لیمر

ابتدا به منظور انتخاب بین روش های داده های تابلویی و داده های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده می شود. اگر احتمال  $p$  (value) محاسبه شده بیشتر از سطح خطای ۰,۰۵ باشد از داده های تلفیقی استفاده شده که دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست و در غیر این صورت از داده های تابلویی استفاده خواهد شد. در داده های تابلویی از آزمون هاسمن برای انتخاب روش آزمون فرضیه ها استفاده می گردد. اگر سطح معناداری آزمون هاسمن کمتر از ۰,۰۵ باشد از روش اثرات ثابت و در غیر این صورت از روش تصادفی استفاده می گردد. جدول (۴-۸) نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن را برای مدل های پژوهش نشان می دهد.

## آزمون F لیمر

مدل	آماره	سطح معناداری	نتیجه
۱	آزمون F	۰,۰۰۰	تابلویی
	آزمون هاسمن	۰,۰۰۰۰	اثرات ثابت
۲	آزمون F	۰,۰۰۰۰	تابلویی
	آزمون هاسمن	۰,۱۰۶۹	اثرات تصادفی

، با توجه به سطح معناداری به دست آمده از آزمون F لیمر برای فرضیه ها، نوع داده ها و روش آزمون هر یک از فرضیه ها مشخص شده است

## تحلیل آزمون فرضیه های پژوهش

بعد از اینکه فروض کلاسیک مربوط به رگرسیون و مانایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت و روش تخمین مدل هم مشخص گردید، حال نوبت آن است که مدل با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برآورد گردد. زمانیکه تعداد شرکت ها از مقاطع دوره زمانی بیشتر باشد ممکن است مشکل ناهمسانی واریانس رخ دهد. در این پژوهش برای تشخیص ناهمسانی واریانس ها از آزمون وایت و برای تشخیص وجود خود همبستگی بین متغیرها از آزمون دوربین- واتسون استفاده شده است. لازم به ذکر است که در مدل های مورد استفاده، وجود ناهمسانی واریانس ها تایید شده است و از آزمون GLS استفاده شده است. در نهایت نرم افزار ایویوز برای تشخیص رابطه موجود بین متغیرها به کار گرفته شده است. به منظور آزمون فرضیه ها از نتایج تخمین مدل تحقیق ارائه شده در جدول (۴-۹) بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰,۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین- واتسون ۱,۸۸۲۷۷۳ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها (مرتبه اول) را نشان می دهد. نتایج نشان می دهد که سطح معنی داری متغیر مستقل تمرکز مالکیت (۰,۶۰۱۹) بوده که بیشتر از ۵ درصد است، که معنادار نیست بنابراین فرضیه اول رد می شود اما سطح معناداری متغیرهای مالکیت نهادی (۰,۰۰۰) و اندازه هیئت مدیره (۰,۰۰۷۴) بوده که کمتر از ۵ درصد بوده، معنی دار می باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه دوم و سوم تحقیق تایید می شود.

جدول نتایج تخمین مدل اول پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	-۱.۹۷۷۲۵۰	۰.۴۲۱۷۵۹	-۴.۶۸۸۱۰۳	۰.۰۰۰۰
تمرکز مالکیت	۰.۰۰۰۶۵۷	۰.۰۰۱۲۶۰	۰.۵۲۱۷۷۸	۰.۶۰۱۹
مالکیت نهادی	-۰.۰۰۵۸۲۳	۰.۰۰۱۱۹۴	-۴.۸۷۶۶۲۳	۰.۰۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	۰.۱۲۹۷۳۶	۰.۰۴۸۳۴۱	۲.۶۸۳۷۸۵	۰.۰۰۷۴
استقلال هیئت مدیره	۰.۰۹۴۱۹۲	۰.۰۷۰۳۷۶	۱.۳۳۸۴۰۹	۰.۱۸۱۱
دوگانگی مدیر عامل	۰.۰۲۹۳۴۵	۰.۰۲۴۳۲۱	۱.۲۰۶۵۷۲	۰.۲۲۷۹
اهرم مالی	۰.۴۵۳۲۸۸	۰.۰۶۳۹۰۷	۷.۰۹۲۸۹۹	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۲۰۹۳۵۵	۰.۰۲۱۳۱۱	۹.۸۲۳۹۲۷	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۵۷۰۸۰۴			
دوربین-واتسون	۱.۸۸۲۷۷۳			
سطح معناداری (آماره F)	۰.۰۰۰۰۰۰			

جهت منظور آزمون فرضیه ها از نتایج تخمین مدل تحقیق ارائه شده بهره گرفته شده است. مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰,۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۱,۷۷۰۸۷۶ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها (مرتبه اول) را نشان می دهد. نتایج نشان می دهد که سطح معنی داری متغیر مستقل تمرکز مالکیت (۰,۳۶۰۲) و اندازه هیئت مدیره (۰,۰۶۹۷) بوده که بیشتر از ۵ درصد است، که معنادار نیست بنابراین فرضیه چهارم و ششم پژوهش رد می شود اما سطح معناداری متغیرهای مالکیت نهادی (۰,۰۰۱۲) بوده که کمتر از ۵ درصد بوده، معنی دار می باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه پنجم تحقیق تایید می شود.

## نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	۰.۱۳۶۱۵۹	۰.۰۸۲۸۴۷	۱.۶۴۳۴۹۷	۰.۱۰۰۵
تمرکز مالکیت	۰.۰۰۰۲۰۳	۰.۰۰۰۲۲۲	۰.۹۱۵۴۲۰	۰.۳۶۰۲
مالکیت نهادی	۰.۰۰۰۵۲۲	۰.۰۰۰۱۶۱	۳.۲۳۵۰۲۱	۰.۰۰۱۲
اندازه هیئت مدیره	-۰.۰۲۲۱۱۸	۰.۰۱۲۱۸۲	-۱.۸۱۵۶۷۹	۰.۰۶۹۷
استقلال هیئت مدیره	۰.۰۲۰۸۹۰	۰.۰۱۸۶۰۶	۱.۱۲۲۷۱۱	۰.۲۶۱۸
دوگانگی مدیر عامل	۰.۰۰۱۷۷۱	۰.۰۰۰۷۸۰۱	۰.۲۲۶۹۶۴	۰.۸۲۰۵
اهرم مالی	-۰.۳۶۵۲۱۲	۰.۰۲۷۴۲۸	-۱۳.۳۱۵۳۶	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۱۷۳۷۱	۰.۰۰۳۳۹۲	۵.۱۲۱۶۸۴	۰.۰۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۱۳۹۵۴			
دوربین- واتسون	۱.۷۷۰۸۷۶			
سطح معناداری (آماره F)	۰.۰۰۰۰۰۰			

## نتیجه گیری و پیشنهادات

## نتیجه گیری حاصل از پژوهش

معمولاً یکی از اساسی ترین و مهمترین بخش هر تحقیق، نتیجه گیری و ارائه راهکار جهت بهبود بخشیدن به مسئله ای است که تحقیق جهت آن طراحی شده است. با توجه به آنچه در فصل های اول تا چهارم در مورد پیشینه تحقیق و یافته های مدل بدست آمده است، اکنون مصمم هستیم تا با نتیجه گیری از یافته ها و ارائه پیشنهاداتی چند، این پژوهش را به پایان ببریم. امید است گامی هرچند کوچک در اعتلای دانش مدیریت مالی و کمک به سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان این حوزه از دانش برداشته باشیم.

با تفکیک مالکیت و مدیریت در شرکت های سهامی، مدیران به عنوان نماینده سهامداران شرکت را اداره می کنند. با گذشت زمان این رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران را به وجود آورده که به آن مشکل نمایندگی گفته می شود. یعنی این امکان بالقوه به وجود می آید که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در جهت منافع خودشان و عکس منافع سهامداران باشد. یکی از عوامل شکل دهی مشکل نمایندگی بین مدیران و سهامداران عدم شفافیت اطلاعاتی بین آن ها بوده و به همین دلیل سهامداران نمیتوانند اعمال و فعالیتهای مدیران را به طور مستمر کنترل کنند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت افشاء و شفافیت مناسب اطلاعات بنگاه های اقتصادی در مقابل عموم و افراد ذینفع، باید نظارت و مراقبت کافی به عمل آید. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسب است. از جمله این سازوکارها طراحی و اجرای حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت ها و بنگاه های اقتصادی است. حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیزم های کنترل داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می کند شرکت ها چگونه و توسط چه کسانی اداره شده و روند مناسب پاسخگویی و انتشار مناسب اطلاعات شرکت به ذینفعان چگونه باید باشد.

بر این اساس، در این پژوهش رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۷ ساله از ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ انجام شده است و آزمون فرضیه ها با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام شده است. نتایج پژوهش به شرح زیر است:

### آزمون فرضیه اول:

فرضیه ۱: بین تمرکز مالکیت و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به سطح معنی داری متغیر تمرکز مالکیت که برابر ۰,۶۰۱۹ که بیشتر از ۵ درصد بوده، معنی دار نمی باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه اول تحقیق رد می شود. بین تمرکز مالکیت و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

### آزمون فرضیه دوم:

فرضیه ۲: بین مالکیت نهادی و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت نهادی منفی بوده که نشان دهنده رابطه منفی بین مالکیت نهادی و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت می باشد. که با توجه به سطح معنی داری ۰,۰۰۰ که کمتر از ۵ درصد بوده، معنی دار می باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه دوم تحقیق تایید می شود. این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

### آزمون فرضیه سوم:

فرضیه ۳: بین اندازه هیئت مدیره و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر اندازه هیئت مدیره مثبت بوده که نشان دهنده رابطه مثبت بین اندازه هیئت مدیره و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت است. با توجه به سطح معنی داری ۰,۰۰۷۴ که کمتر از ۵ درصد بوده، معنی دار می باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه سوم تحقیق تایید می شود. این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

### آزمون فرضیه چهارم:

فرضیه ۴: بین تمرکز مالکیت و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

با توجه به سطح معنی داری تمرکز مالکیت که برابر ۰,۳۶۰۲ که بیشتر از ۵ درصد بوده، معنی دار نمی باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه چهارم تحقیق رد می شود. یعنی بین تمرکز مالکیت و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

#### آزمون فرضیه پنجم:

**فرضیه ۵:** بین مالکیت نهادی و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج نشان می دهد که ضریب متغیر مالکیت نهادی مثبت بوده که نشان دهنده رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت می باشد. که با توجه به سطح معنی داری ۰,۰۰۱۲ که کمتر از ۵ درصد بوده، معنی دار می باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه پنجم تحقیق تایید می شود این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

**فرضیه ۶:** بین اندازه هیئت مدیره و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با توجه به سطح معنی داری که اندازه هیئت مدیره ۰,۶۹۷ بوده که بیشتر از ۵ درصد بوده، معنی دار نمی باشد. با توجه به موارد فوق، فرضیه ششم تحقیق رد می شود. یعنی بین اندازه هیئت مدیره و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. این نتیجه با یافته های آراس و همکاران (۲۰۰۸) و رشید (۲۰۰۸) مطابقت دارد.

#### نتایج کل فرضیه های پژوهش

شماره فرضیه	عنوان فرضیه	تایید/رد
۱	بین تمرکز مالکیت و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	رد
۲	بین مالکیت نهادی و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	تایید
۳	بین اندازه هیئت مدیره و شاخص کیو توبین به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	تایید
۴	بین تمرکز مالکیت و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	رد
۵	بین مالکیت نهادی و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	تایید
۶	بین اندازه هیئت مدیره و شاخص بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.	رد



## پیشنهادهای کاربردی تحقیق

پیشنهادهای زیر به عنوان راهبردهایی برای تحقیقات آتی ارائه می گردد:

۱. از آنجا که اثر ساختار هیات مدیره شرکتها بر عملکرد آنها و نیز شرکتهای وابسته آنها به تایید رسید، به سرمایه گذاران در بازار پیشنهاد میشود که در ارزیابی خود از عملکرد شرکتها، ساختار هیات مدیره آنها را مورد توجه جدی قرار دهند.
۲. همچنین به سهامداران عمده شرکتها پیشنهاد میشود که جهت بهبود عملکرد شرکت، به ساختار هیات مدیره توجه کرده و نسبت اعضای موظف هیات مدیره را افزایش دهند.
۳. با توجه به اینکه اثر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکتها مورد تایید قرار گرفت، به سرمایه گذاران خواهان عملکردهای بهتر شرکتها پیشنهاد میشود که شرکتهای با نسبت مالکیت نهادی بیشتر را مورد توجه قرار دهند.
۴. همچنین پیشنهاد میشود تحلیلگران بازار برای تحلیل عملکرد شرکتها و سرمایه گذاری در آنها به تحلیل عملکرد شرکتها بپردازند.
۵. به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد میشود، به بررسی رابطه مولفه های دیگر حاکمیت شرکتی مانند کیفیت اطلاعات و حسابرسی داخلی و سار معیارهای عملکردی مانند نقدشوندگی سهام شرکتها بپردازند.
۶. به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، برای سرمایه گذاری در شرکت های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت هایی را انتخاب کنند که میزان مالکیت نهادی بیشتری دارند. همچنین به مدیران غیراجرایی شرکت های دولتی توصیه می شود با افزایش کارایی خود در نظارت بر عملکرد شرکت ها، موجب بهبود عملکرد و ارزش بازار شرکت شوند.

## منابع و مآخذ

- آذربایجانی، مریم؛ سروش یار، افسانه؛ یاریان کوپائی، سمانه، جستجوی بهترین معیار عملکرد مالی، حسابرس، ۱۳۹۰، شماره ۵۲، صفحات ۱-۷.
- بنی مهد بهمن، طالب نیا قدرت اله، حسین ازوجی؛ ۱۳۸۸؛ بررسی رابطه بین عملکرد زیست محیطی و عملکرد مالی، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی) : پاییز ۱۳۸۸، دوره ۱ شماره ۳؛ از صفحه ۱۴۹ تا صفحه ۱۷۴
- دستگیر محسن، عرب صالحی مهدی، امین جعفری راضیه، اخلاقی حسنعلی، تاثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی) بهار ۱۳۹۳، دوره ۶، شماره ۲۱ از صفحه ۱ تا صفحه ۳۶.
- دهقان هراتی شهین، فاضل یزدی علی، جباری حسین، اسدپور احمدعلی (۱۳۹۲)، بررسی رابطه سرمایه فکری هیئت مدیره با ارزش و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت : تابستان ۱۳۹۲، دوره ۶، شماره ۱۷؛ از صفحه ۲۹ تا صفحه ۴۴.
- رجبی روح اله، گنجی عزیزاله؛ ۱۳۸۹؛ بررسی رابطه بین نظام راهبری و عملکرد مالی شرکت ها، پژوهش های حسابداری مالی : تابستان ۱۳۸۹، دوره ۲، شماره ۴؛ از صفحه ۲۳ تا صفحه ۳۴.
- سینایی حسنعلی، صدقی رودسری محمدعلی؛ ۱۳۸۹؛ بررسی عکس العمل سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکت ها، پژوهشنامه مدیریت اجرایی : نیمه اول ۱۳۸۹، دوره ۱۰، شماره ۱ (پیاپی ۳۸)؛ از صفحه ۵۳ تا صفحه ۷۴.

سعیدی پرویز، قزل سفلی جواد؛ ۱۳۹۰؛ بررسی تاثیر واگذاری سهام دولتی بر عملکرد مالی (سودآوری)، پژوهش های مدیریت: بهار ۱۳۹۰، دوره، ۲۲ شماره ۸۸؛ از صفحه ۵۵ تا صفحه ۶۷

عارفی اصغر؛ ۱۳۸۸؛ بررسی عملکرد مالی تصاحب شرکت ها در ایران، پژوهشنامه بازرگانی: بهار ۱۳۸۸، دوره، ۱۳ شماره ۵۰؛ از صفحه ۲۲۵ تا صفحه ۲۴۵.

قائمی محمدحسین، شهریاری مهدی؛ ۱۳۸۸؛ حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها، پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز): پاییز ۱۳۸۸، دوره ۱۵ شماره ۱ (پیاپی ۵۷/۳)؛ از صفحه ۱۱۳ تا صفحه ۱۲۸  
نیکومرام هاشم، رهنمای رودپشتی فریدون، همتی هدی (۱۳۹۲)، مقایسه عملکرد پرتفوی انتخابی بر اساس مدل های حسابداری سرمایه فکری با استفاده از مدل تحلیل شبکه با مدل های سنتی و نوین شبکه، حسابداری مدیریت: زمستان ۱۳۹۲، دوره ۶، شماره ۱۹؛ از صفحه ۷۹ تا صفحه ۱۰۰.

حساس یگانه، یحیی؛ شهریاری، علیرضا؛ (۱۳۸۴) بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۷۶). «مفاهیم نظری گزارشگری مالی»، انتشارات سازمان حسابرسی. خواجهی، شکراله و ابراهیم ابراهیمی. (۱۳۸۷). حسابداری میانه ۱، چاپ اول. تهران: انتشارات ترمه. بزرگ اصل، موسی. (۱۳۸۵). حسابداری میانه (جلد اول)، چاپ چهارم. تهران: انتشارات سازمان حسابرسی- مدیریت تدوین استانداردها.

اعتمادی، حسین؛ باباجانی، جعفر؛ آذر، عادل؛ دیانتي دیلمی، زهرا؛ (۱۳۸۸)، "تأثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بهادار تهران"، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۵، پاییز ۱۳۸۸، صص ۸۵-۵۹

احمدپور، احمد و مریم فرمانبردار (۱۳۹۲) "بررسی رابطه ی مسئولیت اجتماعی و خطای پیش بینی سود هر سهم" فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ششم، شماره ۲۴ صص ۶۳-۷۸

برغمندی زهرا، (۱۳۹۰) "رابطه رشد سود هر سهم و رشد شرکت با خطای پیش بینی سود و اطلاعات صورت مالی هم مقیاس در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات صص: ۱۳-۵۵  
حساس یگانه، یحیی و علیرضا شهریاری (۱۳۸۹) "بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و محافظه کاری در بورس اوراق بهادار تهران" جله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۴)، صص: ۷۷-۹۴  
خالقی مقدم حمید، بهرامیان محمود، (۱۳۸۴) "میزان عدم صحت پیش بینی سود شرکت ها در عرضه اولیه، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۱۱، تابستان

دلاور، علی (۱۳۸۴) "مبانی نظری و علمی پژوهشی در علوم انسانی و اجتماعی" چاپ چهارم.

رضازاده، جواد و علی آشتاب (۱۳۸۹) "رابطه ی دقت پیش بینی سود و بازده سهام شرکت های جدید ورود به بورس اوراق بهادار تهران" پژوهشنامه ی علوم اقتصادی، علمی پژوهشی سال نهم، شماره ی ۱ پیاپی (۳۷)، نیمه ی اول ۸۹، صص: ۵۶-۷۶

محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، مهدی مشکي (۱۳۸۸). "بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت) بر بازدهی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تحقیقات مالی. شماره ۲۸، صص ۸۸-۶۹  
مشایخ، شهناز و سمانه شاهرخي (۱۳۸۶) "بررسی دقت پیش بینی سود توسط مدیران و عوامل موثر بر آن" بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۰، صص: ۶۵-۸۲

مهدوی، غلامحسین، حسینی، مجتبی و زهره رئیسی (۱۳۹۲) "تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سودپیش بینی به وسیله مدیریت" فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره شانزدهم، صص: ۴۳-۶۰

لطفی، احمد ومیثم حاجی پور(۱۳۸۹) "تأثیر محافظه کاری بر خطای مدیریت در پیش بینی سود"مجله حسابداری مدیریت  
 ،سال سوم / شماره چهارم / بهار،صص:۱۷-۳۳  
 ولی پور،هاشم وعلی خرم (۱۳۹۰)"بررسی اثربخشی سازوکارهای نظام راهبری شرکت به منظور کاهش هزینه های نمایندگی  
 "مجله حسابداری مدیریت،شماره ۸،صص۷۵-۶۱  
 جهانخانی ، علی و ظریف فرد ، احمد ، (۱۳۷۴) ، آیا مدیران و سهامداران ا زمعیارهای مناسبی برای اندازه گیری ارزش  
 شرکت استفاده می کنند؟، مجله تحقیقات مالی ، شماره ۷ و ۸ ، صص ۴۱-۶۶  
 مشایخ، شهناز، ۱۳۸۲ : بازده اضافه مدیریت فعال در شرکتهای سرمایه گذاری، پایان نامه دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.

- Aras, Guler, David Cowther (2008), “ Governance and sustainability: an investigation into the relationship between corporate Governance and corporate sustainability :. Manangment Decision vol. 46 No .3,pp.433-448 .
- Hamel, G. and Prahalad, C.K. (1996) competing in the new economy: managing out of bounds. Strategic Management Journal, 17, 238.
- Foster, G. (2001). Financial Statement Analysis. Second Edition. Prentice Hall-Gale Edition.
- Kaplan, R.S. Norton, D.P. (1996). The balanced scorecard: translating strategy into action. Boston, MA, Harvard Business School Press.
- Lev; B., Radhakrishnan, S. (2003). “The measurement of Firm-Specific Organization Capital“. NBER Working Paper. No 9581. available at: [www.nber.org/papers/w9581](http://www.nber.org/papers/w9581) (accessed7 August 2004).
- Marr, B. Schiuma, G. and Neely, A. (2004) the dynamics of value creation: mapping your intellectual performance drivers. Journal of Intellectual Capital, 5, 316.
- Mardnly,Z., Sulaiman Mouselli, Riad Abdulraouf, (2018) "Corporate governance and firm performance: an empirical evidence from Syria", International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management, Vol. 11 Issue: 4, pp.591-607,
- Nelson, R.R. and Winter, S.G. (1982) An evolutionary theory of economic change. Belknap Press, Cambridge, MA.
- Rashid, K (2008) ,” A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets”, Victoria University Melbourne.