Archive of SID

رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

یحیی حساس یگانه*
زهره رئیسی**
سید مجتبی حسینی***

چکیده

بدلیل مشکلات کنندگی امکان دارد مدیران شرکتها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحبنظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکتها می دانند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که می تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکتها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکتها شود. هدف این پژوهش رتبه بندی شرکتها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت می باشد. در این پژوهش رتبه شرکتهای عضو نمونه با استفاده ازپرسشنامه ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی، اندازه گیری شده است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت می باشد. بدین منظور اطلاعات ۱ ساله۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه های پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچگونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

مفاهیم کلیدی : شاخص حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت، سهامداران نهادی

---

* دانشیار حسابداری دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی
** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران
*** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، بهار ۱۳۸۸، ص ۱۰۰ – ۷۵

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تاثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکت ها داشت. بدین ترتیب، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند و بازار های بورس اوراق بهادار شکل گرفت. یکی از ابزار های تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور بوجود آید، تنها مسأله اقتصادی نیست بلکه به مسأله ای اجتماعی مبدل می شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد. برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم با اهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر ، مفهوم حاکمیت شرکتی است. دو دیدگاه نظری عمده شامل تئوری نمایندگی و تئوری ذی نفعان در این مورد مطرح است. هر یک از آن ها به صورت متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی می نگرند. تئوری نمایندگی به مشکل کارگزار و کارگمار و تئوری ذی نفعان به مشکل کارگزار و ذی نفعان می نگرند(حساس یگانه،۱۳۸۴)،که توضیح در باره هریک خارج از حوصله این مقاله است. در نوشته پیش رو، با تاکید بر تئوری نمایندگی به بررسی موضوع پرداخته شده است.

در سال ۱۹۲۹ بحرانی بزرگ در بورس امریکا پدیدآمدکه علت آن، مشکل کنندگی بود. مشکل کنندگی یا جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح شد(درابتز و شیلهافروزیرمن،۲۰۰۴) و برای اولین بار توسط برل و مینز (۱۹۳۲)تجزیه و تحلیل شد. امروزه این جدایی با نام مشکل کنندگی شناخته می شود و بدین معنا است که چگونه می توان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه گذاران استفاده خواهند کرد(درابتز و همکاران،۲۰۰۴) و(جنسن و مگلینگ،۱۹۷۶). پس از پیدایش مشکلات کنندگی به جهت حفظ منافع عمومی باید اطلاعات مصون سازی شده و منافع مدیران و مالکان همسو شود. از ابزارهای مختلفی در این خصوص استفاده شد مثل کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد استانداردهای حسابداری، کنترلهای داخلی، حسابرسی داخلی و مستقل، وجود مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و بکارگیری رویه های بلندمدت پاداش. با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده بلکه پیچیدگیهای آن بیشتر شده است. معیارهای کنترلی که به منظور کاهش مشکلات کنندگی در نظر گرفته شده بود، نه تنها کارا نبوده بلکه حداقل نظارتها را نیز اجرا نمی کرد. در واقع تمامی معیارهای ذکر شده بصورت ظاهری و فقط در جهت رعایت قوانین بودند بدون اینکه بتوانند از منافع سهامداران

www.SID.ir

Archive of SID

در مقابل مدیران حمایت کنند. علت آن شاید نبود مکانیزمهایی از حاکمیت شرکتی است که بتواند علاوه بر مطابقت با تمام معیارهای گفته شده، به هدف غایی شرکت یعنی افزایش منافع سهامداران و نیز بهبود عملکرد شرکت منجر شود. حاکمیت شرکتی به معنای قوانین، مقررات، ساختارها، فرهنگها و سیستمهایی است که موجب دستیابی به هدفهای پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می شود(حساس یگانه، وباغومیان، ۱۳۸۴).

حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در درازمدت را، هدف قرار داده و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند. دو هدف حاکمیت شرکتی عبارت است از(کیسی ، تامیسون ورانت، ۲۰۰۵):

۱. کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی.

۲. بهبود کارایی درازمدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسوولیت‌پذیری مدیریت اجرایی.

در این پژوهش از اهداف حاکمیت شرکتی، شفافیت و پاسخگویی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت مورد توجه بوده است.

ادبیات پژوهش

موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. سابقه این امر به گزارش معروفی به نام گزارش کادبری برمی شود که در سال ۱۹۹۲ منتشر شد. در این گزارش به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم کنترل داخلی و حسابرسی داخلی تاکید زیادی شده بود. این گزارش در سال ۱۹۹۵ توسط کمیته گرینبری بررسی مجدد و در سال ۱۹۹۸ توسط کمیته هامپل نهایی شد. اکثر کشورهای جهان از جمله انگلستان، چین، کره، کانادا، استرالیا و.... دارای چنین نظام نامه راهبری بصورت مدون می باشند. در آمریکا نیز افشای ماجرای انتخابات واترگیت و همچنین تقلب در بازار سرمایه آمریکا در سال ۲۰۰۱ باعث تصویب قانونی به نام ساربنز آکسلی یا همان حاکمیت شرکتی شد.

آمی دیتمار و مارت اسمیت(دیتمار و اسمیت، ۲۰۰۶) با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت متوجه شدند که در شرکتهای با حاکمیت ضعیف هر ۱ دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰/۴۲ تا ۰/۸۸ در ارزش بازارخواهد شد در حالی که این مبلغ در شرکتهای با حاکمیت خوب دو برابر است. برنارد بلک (۲۰۰۱) در

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهشی در روسیه متوجه شد که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها رابطه وجود دارد. او با استفاده از سریهای زمانی و رگرسیون متوجه شد که بین اندازه هیئت مدیره و ارزش بازار سهام یک رابطه قوی وجود دارد. در پژوهشی مشابه گامپرز، ایستی و متریک (۲۰۰۳) درآمریکا نیز به همین نتیجه رسیده بود. جاسونگ باک و جونکو و لیونگ سو(۲۰۰۴) به نتایج زیر رسیدند: مدیران بهتر موجب حاکمیت شرکتی بهتری می شوند و به ذینفعان خود توجه می کنند و ارزش شرکتها نیز با حاکمیت شرکتی رابطه مثبت دارد. دمستز و لن(۱۹۸۵) ، مارک و شلیفر و ویشنی (۱۹۸۸)، هرمالین و ویزبک(۱۹۹۱) اثر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که رابطه بااهمیت و مثبتی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. هیملبرگ ، هویارد و پالیا (۱۹۹۹) بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد رابطه ای مشاهده نکردند، درحالی که برون وکیلر (۲۰۰۴) و د میجوئل ، پینگادو و توره(۲۰۰۵) درپژوهش های خود به این نتیجه رسیدند که بین نسبت مدیران غیرموظف و عملکرد رابطه مثبتی وجود دارد.

در ایران پژوهش های انجام شده در خصوص حاکمیت شرکتی بسیار کم می باشد. یزدانیان(۱۳۸۵) به بررسی تاثیر چند معیار از حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می دهد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تاثیر دارد در حالیکه وجود اعضای غیرموظف هیئت مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و همچنین وجود حسابرس داخلی تاثیری بر مدیریت سود ندارد. حسینی(۱۳۸۶) رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی بر آن شده است میزان بازده اضافی سهامداران در شرکتهای با حاکمیت خوب محاسبه شود. نتایج حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه ای وجود ندارد. قنبری(۱۳۸۶)اثر نسبت حضور اعضای غیر موظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرسی داخلی و حضور سهامداران نهادی را به عنوان معیارهایی از حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان می دهد که فقط وجود سهامداران نهادی و حسابرسی داخلی بر عملکرد شرکت تاثیر دارد. رهبری خرازی(۱۳۸۴) با بررسی وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران و مقایسه آن با کشورهای جهان، میزان رعایت حقوق سهامداران را مورد مطالعه قرار داده است. نتایج حاکی از آن است که حقوق سهامداران در ایران رعایت نمی شود.

www.SID.ir

Archive of SID

بیان مساله و فرضیه های پژوهش

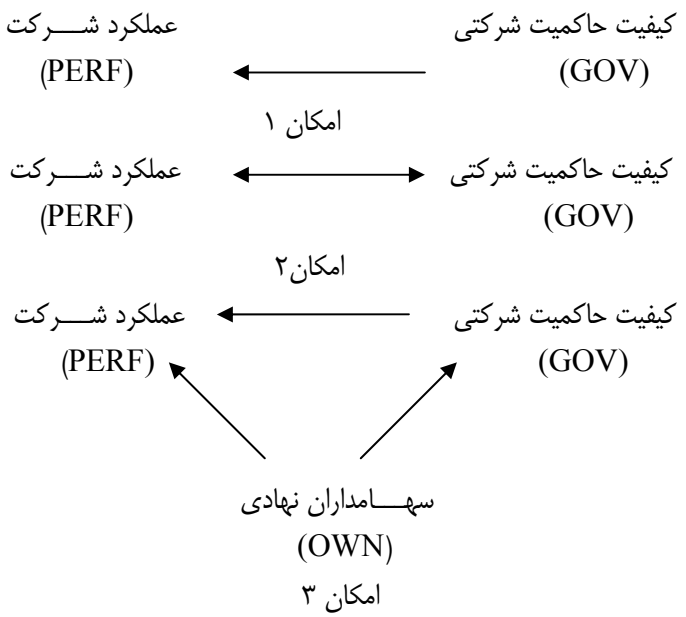
یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروههای ذینفع است. نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می کند که از طریق آن هدفهای بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدفها ونظارت بر عملکرد تعیین می شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت موثر را فراهم می کند. به این ترتیب شرکتها منابع را با اثر بخشی بیشتری به کار می گیرند.(مکرمی ۱۳۸۵)

از اینرو سوال اصلی پژوهش این است که آیا مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت اثر دارد؟

طبق پژوهش انجام شده توسط چی(۲۰۰۵) امکان سه رابطه علت و معلولی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. همانطور که در کردار زیر نشان داده شده است، امکان اول نشان دهنده این است که رابطه مستقیم و یک طرفه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت باعث بهبود عملکرد شرکت می شود. در حالت دوم این امکان دوسویه می شود. به این ترتیب کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد هر دو بر هم اثرگذارند. حالت سوم حاکی از آنست که کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد به طور مستقیم بر هم اثرگذار نیستند بلکه از طریق دخالت متغیر سومی به نام سهامداران نهادی بر هم اثرمی گذارند. بنابراین بر اساس پژوهش چی(۲۰۰۵) سه امکان زیر مطرح می شود:

www.SID.ir

Archive of SID



با توجه به کردار فوق توابع زیر را می توان در نظر گرفت:

تابع۱: $GOV = f(OWN, PERF, ControlVar)$

تابع۲: $PERF = f(GOV, OWN, ControlVar)$

با توجه به موارد مذکور و توابع مطرح شده، جهت مشخص شدن روابط بین متغیرهای پژوهش چهار فرضیه به شرح زیر مطرح می شوند. بر اساس تابع۱ دو فرضیه زیر را می توان در نظر گرفت:

فرضیه ۱:بین عملکرد شرکت و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲:بین حضور سهامداران نهادی و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

براساس تابع۲ فرضیه های سه و چهار را می توان مطرح کرد:

فرضیه ۳:بین شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴:بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

www.SID.ir

Archive of SID

تعریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته

متغیر وابسته در فرضیه اول و دوم عبارت است از شاخص حاکمیت شرکتی(GOV_i).

شاخص حاکمیت شرکتی(GOV_i)

شاخص حاکمیت شرکتی برای تعیین کیفیت حاکمیت شرکتی می باشد. این شاخص بر اساس پرسشنامه ای تنظیم شده است که حاوی ۲۵ پرسش بلی-خیر در خصوص مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران می باشد. این پرسشنامه سه مبحث زیر را در بر می گیرد:

- شفافیت اطلاعات
- ساختار هیئت مدیره
- ساختار مالکیت و کنترل

هر پاسخ مثبت یک نمره به شاخص حاکمیت شرکتها اضافه می کند. به این ترتیب رتبه حاکمیت شرکتی هر شرکت تعیین خواهد شد که از صفر تا بیست و پنج خواهد بود. شرکتهای با رتبه بالاتر دارای حاکمیت با کیفیت بهتر می باشند.

متغیرهای مستقل

متغیر مستقل در فرضیه اول عملکرد شرکت($PERF_i$) و در فرضیه دوم سهامداران نهادی(OWN_i) است.

عملکرد شرکت($PERF_i$)

برای اندازه گیری عملکرد شرکتها از معیار Qتوبین استفاده می شود. Q توبین حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی های شرکت به ارزش دفتری دارایی ها می باشد.

سهامداران نهادی(OWN_i)

در این پژوهش به موسسه های سرمایه گذاری یا سایر شرکتها که سهام عادی دیگر شرکتها را در اختیار دارند، سهامداران نهادی گفته می شود. برای محاسبه درصد سهامداران نهادی در هر شرکت تعداد سهام سهامداران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می شود. به عبارت دیگر:

$$CRH = \frac{n}{m}$$

CRH = درصد سهامداران نهادی

www.SID.ir

Archive of SID

n = تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکتهای سرمایه گذاری وتجاری

m = تعداد کل سهام عادی شرکت در ابتدای دوره

با توجه به درصد فوق، شرکتها به صورت صعودی مرتب شده سپس از آنها دو نمونه کاهش یافته سهامداران نهادی زیاد و سهامداران نهادی کم استخراج خواهد شد. به طوری که به ۴ چارک تقسیم شده و چارک اول و چهارم نمونه مورد نظر به ترتیب به عنوان سهامداران نهادی کم و زیاد انتخاب خواهند شد. پس از آن، متغیر OWN_i در مدل برای شرکتهای دارای سهامداران نهادی زیاد برابر یک و برای شرکتهای با سهامداران نهادی کم صفر منظور خواهد شد.(ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴)

متغیرهای کنترل

متغیرهای کنترلی در مدل ۱ که ممکن است بر متغیر وابسته اثر داشته باشند عبارتند از:

$SALESGR_i$ = میانگین رشد فروش در سه ساله گذشته

$Ln(SALES)_i$ = لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت

$TANG_i$ = ترکیب داراییهای شرکت که از تقسیم داراییهای ثابت به فروش بدست می آید

$DVID_i$ = سود تقسیمی شرکت

جهت بررسی فرضیه سوم و چهارم از مدل ۲ استفاده شده است:

$$PERF_i = \alpha + \beta_1 GOV_i + \beta_2 OWN_i + \beta_3 LEVER_i + \beta_4 Ln(SALES)_i + \beta_5 LIQ_i + \beta_6 TANG_i + \varepsilon_i$$

که در آن:

متغیر وابسته عملکرد شرکت($PERF_i$) می باشد. در فرضیه سوم متغیر مستقل شاخص حاکمیت شرکتی(GOV_i) و در فرضیه چهارم سهامداران نهادی(OWN_i) می باشد.

متغیر های کنترلی در مدل ۲ همان تعریف متغیرهای کنترلی مدل ۱ می باشند به غیر از دو متغیر زیر:

$LEVER_i$ = نسبت مجموع بدهی ها به داراییها

LIQ_i = نسبت دارایی های جاری به بدهی های جاری

www.SID.ir

Archive of SID

روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی است. از میان انواع پژوهش های توصیفی، از نوع همبستگی بوده چرا که در آن ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار می گیرد. بنابراین از روش رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه ها استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج، از آزمونهای پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون استفاده شده است. از روش مطالعات کتابخانه ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش استفاده شده است. روش جمع آوری اطلاعات واقعی متغیرها میدانی بوده و اطلاعات مربوط به سهامداران نهادی، عملکرد و دیگر متغیرهای ذکر شده با مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار، نرم افزار پارس پرتفولیو و یادداشتهای توضیحی صورتهای مالی شرکتها استخراج شد. جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات گردآوری شده از نرم افزار EXCEL و برای آزمون فرضیه ها و همچنین آزمونهای تکمیلی جهت اطمینان از مدل رگرسیونی پژوهش از نرم افزارSPSS استفاده شد.

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند که حائز کلیه شرایط زیر باشند:

- قبل از سال ۱۳۸۴ وارد بورس شده باشند.
- سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- شرکت طی سال های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۵ تغییر سال مالی نداشته باشد.
- در طی فاصله زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۵ معاملات سهام آن به استثنای دوره معمول برای برگزاری مجمع عمومی، متوقف نشده باشد.
- جزء شرکتهای سرمایه گذاری یا واسطه گری مالی نباشد.

از آنجا که در این پژوهش با استفاده از ابزار پرسشنامه، شرکتها بر اساس نوع حاکمیت شرکتی رتبه بندی شده و رتبه شرکتها در هر سال متفاوت می باشد و همچنین با توجه به محدودیت موجود در ابزار پرسشنامه، فقط یک سال مورد مطالعه قرار گرفت. بنابراین قلمرو زمانی پژوهش سال ۱۳۸۵ می باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

پس از اعمال محدودیت های فوق تعداد کل شرکتهای جامعه آماری به ۱۳۰ شرکت رسید. پس از تعیین جامعه آماری، با استفاده از فرمول زیر تعداد نمونه برآورد شد(گوری ک. باتاچاریا۱۳۷۲):

$$n = \frac{NZ^2_{\alpha/2}pq}{\varepsilon^2(N-1)+Z^2_{\alpha/2}pq}$$

مقدار Z در جدول برای ۵٪=α برابر ۱/۹۶ می باشد. از آنجا که مقدار p و q نامشخص می باشد برای آنکه تعداد نمونه به حداکثر مقدار خود برسد، آن مقادیر برابر ۰/۵ در نظر گرفته می شوند. با توجه به تعداد اعضا جامعه که ۱۳۰ شرکت می باشد و با در نظر گرفتن مقدار منطقی ε در حد ۶٪ ، می توان تعداد نمونه را محاسبه کرد. بنابراین تعداد نمونه مورد نیاز برابر ۹۰ شرکت برآورد شد. پس از تعیین تعداد نمونه، از طریق نمونه گیری تصادفی شرکتهای عضو نمونه انتخاب شدند.

در این پژوهش جهت تعیین کیفیت حاکمیت شرکتی از ابزار پرسشنامه استفاده شده است. این پرسشنامه شامل سه قسمت مجزا می باشد که حاوی بیست و پنج پرسش بلی- خیر است. سوالهای این پرسشنامه بر اساس مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتها تنظیم شده است. این آیین نامه توسط بورس اوراق بهادار تهران تدوین شده است.

در پژوهش حاضر، آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون شامل: آزمون معنادار بودن رگرسیون و آزمون معنادار بودن ضرایب انجام شده است. همچنین، آزمون پیش فرض های استفاده از مدل رگرسیون شامل: آزمون دوربین – واتسون ، آزمون هم خطی و آزمون نرمال بودن خطا ها انجام شده که در ادامه آمده است.

یافته های پژوهش

در طراحی شاخصی جامع برای اندازه گیری حاکمیت شرکتها، معیارهای متنوعی از حاکمیت شرکتی می تواند بکارگرفته شود به عنوان مثال: شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره، ساختار مالکیت و کنترل، برنامه های پاداش برای مدیران و کارمندان، ساختار سرمایه، رقابت بازار، رقابت محصولات و غیره. بنابراین بر اساس معیار های فوق الذکر شاخص های متعددی می تواند ایجاد شود که همگی بستگی به بستر اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی هر کشور دارد. به عنوان مثال شاخصی که اکثر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را

www.SID.ir

Archive of SID

تحت پوشش قرار دهد در اروپا و انگلیس توسط بائر ، گوشتر، اوتن وراجر (۲۰۰۴)، در آلمان توسط درابتز و همکاران(۲۰۰۴)، در برزیل توسط سیلوریا (۲۰۰۴)، در روسیه توسط بلک (۲۰۰۱)، درکره توسط بلک ، جانگ وکیم (۲۰۰۶) و در امریکا توسط گامپرز و همکاران (۲۰۰۳) ایجاد شده است. این شاخص ها برای اندازه گیری رتبه حاکمیت شرکت ها و تعیین ارتباط آن با عملکرد مورد استفاده قرار می گیرند. بیشتر پژوهش های انجام شده در این زمینه وجود رابطه بااهمیت و مثبتی بین رتبه حاکمیت شرکتی و عملکرد را نشان داده است.

در این پژوهش رتبه شرکتهای عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه ای جامع اندازه گیری شده است که حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت می باشد. رعایت هر کدام از معیارهای فوق توسط شرکتها یک امتیاز به رتبه حاکمیت شرکتی آن شرکت اضافه می کرد. مجموع امتیازهای کسب شده، رتبه حاکمیت شرکتی آن شرکت را مشخص می کرد. حداکثر امتیازی که یک شرکت می توانست کسب کند برابر ۲۵ می باشد. بنابراین با توجه به آنکه تعداد نمونه ۹۰ شرکت می باشد، در مجموع حداکثر امتیاز شرکتهای عضو نمونه می توانست ۲۲۵۰ باشد.کل امتیاز کسب شده توسط شرکتها برابر ۱۲۰۴ می باشد. براین اساس میانگین رتبه شرکتهای عضو نمونه در کل طبقات ۰,۵۴می باشد. از ۵۴٪ رعایت معیارهای حاکمیت شرکتی ۱۶٪ آن مربوط به رعایت معیارهای طبقه اول (طبقه ارزیابی محتوای اطلاعات(شفافیت))، ۲۸٪ آن مربوط به طبقه دوم (طبقه ساختار هیئت مدیره) و ۱۰٪ آن مربوط به طبقه سوم(طبقه ساختار مالکیت و کنترل) می باشد. در جدول ۱ امتیازات کسب شده توسط شرکتها در هر طبقه و در مجموع ارایه شده است. همانطور که تجزیه و تحلیل ها نشان می دهند شرکتهای عضو نمونه در طبقه ساختار مالکیت و کنترل در میان کل طبقات کمترین میانگین رتبه را بدست آورده اند و این حاکی از شدت ضعف شرکتهای عضو نمونه در رعایت مفاد آیین نامه حاکمیت شرکتی در خصوص ساختار مالکیت و کنترل می باشد. بالاترین رتبه در میان کل طبقات متعلق به طبقه دوم یعنی طبقه ساختار هیئت مدیره می باشد که دلیل عمده آن را می توان رعایت این موارد دانست:تفکیک نقش مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره، هیئت مدیره با ترکیب اکثریت اعضا غیرموظف و وجود یک عضو مالی

www.SID.ir

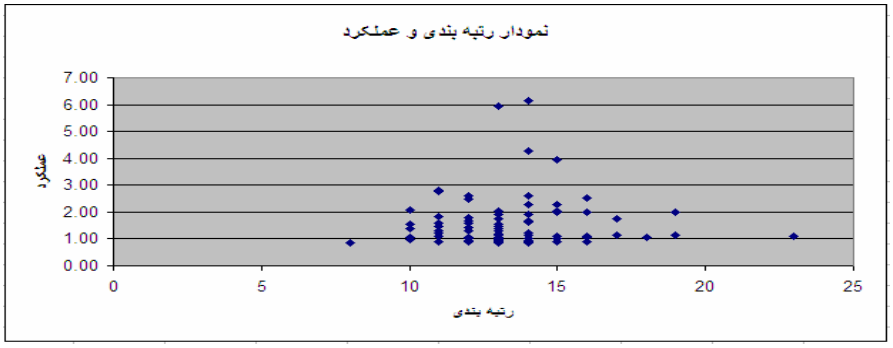
Archive of SID

در ترکیب هیئت مدیره. در طبقه ارزیابی محتوای اطلاعات حداکثر امتیاز قابل کسب معادل ۶۳۰ می باشد. از آنجا که مجموع امتیاز کسب شده شرکتها در این طبقه ۳۶۳ امتیاز بود بنابراین شرکتهای عضو نمونه ۵۸٪ از معیارهای این طبقه را رعایت کرده اند. در طبقه دوم درصد رعایت ۵۰٪ و در طبقه سوم ۵۸٪ می باشد.

جدول ۱- امتیازات کسب شده توسط شرکتها

عنوان طبقات	تعداد سوالهای	امتیاز شرکتها	میانگین رتبه درکل طبقات	میانگین رتبه هر طبقه
ارزیابی محتوای اطلاعات(شفافیت)	۶۳۰	۳۶۳	۰,۱۶	۰,۵۸
ساختار هیئت مدیره	۱۲۶۰	۶۳۳	۰,۲۸	۰,۵۰
ساختار مالکیت و کنترل	۳۶۰	۲۰۸	۰,۱	۰,۵۸
جمع	۲۲۵۰	۱۲۰۴	۰/۵۴	

در کردار۱ رتبه حاکمیت شرکتی کسب شده توسط شرکتهای عضو نمونه به همراه عملکرد ارایه شده است.



نمودار۱- رتبه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای عضو نمونه

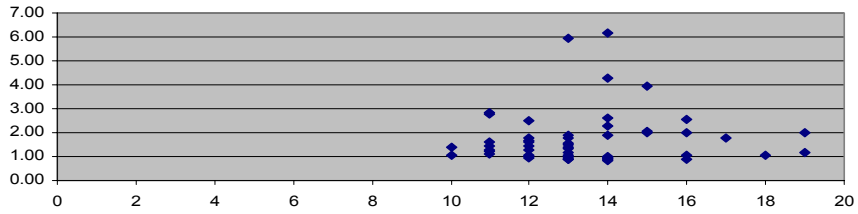
در این پژوهش شرکتهای عضو نمونه بر اساس تعریف انجام شده از سهامداران نهادی و بر اساس درصد سهامداران نهادی به ۴ چارک تقسیم شده و فقط بالاترین و پایین ترین شرکتهای عضو هر چارک مورد مطالعه قرار می گیرند. از مجموع ۹۰ شرکت نمونه، تعداد ۲۹ شرکت در چارک اول و کمترین میزان از سهامداران نهادی قرار گرفتند. بنابراین بر اساس

www.SID.ir

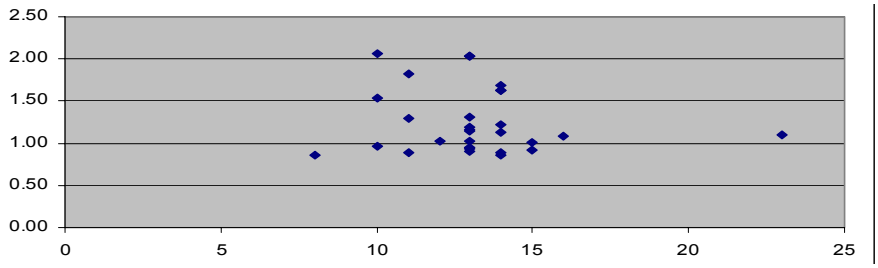
Archive of SID

تعریف انجام شده، این دسته از شرکتها به عنوان شرکتهایی در نظر گرفته می شوند که فاقد سهامداران نهادی می باشند. تعداد ۵۲ شرکت در چارک چهارم و دارای بیشترین میزان سهامداران نهادی قرار گرفتند و به عنوان شرکتهایی در نظر گرفته می شوند که دارای مالکیت نهادی هستند. تعداد ۹ شرکت نیز در دو چارک میانی قرار گرفتند.

کردارهای مربوط به رتبه بندی و عملکرد در شرکتهای دارای سهامداران نهادی و شرکتهای فاقد سهامداران نهادی به ترتیب در کردارهای ۲ و ۳ ارایه شده است.



نمودار ۲- رتبه بندی و عملکرد در شرکتهای دارای سهامداران نهادی



نمودار ۳- رتبه بندی و عملکرد در شرکتهای فاقد سهامداران نهادی

آزمون های معنادار بودن در الگوی رگرسیون

برای مشخص شدن معناداری الگوی رگرسیون لازم است آزمون معنادار بودن رگرسیون و آزمون معنادار بودن ضرایب انجام شود، نتایج این آزمون ها در ادامه آمده است. .

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون معنادار بودن رگرسیون

برای آنکه مشخص شود مدل رگرسیونی مورد استفاده، معنادار می باشد از این آزمون استفاده می شود. آماره این آزمون آماره فیشر(F) می باشد. این آماره نباید از آماره فیشر محاسبه شده از طریق جدول کمتر باشد تا بتوان معنادار بودن مدل رگرسیونی را تایید کرد. برای چنین نتیجه گیری می توان از آماره sig استفاده کرد. این آماره باید از سطح خطای (α=٪۵) در نظر گرفته شده برای مدل کمتر باشد.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیون برای فرضیه های ۱ و ۲

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regress	86/060	6	14/343	3/292	0/006(a
	Residua	322/40	74	4/357		
	Total	408/469	80			

جدول ۵ - نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیون برای فرضیه های ۳ و ۴

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	20/102	6	3/350	4/539	۰/001(a)
	Residual	54/627	74	۰/738		
	Total	74/730	80			

از جدول های ۴ و۵ می توان نتیجه گیری کرد با توجه به آنکه مقدار sig برای فرضیه های ۱ و۲ برابر ۰،۰۰۶ و برای فرضیه های ۳ و ۴ برابر۰/۰۰۱ بوده و کمتر از ٪۵ می باشد، پس معنادار بودن مدل رگرسیونی برای فرضیه های۱ و۲ و نیز فرضیه های ۳ و ۴ قابل تایید است.

www.SID.ir

Archive of SID

آزمون معنادار بودن ضرایب

این آزمون معنادار بودن ضرایب را تعیین می کند و این موضوع همان چیزی است که پژوهشگر بدنبال آن می باشد. در واقع این آزمون علاوه بر تعیین معناداری ضرایب، جهت اثر آن ضرایب بر متغیر وابسته را نیز تعیین می کند. آماره مربوطه برای تعیین معناداری ضرایب، آماره t می باشد که بجای آن می توان از ستون sig استفاده کرد. پس از تایید معناداری ضرایب، از ضرایب محاسبه شده در ستون Beta، هم جهت وهم میزان اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته تعیین می شود.

جدول ۶ – نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب برای فرضیه های ۱و۲

Coefficients[a]

Mode		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constan	3.261	2.520		1.294	.200		
	Sals.gr	-.388	.757	-.059	-.513	.610	.810	1.235
	LnSales	.771	.186	.455	4.156	.000	.891	1.122
	Tang	-.505	.657	-.085	-.769	.444	.874	1.144
	Own	.274	.513	.058	.534	.595	.890	1.124
	Perf	.339	.340	.145	.999	.321	.505	1.979
	Dvid	.000	.000	-.082	-.543	.589	.470	2.130

a. Dependent Variable: Gov

از ستون sig جدول ۶ کاملا مشخص است که مقدار آماره sig برای متغیر سهامداران نهادی (OWN_i) برابر ۰٫۵۹۵ و برای متغیر عملکرد ($PERF_i$) معادل ۰٫۳۲۱ می باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۵٪ می باشد، بنابراین این دو متغیر بی معنا بوده و فرضیه های ۱ و ۲ پژوهش مورد تایید قرار نمی گیرند. متغیرهای با بیشترین اثرگذاری بر شاخص حاکمیت شرکتی شرکتها به ترتیب عبارتند از: لگاریتم طبیعی فروش، ترکیب دارایی های شرکت، سود تقسیمی شرکت و رشد فروش شرکت.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۷ - :نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب برای فرضیه های۳ و۴

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constan	-.405	1.231		-.329	.743		
	Gov	.029	.048	.069	.611	.543	.785	1.274
	Own	.472	.205	.236	2.308	.238	.948	1.055
	Lever	.863	.210	.495	4.112	.000	.681	1.467
	LnSALES	.001	.087	.001	.011	.991	.683	1.464
	LIQ	.522	.199	.320	2.621	.011	.663	1.509
	Tang	.107	.285	.042	.376	.708	.786	1.272

a. Dependent Variable: Perf

از ستون sig جدول ۷ کاملا مشخص است که مقدار آماره sig برای متغیر شاخص حاکمیت شرکتی(GOV_i) برابر ۰,۵۴۳ و برای متغیر سهامداران نهادی(OWN_i) معادل ۰/۲۳۸ می باشد و با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۵٪ می باشد، بنابراین این دو متغیر نیز بی معنا بوده و فرضیه های ۳ و ۴ پژوهش نیز مورد تایید قرار نمی گیرند.

آزمون پیش فرض های استفاده از مدل رگرسیون

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش فرض های استفاده از آن مورد آزمون قرار گیرد . بدین منظور، آزمون های دوربین- واتسون ، هم خطی، بررسی نرمال بودن خطا ها و نرمال بودن کلوگروف – اسمیرنف انجام شده که در ادامه آمده است.

آزمون دوربین- واتسون

یکی از مفروضه هایی که در رگرسیون مدنظر قرار می گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده توسط مدل رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. برای رسیدن به این مهم از آزمون دوربین- واتسون

www.SID.ir

Archive of SID

می توان استفاده کرد. آماره این آزمون در جدول های ۲ و۳ محاسبه شده و مقدار آن برای فرضیه های ۱ و۲ برابر ۱,۷۳۱و برای فرضیه های ۳ و ۴ معادل ۱,۷۵۳می باشد. از آنجا که این آماره ها در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می گیرند، می توان نتیجه گیری کرد که خطاها از یکدیگر مستقل بوده و می توان از مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه ها استفاده کرد.

آزمون هم خطی

هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل دارای اعتبار بالایی نباشد. به عبارت دیگر با وجود آنکه مدل خوب به نظر می رسد ولی دارای متغیرهای مستقل معنی داری نمی باشد و این متغیرها بر یکدیگر تاثیر می گذارند. نتایج این آزمون ۴ خروجی می باشد. در دو خروجی اول تولرانس (Tolerance) و عامل تورم واریانس (VIF) ارایه می شود. هر چقدر تولرانس کمتر (نزدیک به صفر) باشد، اطلاعات مربوط به متغیرها کم بوده و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون ایجاد می شود. عامل تورم واریانس نیز معکوس تولرانس بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می شود واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش بینی نامناسب سازد.

دو خروجی دیگر مقدار ویژه (Eigen value) و شاخص وضعیت (Condition Index) را نشان می دهد. مقادیر ویژه نزدیک به صفر نشان می دهد همبستگی داخلی پیش بینی ها زیاد است وتغییرات کوچک در مقادیر داده ها به تغییرات بزرگ در برآورد ضرایب معادله رگرسیون منجر می شود. شاخص های وضعیت با مقدار بیشتر از ۱۵ نشان دهنده احتمال هم خطی بین متغیرهای مستقل می باشد و مقدار بیشتر از ۳۰ بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون در وضعیت موجود آن است. در جدول ۸ نتایج حاصل از این آزمون خلاصه شده است. با بررسی نتایج حاصل از آزمون هم خطی می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرهای مستقل این رگرسیون، هم خطی وجود نداشته ونتایج حاصل از مدل رگرسیون قابل اتکا می باشد.

www.SID.ir

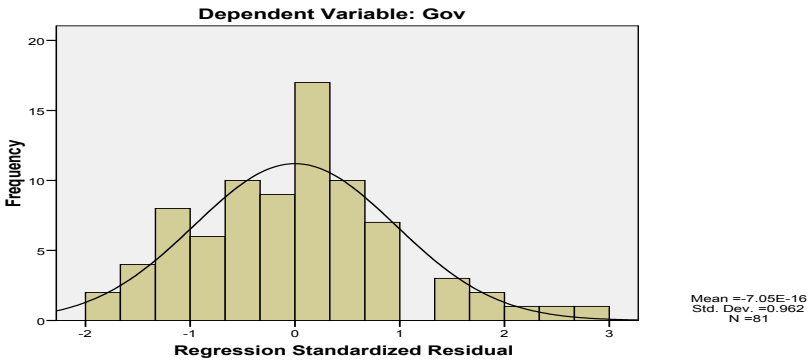
Archive of SID

جدول ۸ - نتایج آزمون هم خطی

		Tolerance	VIF	Eigenvalue	Condition I.
مدل۱	سهامداران نهادی	۰,۸۹۰	۱,۱۲۴	۰۲۵۱	۴۰۴۵۴
	عملکرد	۰,۵۰۵	۱۰۹۷۹	۰,۱۰۶	۶,۸۴۴
مدل۲	شاخص حاکمیت شرکتی	۰,۷۸۵	۱,۲۷۴	۰,۵۰۸	۳,۳۳۵
	سهامداران نهادی	۰,۹۴۸	۱,۰۵۵	۰,۴۳۴	۳,۶۰۹

بررسی نرمال بودن خطاها

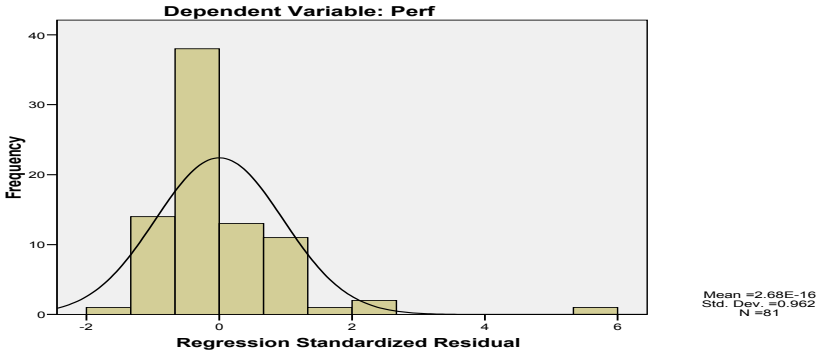
هنگام استفاده از رگرسیون یکی از پیش فرضهایی که باید آزمون شود، این است که خطاها دارای توزیع نرمال با میانگین صفر باشند. بدیهی است در صورت عدم تحقق پیش فرض فوق نمی توان از رگرسیون استفاده کرد.این آزمون در کردار ۴ برای مدل رگرسیونی ۱ و در کردار ۵ برای مدل رگرسیونی ۲ ارایه شده است. از این کردارها می توان متوجه شد که خطاها برای دو مدل ۱ و ۲ دارای توزیع نرمال می باشند، چراکه میانگین آنها عددی بسیار کوچک و نزدیک به صفر بوده و انحراف معیار در هر دو کردار نیز نزدیک به یک و برابر (۰,۹۶۲) می باشد.



نمودار ۴ – نتایج آزمون نرمال بودن خطاها برای فرضیه های ۱ و ۲

www.SID.ir

Archive of SID



نمودار ۵– نتایج آزمون معناداربودن خطاها برای فرضیه های ۳ و ۴

آزمون نرمال بودن کلموگروف– اسمیرنوف

از جمله پیش شرط های بکارگیری آزمون رگرسیون برای یکسری از متغیرها آن است که جمله های خطا دارای توزیع نرمال باشند. برای آزمون نرمال بودن آنها از آزمون کلموگروف– اسمیرنوف استفاده می شود که یک نوع آزمون ناپارامتریک می باشد. محاسبه آماره این آزمون توسط نرم افزار spss امکان پذیر می باشد. در صورتی که مقدار آماره ارایه شده توسط این آزمون بیشتر از ۵٪ باشد، فرض صفر آماری مبنی بر نرمال بودن توزیع متغیر مورد بررسی با اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شود.

جدول ۱۰– آزمون K-S برای فرضیه های ۱ و۲

Kolmogorov – smirnov z	**0/777**
Asymp.sig. (2-tailed)	**0/582**

جدول ۱۱– آزمون K-S برای فرضیه های ۳ و۴

Kolmogorov – smirnov z	**0/450**
Asymp.sig. (2-tailed)	**0/299**

www.SID.ir

Archive of SID

مقدار آماره K-S از جدول ۱۰ برای مدل رگرسیونی ۱ برابر۰/۵۸۲ بوده و برای مدل رگرسیونی ۲ طبق جدول ۱۱ برابر ۰/۲۹۹ می باشد. از آنجا که مقدار این آماره ها بیش از ۵٪ می باشد بنابراین متغیر جمله های خطا دارای توزیع نرمال بوده و از مدل های رگرسیونی ۱ و ۲ می توان استفاده کرد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه های

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی ذکر شده استفاده شده است. نتایج حاصل برای فرضیه های پژوهش به تفکیک بدین ترتیب است:

- **نتایج حاصل از آزمون فرضیه های اول و دوم**

همان طوری که از نظر گذشت، فرضیه های ۱و ۲ به شرح زیر بوده است:

فرضیه ۱:بین عملکرد شرکت و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲:بین حضور سهامداران نهادی و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

ضرایب همبستکی مدل و ضرایب تعیین تعدیل شده برای فرضیه های اول و دوم به ترتیب برابر ۴۵/۹٪ و ۱۴/۷٪ بوده که در پژوهش های علوم انسانی ضرایب مناسبی است. یافته های پژوهش نشان می دهد که عملکرد شرکت و حضور سهامداران نهادی با شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معناداری ندارند. بنابراین، فرضیه های اول و دوم تایید نمی شوند.

- **نتایج حاصل از آزمون فرضیه های سوم و چهارم**

فرضیه های ۳و ۴ بشرح زیر بوده است:

فرضیه ۳:بین شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴:بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

ضرایب همبستکی مدل و ضرایب تعیین تعدیل شده برای فرضیه های سوم و چهارم به ترتیب برابر ۵۱/۹٪ و ۲۱٪ بوده که در پژوهش های علوم انسانی ضرایب مناسبی است. یافته های پژوهش نشان می دهد که شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، همچنین، حضور سهامداران نهادی و عملکرد شرکت رابطه معناداری ندارند. بنابراین، فرضیه های سوم و چهارم نیز تایید نمی شوند.

www.SID.ir

Archive of SID

نتیجه گیری

در این پژوهش رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها با استفاده از شاخص جامع حاکمیت مورد بررسی قرار گرفت. بر اساس ادبیات موضوع، انتظار می رفت رابطه مثبت وقوی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت حاصل شود. اما با توجه به آزمونهای انجام شده رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد. نتایج آزمونهای انجام شده حاکی از آنست که کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد به طور مستقیم برهم اثرگذار نیستند. همچنین اثر گذاری این متغیرها بریکدیگر از طریق دخالت متغیر سوم(سهامداران نهادی) نیزمورد تایید قرار نگرفت.

در کشورهای دیگر نیز نتایج متضادی حاصل شده است. این نتیجه با نتایج پژوهشهای هولدرنس و شیهان(۱۹۸۸)، مورالی و ولچ (۱۹۸۹)، دنیس ودنیس (۱۹۹۴)و پارینو، سیاس و استارکز(۲۰۰۳) سازگار می باشد. بطور کلی هنوز شواهد محکمی در خصوص اثربخشی معیارهای حاکمیت شرکتی بدست نیامده است. با توجه به اینکه این موضوع جدید است و از عمر آن بیش از دو دهه نمی گذرد، پژوهش در این خصوص بسیار کم می باشد و نتایج پژوهشهای انجام شده با یکدیگر همخوانی نداشته و در کشورهای مختلف متفاوت می باشد. کمیته کادبری از پیشگامان استاندارد گذاری در زمینه حاکمیت شرکتی، بیان می دارد که *"هنوز شواهد محکمی در خصوص مفید بودن این معیارها بدست نیامده ولی ما اطمینان داریم که این معیارها اثربخش می باشند"*.

پیشنهادهایی به استفاده کنندگان از نتایج پژوهش

با توجه به یافته پژوهش و مبانی نظری مورد مطالعه و با عنایت به اهداف حاکمیت شرکتی شامل شفافیت و پاسخگویی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت، پیشنهاد های زیر قابل ارائه است:

۱. توجه و تاکید مسئولان بازار سرمایه به شفافیت شرکتی و ایفای وظیفه پاسخگویی مدیران شرکت ها و ارائه چک لیست مناسب برای ارزیابی میزان شفافیت و پاسخگویی شرکت ها.

۲. با توجه به اهمیت نقش مدیران غیرموظف در تقویت اثربخشی عملکرد هیئت مدیره، لازم است با ارایه راهکارهایی عملکرد مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره را

www.SID.ir

Archive of SID

تقویت کرد. به عنوان مثال عضویت طولانی مدت مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره ممکن است استقلال آن‌ها را خدشه دار کند و اثربخشی آن‌ها را کاهش دهد.

۳. در بررسی ترکیب اعضای هیئت مدیره فقط به حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره توجه می شود. مدیر غیرموظفی که تجربه و یا دانش لازم جهت تصمیم گیریهای استراتژیک شرکت را نداشته باشد، نه تنها معیار کنترلی نیست بلکه باعث اثربخشی هیئت مدیره نیز نخواهد شد و درنتیجه عملکرد شرکت نیز بهبود نخواهد یافت. بنابراین پیشنهاد می شود در مکانیزمهای مشخص شده در آیین نامه نظام راهبری شرکتها به خصوصیات مدیران غیرموظف نیز توجه شود.

۴. از مهمترین مکانیزمهای حاکمیت شرکتی می توان به حضور سهامداران نهادی به عنوان یک مکانیزم خارجی اشاره کرد. این معیار نه تنها بطور مستقیم بر عملکرد شرکتها اثر می گذارد بلکه بطور غیر مستقیم و از طریق تاثیر بر بکارگیری دیگر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی نیز می تواند عملکرد شرکتها را بهبود بخشد. از دلایل عدم انگیزه برای سهامداران نهادی و یا عدم موثر بودن دخالتهای آنها در کنترل شرکتها می توان به موارد زیر اشاره کرد:

- مداخله در امور داخلی شرکتها امری زمان بر ودارای هزینه است، مخصوصا برای سازمانهایی که پرتفوی های متنوع دارند.
- مداخله در امور شرکتها دارای دو نوع منافع است، منافع عمومی کنترل و منافع خصوصی کنترل. سهامداران نهادی هزینه های مداخله در امور شرکتها را می پردازند ولی بر اثر مشکل سواری مجانی، تمامی سهامداران از این موضوع منتفع می شوند که ممکن است باعث کاهش انگیزه سهامداران نهادی شود. منافع خصوصی کنترل فقط به سهامداران نهادی خواهد رسید. به عنوان مثال ممکن است سهامداران نهادی از قدرت خود سوءاستفاده کنند و از منابع شرکت به نفع خود و به ضرر دیگر سهامداران استفاده کنند.

۵. جهت افزایش استقلال حسابرسان مستقل و اثربخشی حسابرسی داخلی از کمیته حسابرسی استفاده می شود. ترکیب این کمیته متشکل از اکثریت اعضای غیرموظف می باشد. بنابراین در کشورهای دیگر با استفاده از این کمیته نقش نظارتی هیئت مدیره پررنگ تر شده است در حالیکه در ایران اکثر شرکتها فاقد کمیته حسابرسی می باشند.

۶. کاهش مشکلات کنندگی در شرکتها، حداکثرسازی منافع سهامداران، توجه به منافع ذینفعان، افزایش کارایی و اثربخشی و مصرف منابع به بهینه ترین شکل ممکن، از اهداف اساسی اقتصاد هر کشوری است. امروزه در اکثر کشورها بوسیله بهبود حاکمیت

www.SID.ir

Archive of SID

شرکتها به دنبال رسیدن به این مهم می باشند. بنابراین پیشنهاد می شود برای رسیدن به اهداف فوق و بهبود عملکرد شرکتها زمینه های ایجاد حاکمیت مناسب در شرکتها با تشویق و حتی الزامی کردن کاربرد مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بوسیله بورس اوراق بهادار تهران فراهم شود. از دلایل عدم بکارگیری معیارهای حاکمیت شرکتی و یا کارا نبودن معیارهای بکارگرفته شده می توان به موارد زیر اشاره کرد

پیشنهادهایی برای پژوهشهای آتی

با توجه به نتایج پژوهش برای اطمینان بیشتر به موضوع پژوهش می توان پیشنهادهایی را برای پژوهش های آتی مطرح کرد .همچنین، پس از انجام این پژوهش پرسش های متعددی در باره موضوع حاکمیت شرکتی به ذهن متبادر می شود . این پرسش ها می تواند به شکل پرسش و یا فرضیه زمینه پژوهش های آینده قرار گیرد که برخی از آن ها بشرح زیر است:

۱. بررسی اثر حاکمیت شرکتی با استفاده از شاخص جامع حاکمیت برکیفیت سود.
۲. بررسی اثر حاکمیت شرکتی با استفاده از شاخص جامع حاکمیت بر مدیریت سود.
۳. بررسی اثر حاکمیت شرکتی با استفاده از شاخص جامع حاکمیت بر کیفیت گزارشگری مالی.
۴. تاثیر ساختار مالکیت بر حاکمیت شرکتی.
۵. سنجش میزان دانش و آگاهی فعالان بازار از مفاهیم و الزامات حاکمیت شرکتی.

منابع فارسی

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

حساس یگانه، یحیی.(۱۳۸۴)."*فلسفه حسابرسی*" انتشارات علمی و فرهنگی، تهران.

حساس یگانه، یحیی وباغومیان، رافیک.(۱۳۸۴)."*حاکمیت شرکتی وکیفیت گزارشگری مالی*"فصلنامه حسابدار رسمی دی ماه.

حسینی، سید مجتبی.(۱۳۸۶)."*بررسی اثر میزان سهامداری نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*" رساله جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

www.SID.ir

Archive of SID

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

قنبری، فرحناز.(۱۳۸۶)."*بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*"رساله جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا، ۱۳۸۶

مکرمی، یداله.(۱۳۸۵)."*اصول نظام راهبری بنگاه*" فصلنامه حسابرس، شماره ۳۲، بهار ۸۵

یزدانیان، نرگس.(۱۳۸۵)."*نقش حاکمیت شرکتی در کاهش مدیریت سود*"رساله جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی تهران.

منابع لاتین

Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, 2004. Empirical evidence On corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management* 5, 91–104.

Berle, A. and Means.(1932)., G, *The modern corporation and private property*, Macmillan: New York.

Black, B., (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *EmergingMarkets Review* 2, 89–108.

Black, B., Jang, H., Kim, W., (2006). Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from Korea.

Brown, R. and L. Caylor (2004) *Corporate Governance and Firm Performance*, Working Paper, Georgia State University.

Chi, j. (2005)., understanding the endogeneity between firm value And shareholder rights, *Financial Management, Financial Management Assosiation*, Winter 2005 pp.65-76.

De Miguel, A., J. Pindado and C. de la Torre. (2005). How do Entrenchment and Expropriation Phenomena Affect Control Mechanisms?, *Corporate Governance: An International Review,* (13) 4 pp.505-516

Demsetz, H. and K. Lehn (1985) The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences, *Jornal of Political Economy,* (93) 6 pp. 1155-1177

www.SID.ir

Archive of SID

Denis, D.J. and Denis, D.K., Majority owner-managers And organizational efficiency, *Journal of Corporate Finance*, Vol.1 1994: p.91-118

Ditmar,A.,Mahrt-Smith,j.(2006). corporate governance and the value of Cash holdings .*journal of financial economics* .

Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management* 10, 267–293.

Gompers, P., Ishii, J.,Metrick,A., (2003). Corporate governance and equity prices.*Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.

Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach (1991) The effects of board Composition and direct incentives on firm performance, *Financial Management*, (21)4pp.101-112.

Himmelberg, C., G. Hubbard, and D. Palia .(1999). Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance, *Jornal of Financial Economics,* (53) pp.353-384.

Holderness, C.G. and Sheehan, D.P. (1988). The role of majority shareholder in publicly held corporations: an exploratory analysis, *Journal of financial Economics*, Vol.20,: p.317-346.

Jae-Seung B., Jun-koo K. and Kyung-Suh P. (2004). corporate governance and firm value: evidence from Korean financial crisis, *Journal of Financial Economics*, Vol.71,: p.265-313.

Jensen, M.C. and Meckling, W. (1976). The theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol.3,: p.305-60

Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M.(2005). *corporate governance*, John Wiley & Sons Inc**.**

Marck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988) Management ownership and market valuation: an empirical analysis, *Journal of Financial Economics*, (20)pp.293-315.

www.SID.ir

Archive of SID

Muraly, R. and Welch, J.B.(1989). Agents, owners, control and performance, *Journal of Business Finance and Accounting*, summer,: p.385-398.

Parrino, R., Sias, R., Starks, L., Voting with their feet: institutional ownership changes around forced CEO turnover, *Journal of Financial Economics*, Vol.68, 2003: p.3-46

Silveria, A. (2004) *Governanca Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relacao com o Desempenho das Empresas no Brasil,* Doctoral Dissertation, Universidade de Sao Paulo, Brasil.

www.SID.ir