

فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی - سال ۱۳ - شماره ۵۰ - تابستان ۱۳۹۵
صفحات ۱ تا ۲۴

تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی ثقفی*

عبدالحسین طالبی نجف آبادی**

چکیده

اشاعه سازوکارهای حاکمیت شرکتی به ثبات بازارهای مالی، تشویق سرمایه گذاران و رشد اقتصادی منجر و به شرکت ها در اجرای صحیح آنها در عرصه رقابت کمک می کند. اجرای صحیح این سازوکارها انگیزه های لازم را برای مدیران شرکت ها در دستیابی به اهداف تعیین شده، ارزش مناسب شرکت و نحوه نظارت مؤثر سهامداران فراهم می کند و این امر منجر به ایجاد اطمینان در سرمایه گذاران می شود که به نوبه خود موفقیت عرضه اولیه سهام در شرکت ها به ویژه شرکت های دولتی را در پی خواهد داشت. در این تحقیق اثر سازوکارهای یاد شده بر ارزش شرکت به عنوان بعدی از عملکرد در ۱۲۴ شرکت دولتی و غیر دولتی عرضه اولیه شده در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که برخلاف نظریه های مطرح شده، اصول حاکمیت شرکتی شامل وجود کمیته حسابرسی، تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با ارزش شرکتی که عرضه اولیه شده رابطه معناداری ندارد. به نظر می رسد رقابت در محیط بورس و اوراق بهادار تهران، به اندازه کافی نیست و ساختار کمیته های حسابرسی عمدتاً مشکل داشته و زیر نظر همان اداره کنندگان شرکت است و اختیارات منظور در منشور کمیته های حسابرسی عملاً غیر قابل اجرا است.

واژگان کلیدی: عرضه اولیه، ارزش شرکت، اندازه هیئت مدیره، وجود کمیته حسابرسی، تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیر عامل.

* استاد گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه اصفهان (نویسنده مسنول) hossein.talebe@gmail.com

مقدمه

چارچوب حاکمیت شرکتی در شرکتهای دولتی واگذار شده و سایر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، باید در خصوص هدایت شرکتی با نگرشی بلند مدت، نظارت اثربخش مدیریت توسط هیئت مدیره و پاسخگویی هیئت مدیره در قبال شرکت و سهامداران، اطمینان دهد (دوانی، ۱۳۸۷، ص ۲۰۳). زیرا این امر شرط لازم برای دستیابی به عملکرد مناسب، کنترل و نظارت صحیح بوده و از جمله راه کارهای اصلی تجهیز، تخصیص بهینه و نظارت اصولی بر شرکتها محسوب می شود.

تحولات ایجاد شده در چند دهه اخیر در محیط کسب و کار بنگاه های تجاری و بازارهای مالی که حاصل عوامل گوناگونی بوده، منجر به مطرح شدن حاکمیت شرکتی شده که پژوهشگران و صاحب نظران بسیاری از رشته های مختلف از دیدگاه خود آن را بررسی و تفسیر کرده اند. به طور کلی حاکمیت شرکتی را می توان شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی دانست که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین می کند.

در واکنش به عدم اطمینان های موجود و یا احتمالی در بین ذی نفعان شرکتها به خصوص در شرکتهای دولتی واگذار شده که هنوز بخش عمده ای از سهام آنها در تملک دولت است و به منظور بررسی ادعاهای منتقدان، با عنایت به اهمیت مطالعه در زمینه مذکور، در پژوهش حاضر به بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر روی این دسته ویژه از شرکتها که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران سهام آنها عرضه شده و شدیداً مورد توجه سرمایه گذاران بوده پرداخته می شود.

با عنایت به اهمیت مطالعه در زمینه عوامل اثرگذار بر عملکرد شرکت های عرضه اولیه که در پژوهش های قبلی به آن پرداخته نشده است، انجام پژوهش های بیشتر و مطالعات جامع تر در این زمینه، سودمند به نظر می رسد. پژوهش حاضر نیز در پی دستیابی به چنین هدفی است.

بیان مسئله و پرسش پژوهش

اصول راهبری شرکتی موجب ارتباط بین مدیریت، هیئت مدیره شرکت و سهامداران شده و همچنین منجر به سازوکارهایی می شود که اهداف شرکتی و نحوه دستیابی به آنها را مشخص می کند (حساس یگانه، ۱۳۸۴). نقش این اصول با رسوایی های یکی دو دهه اخیر و همچنین عدم اطمینان های بوجود آمده در رابطه با خصوصی سازی شرکتهای دولتی

پررنگتر و نیاز برای بهبود شیوه های عملی حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری را آشکارتر نموده است.

از طرفی رشد و توسعه اقتصادی یک کشور مستلزم تجهیز منابع سرمایه ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت های مولد اقتصادی است و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به ویژه گسترش بازار سرمایه و در رأس آن بورس اوراق بهادار می باشد. دستیابی به این مهم نیز جز با بسترسازی های مناسب از جمله نظارت صحیح و ایجاد اعتماد جهت ترغیب سرمایه گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی گردد. در این راستا، سرمایه گذاران و در کل همه ذی نفعان شرکت ها نیاز به ایجاد و حفظ اعتماد دارند که بر پایه آن قادر به ارزیابی تصمیم گیری های خود در مورد خرید، نگهداری و فروش باشند (کمیته فنی سازمان حسابرسی، ۱۳۸۳، مفاهیم نظری گزارشگری مالی، بند ۵۱، جزء الف).

در زمینه حاکمیت شرکتی از دیدگاه های مختلف تعاریف متعددی بیان شده که در مجموع همه این تعاریف هدف نهایی حاکمیت شرکتی را دستیابی به پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی نفعان می دانند، که در صورت وجود پاسخگویی دو هدف دیگر نیز حاصل می شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). تعریف جامعی که از آن در ایران بیان شده عبارت است از: قوانین، مقررات، ساختارها، فرآیندها، فرهنگ ها و نظامهایی است که موجب دستیابی به هدف های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی نفعان می شود (یگانه، ۱۳۸۵).

با توجه به گستردگی سطح تعاریف حاکمیت شرکتی می توان آنها را در یک طبقه بندی کلی به دو سطح تعاریف با دیدگاه های محدود و گسترده تقسیم نمود. در دیدگاه محدود راهبری شرکتها به رابطه شرکت و سهامداران و در دیدگاه گسترده راهبری شرکت را می توان به صورت شبکه ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهام داران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه وجود دارد که دیدگاه محدود در قالب تئوری نمایندگی و دیدگاه گسترده در قالب تئوری ذی نفعان بیان می شوند.

تئوری های نمایندگی و ذی نفعان

تئوری نمایندگی و تحقیقاتی که متعاقب آن در اقتصاد انجام شده بر ساختار مالکیت تأکید دارند (اشلیفر و ویشنی ۱۹۹۷). نظریه پردازان اقتصاد و مالیه نوین با در نظر گرفتن این فرض که واحدهای تجاری در نهایت از آن مصرف کنندگان می باشند، هدف طبیعی یک واحد تجاری را حداکثر کردن سود می دانند. در این خصوص تئوری نمایندگی مدعی است وزنی که مدیران به سودآوری می دهند، تابع میزان سهمی است که مدیران در واحد تجاری دارند تحقیقات بعدی نشان داد که در عمل توزیع مالکیت بین تعداد زیادی از افراد، همراه با حمایت های قانونی و نظارت اعتبار دهندگان می توانند نیروی محرکه واحد تجاری برای حداکثر کردن سود باشند (اشلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷). حقوق مالکانه بر نقش هویت و شخصیت مالکان در تعیین ارزش های واحد تجاری تأکید دارد. تئوری ذینفعان بر این نکته که هدف و ماموریت واحد تجاری خلق ارزش برای تمامی ذی نفعان اولیه اش است، تأکید می کند. تحقیقات انجام شده در قلمرو این تئوری، رویکرد هنجاری یا رویکرد توصیفی داشته اند. تحقیقات هنجاری بر پایه اخلاق به استدلال پرداخته و از ارزشهای ذی نفعان دفاع می کنند یا سودآوری را به عنوان عامل توجیح ذی نفعان تعریف می کنند. تحقیقات توصیفی به بررسی این می پردازند که ارزشهای شرکت تا چه اندازه از ماهیت ذی نفعان و نفوذ نسبی آنان تأثیر پذیرند.

بررسی ادبیات تجربی، رشد مطالعاتی که به بررسی تأثیر یک یا چند سازوکار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها می پردازد را نشان می دهد، اما تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتها پس از انتشار اولیه، زمینه ای مبهم و گمنام است. از این رو، عرضه اولیه زمینه مناسبی برای مطالعات حاکمیت شرکتی فراهم می کند (گرانلو، ۲۰۰۹).

عرضه عمومی اولیه

نکته حائز اهمیت تفاوت مفهوم عرضه اولیه در ایران با سایر کشورها است به نحوی که در کشورهای دیگر، منظور از عرضه اولیه اوراق بهادار، سهام جدیدی است که در بازار اولیه عرضه می شود، اما در ایران، با توجه به اصلاحیه قانون تجارت مصوب اسفند ۱۳۴۷، بازار اولیه سهام با اجازه صدور اعلامیه پذیره نویسی به شرکت سهامی عام ایجاد گردید؛ از این رو، سهام جدید فقط به سهامی اطلاق می گردد که برای اولین بار به بازار عرضه

می‌شود و پیش از این، سهام این شرکتها در بورس اوراق بهادار تهران وجود نداشته است (عبده تبریزی، دموری، ۱۳۸۲).

در ایران در اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، موضوع خصوصی سازی و واگذاری شرکتها تحت مالکیت دولت به بخش خصوصی یکی از مسائل روز و با اهمیت اقتصاد می باشد.

مباحث حائز اهمیتی در این زمینه باعث آزردهی خاطر سرمایه گذاران، کارگزاران، مسئولان بورس، مسئولان شرکتها و قانونگذاران شده، که از جمله آنها را می‌توان حاشیه‌های مطرح در زمینه برخی عرضه اولیه ها دانست به خصوص این که قبل از عرضه اولیه یک هلدینگ وزارت نفت به تهیه خوراک لازم برای این مجموعه شک داشته و از طرفی پس از رفع نقص ها، اسم آن ساعت ۹ شب در بورس درج شده که ابهاماتی را ایجاد نموده، در مورد عرضه اولیه دیگری، اعتراض ها این بود که چرا پذیره نویسی توسط بورس انجام نشده و توسط بانک ملی صورت پذیرفته که شایعاتی مانند رزرو شدن فیش ها در پی داشت، در عرضه اولیه دیگری چهار نوع ریسک عمده وجود داشته که عبارتند از تجاری، فناوری، تغییر در مقررات و وجود حقوق عمومی در صورت های مالی که هر کدام می‌تواند در سودآوری آینده آن تأثیرگذار باشد.

موارد بیان شده تنها بخشی از مواردی بوده که باعث ایجاد ابهاماتی در گروه های ذکر شده در رابطه با شرکت ها در زمان عرضه اولیه و بعد از آن در نحوه اداره شرکتها شده است. بنابراین در این تحقیق سعی بر آن است تا در مورد رفع این تردیدها و ایجاد بستر مناسب جهت حضور پررنگتر سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار و در نهایت توسعه اقتصادی کشور راه کارهایی ارائه نمایم.

با توجه به موارد مذکور و این موضوع که تاکنون در ایران پژوهشی در حوزه مزبور صورت نگرفته، تصمیم پژوهشگران در این تحقیق بر انجام پایه ای ترین کار ممکن بوده است. این در حالی است که مطالعه مبانی نظری مربوط، پژوه های انجام شده و بررسی روند انجام آنها نشان می دهد که انجام چنین کاری، مستلزم طراحی تحقیق در قالبی است که به این سؤال پاسخ داده شود: آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش آن دسته از شرکت‌هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران عرضه می‌شود، تأثیر دارد؟

عقیده بر آن است که سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان یک نهاد دولتی با ملزم کردن شرکتهای پذیرفته شده به ایجاد این اصول و نظارت بر حسن انجام آن، گامی اساسی در تحقق عملکرد مناسب شرکت ها و ایجاد اطمینان در سرمایه گذاران برداشته و در آینده نیز بر خواهد داشت.

اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

اهمیت این موضوع در ایران زمانی افزایش می یابد که توجه داشته باشیم در سند چشم-انداز بیست ساله توسعه کشور، قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی و ابلاغیه سیاستهای کلی اصل چهارم و چهار قانون اساسی، که از آن به عنوان یک انقلاب اقتصادی و الگویی برای توسعه اقتصادی یاد می شود (مقام معظم رهبری، ۱۱ آذر ۱۳۸۲)، (مقام معظم رهبری، ۱۱ تیر ۱۳۸۵)، عنایت ویژه ای به رشد و توسعه اقتصادی کشور، گسترش و تعمیق کارآمد بازار سرمایه (به ویژه تقویت جایگاه بورس به عنوان یک نهاد ناظر بر بازار که خود نیز باید به وزارت اقتصاد و دارایی پاسخگو باشد) شده است از سوی دیگر، فقدان آثار جامع ایرانی در حوزه موضوع تحقیق حاضر نیز ایجاب می نماید تا به منظور آشناسازی بیشتر اهالی این حوزه و غنی سازی ادبیات مربوط، پژوهشی ایرانی در این زمینه صورت گیرد.

بدین ترتیب، می توان به اهمیت مطالعه مذکور پی برد. یافته های چنین پژوهشهایی، از یک سو به عنوان نوعی ابزار ارزیابی در خدمت مراجع تدوین استانداردهای حسابداری و سایر قوانین و مقررات مربوط قرار می گیرد تا آنان قادر به بررسی آثار تصمیم گیری و پیامدهای مصوبات خود باشند و از طرف دیگر، موجب افزایش آگاهی سرمایه گذاران و سایر ذی نفعان شرکت ها شود تا از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آید. بنابراین استفاده از سازوکارهای مناسب جهت سوق دادن تجارتها به سمت عملکرد بهینه ضروری به نظر می رسد.

مبانی نظری تحقیق

ارزش شرکت: زمانی ایجاد می شود که آن شرکت، برای ذی نفعان اصلی اش منافع ایجاد کند. منظور از ذی نفعان همه افرادی هستند که در شرکت نفعی دارند و شامل سهام داران،

بستانکاران، عرضه کنندگان مواد اولیه، کارکنان، مشتریان می‌باشد. ذی نفعان با معاملات و فعالیتهای خود می‌توانند بر ارزش شرکت اثر بگذارند اما محدودیتی که در این زمینه وجود دارد، هزینه معاملاتی و مسائل اطلاعاتی است که در مکانیزم‌های قرار دادی شرکت وجود دارد. به این معنا که برای بدست آوردن اطلاعات درون شرکت باید هزینه‌های زیادی متحمل شوند در نتیجه نیاز به مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی پررنگ‌تر می‌شود (عسگرزاده، ۱۳۹۰).

اندازه هیئت مدیره: هیئت مدیره‌ها یکی از ارکان حاکمیت در شرکتهای امروزی به شمار می‌روند که اغلب از آنها به عنوان اهرم اجرایی اصول حاکمیتی شرکت و مسئول نظارت و سیاست‌گذاری در شرکتهای یاد می‌شود. اعضای هیئت مدیره اغلب توسط مالکان سهام انتخاب می‌شوند، در حالی که در برخی سیستم‌های حاکمیتی نوین، مجموعه نظرات کارکنان، نهادهای دولتی، سرمایه‌گذاران و عرضه‌کنندگان نیز در انتخاب آنان تأثیر گذار است.

هیئت مدیره بزرگتر معمولاً از قدرت و اثربخشی سازمانی بیشتری نسبت به هیئت مدیره کوچکتر برخوردار است. هیئت مدیره بزرگ و قدرتمند، به تقویت رابطه شرکتهای با محیط‌شان کمک می‌کند. همچنین خدمات مشاوره‌ای مفید در رابطه با راهبردهای شرکت ارائه و نقشی حیاتی در ایجاد هویت شرکت ایفا می‌کنند. اثربخشی هیئت مدیره علاوه بر اندازه آن با ترکیب هیئت مدیره نیز مرتبط است. به طوری که هیئت مدیره‌هایی که نسبت قابل ملاحظه‌ای از آنها را اعضای غیر موظف تشکیل می‌دهند، نظارت مؤثرتری بر مدیریت شرکت اعمال و اختیارات آنان را محدود می‌کند. مدیران غیر موظف به دلیل منافع‌شان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نیستند. از آنجایی که اکثر مدیران غیر موظف در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت و تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت شغلی بهتر در آینده دارند.

حضور مدیران غیر موظف در هیئت مدیره شرکت سنگ بنای حاکمیت شرکتی مدرن است و به بازار این علامت را می‌دهد که شرکت و مدیران اجرایی و موظف اجرایی به طور مؤثر کنترل و نظارت می‌شوند. که این امر مسأله نمایندگی را حل می‌کند (فاما، ۱۹۸۰ و فاما و فرنچ^{۴۰}، ۱۹۹۳). پیففر و سالانسیک (۱۹۷۸) بحث می‌کنند که مدیران غیر اجرایی هیئت مدیره نقش محوری در ارتقای ظرفیت و توانایی شرکت به دلیل رویکرد برون

سازمانی خود، ایفا می کنند. این باعث کاهش ابهام درباره شرکت و افزایش توان شرکت برای بالا بردن وجوه می شود.

وجود کمیته حسابرسی: کمیته حسابرسی، کمیته ای متشکل از هیئت مدیران است که برخی از مسئولیت های هیئت را به عهده می گیرند. مسئولیت های کمیته حسابرسی عبارتند از: نظارت بر گزارشگری مالی و تضمین صحت گزارشگری مالی، نظارت بر کنترل های داخلی و فرایند حسابرسی، نظارت بر فعالیت های حسابرس و انتخاب حسابرس مستقل.

تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیر عامل: اگر مدیر عامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد، در این حالت مدیر عامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. افزون بر این، ساختار دوگانه به مدیر عامل اجازه می دهد تا اطلاعات در دسترس اعضای دیگر هیئت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند، بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد. نقش رئیس هیئت مدیره، نظارت بر مدیر عامل است. رئیس هیئت مدیره قدرت کنترل دستور جلسات و هدایت جلسات هیئت مدیره را دارد. اگر منافع مدیر عامل با منافع سهامداران متفاوت باشد، در این صورت نفوذ مدیر عامل مشکل ساز می شود. نفوذ مدیر عامل بر حسب ضرورت عملکرد را ضعیف نمی سازد و احتمال دارد که بر درک بازار از میزان کنترل اعمال شده بر عملکرد مدیریت و فرآیند گزارشگری مالی تأثیر بگذارد (آقایی و همکاران ۱۳۸۸).

پیشینه تحقیق

گاری و گونزالس در سال ۲۰۰۸ به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ها پرداختند و یافته های آنها نشان از وجود رابطه بین این دو عامل می باشد. بای و دیگران در سال ۲۰۰۴ به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت های بورسی در چین پرداختند. یافته های تحقیق آنها نشان داد که مالکیت دولتی با ارزش بازار شرکت رابطه منفی معنی داری دارد. یرماک (۱۹۹۶) نشان می دهد که شرکت ها هنگامی ارزش بیشتری دارند که پست مدیر عامل از هیئت مدیره جدا باشد.

اشمید و همکاران در سال ۲۰۱۱ در پژوهشی با عنوان "راهبری شرکتی و ارزش شرکت"، تأثیر ارتباط میان راهبری شرکتی و ارزش شرکتها را در ۶۶۶۳ مشاهده (شرکت - سال) در میان ۲۲ کشور توسعه یافته با استفاده از شاخص Q توبین در سالهای ۲۰۰۳ -

۲۰۰۷ بررسی کرده اند. یافته های آنها رابطه مثبت معنادار بین تمامی ویژگی راهبری شرکتی و همچنین رفتار اجتماعی شرکت ها با ارزش شرکت را نشان می دهد. مت نور و سولانگک در سال ۲۰۱۰ در پژوهشی با عنوان "سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت" به بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی شامل سود تقسیمی، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت خارجی، درصد سهام هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره بر ارزش ۴۰۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار مالزی در سال های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ پرداختند. یافته ها نشان می دهد رابطه منفی و معنادار بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل به عنوان یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد.

فرضیه های پژوهش

در این پژوهش با در نظر گرفتن پرسش تحقیق که بر پایه مطالعات انجام شده و یافته های مطالعات قبلی تدوین شده و همچنین به منظور برخورداری از فراگرد مبتنی بر روش شناسی علمی، فرضیه های پژوهش که بر اساس پرسش مطرح شده در بخش بیان مسئله و پرسش پژوهش تدوین شده اند به شرح زیر بیان می گردند:

فرضیه (۱): وجود کمیته حسابرسی با ارزش شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

فرضیه (۲): اندازه هیئت مدیره با ارزش شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

فرضیه (۳): تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیر عامل با ارزش شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع همبستگی است که با توجه به روش تحقیق، یعنی مطالعه داده های گردآوری شده برای آزمون فرضیه های تحقیق از آمار توصیفی، تحلیل رگرسیون خطی و آزمونهای مربوط استفاده شده و با توجه به پیچیدگی و دشواری کار با معادلات رگرسیون در قالب چنین داده هایی، آزمونهای

آماري و تجزيه و تحليل هاي مرتبط به کمک نرم افزار آماري اس پی اس اس، انجام پذيرفته است. از طرفي ورود داده ها به صورت یکجا (یکدفعه) صورت پذيرفته و به علت آنکه مدل مورد استفاده از نوع رگرسيون OLS می باشد، قبل از استفاده از آن برای بررسی فرضيات، ۵ پيش فرض رگرسيون آزمون شده است.

روش اندازه گيري متغيرهاي تحقيق

يکي از اساسي ترين مسائلي که در پژوهش حاضر به آن پرداخته می شود، محاسبه ارزش شرکت هاي مورد بررسی است. اهميت اين امر از آن جهت می باشد که جهت اثبات فرضيات تحقيق مورد استفاده قرار می گيرد و در اصل متغير وابسته تحقيق می باشد. از اين رو، پيش از پرداختن به نحوه اندازه گيري ساير متغيرهاي تحقيق، ابتدا شيوه اندازه گيري اين عامل مورد بحث و بررسی قرار می گيرد.

اندازه گيري ارزش شرکت

همان گونه که در بخش " مباني نظري تحقيق " و در تبين متغيرهاي پژوهش توضيح داده شد ارزش شرکت یکی از جنبه های عملکرد شرکت ها می باشد که به وسيله رابطه (۱) محاسبه شده است:

رابطه (۱)، (سود خالص شرکت در سال عرضه اوليه / قيمت بازار شرکت در چهاردهمين روز مبادله پس از عرضه اوليه) $\log =$ ارزش شرکت

طبق مطالب گفته شده، ارزش شرکت، متغير وابسته در پژوهش حاضر می باشد. که جهت محاسبه قيمت بازار در چهاردهمين روز پس از عرضه اوليه، قيمتها در روز چهاردهم از سايت www.tse.tmc (جستجوی نماد-سابقه) و برای تعداد سهام منتشره از سايت www.rdis.ir ترازنامه شرکت ها استخراج و از قسمت حقوق صاحبان سهام تعداد سهام جاری در سال عرضه برای هر شرکت جمع آوری و پس از ضرب تعداد در قيمت برای هر شرکت در صورت کسر قرار گرفته و جهت بدست آوردن مخرج کسر عايدات شرکت (سود خالص) در سال عرضه از همان مسیر و در نهايت صورت سود و زیان استفاده شده است. پس از انجام عمليات فوق از تک تک اعداد بدست آمده لگاریتم گرفته و جهت اعمال در مدل به نرم افزار SPSS وارد شده است.

اندازه گیری متغیرهای مستقل

سه متغیر مستقل مورد نظر در تحقیق از سازوکارهای حاکمیت شرکتی هستند که قبلاً معرفی شده و از طریق امید نامه های شرکتها، گزارش های هیئت مدیره به مجمع که در سایت سازمان بورس درج شده اند، جمع آوری شده اند. البته در مورد برخی از شرکتها که در سال ۱۳۸۲ امید نامه ها در سایت مذکور در دسترس نبوده به ناچار محقق با دفتر مرکزی آنها ارتباط برقرار کرده و موفق به دریافت برخی از آنها شده و مابقی از نمونه حذف شدند.

مدل تحقیق

با توجه به هدف پژوهش حاضر، جهت آماده سازی اطلاعات لازم در خصوص متغیرهای مستقل و وابسته به منظور آزمون فرضیه های تحقیق، ابتدا پیش فرض های انجام شده در خصوص متغیر وابسته که در قالب ارزش شرکت می باشد را از طریق آزمون های لازم و با استفاده از رابطه (۱) که در مباحث قبلی تعریف و ارائه گردید، مورد بررسی قرار گرفته است.

از سوی دیگر، جهت آزمون فرضیه های پژوهش با داشتن مقادیرهای متغیر وابسته و به منظور بررسی اثر متغیرهای مستقل بر آنها از مدل (رگرسیون OLS) زیر استفاده شده است:

$$\text{Performance}_i = \text{Constant} + \beta \text{Governance} + \beta \text{Legal Controls}_i + \beta \text{Firm Controls}_i + \varepsilon_i$$

این مدل در سال ۲۰۱۱ توسط بروس هرن و همکاران در مطالعه بورس غرب آفریقا به کار برده شده و کارایی آن در راستای هدف تحقیق حاضر اثبات شده است. البته محققان دیگری نیز از مدل های مشابه و یا برخی از اجزا آن در بررسی های خود استفاده نموده اند. مانند (بولتون و همکاران ۲۰۱۰)، (فلیچر و همکاران ۲۰۰۵)، (فلیچر و بیشاپ ۲۰۰۲)، (پورتا و همکاران ۲۰۰۸).

تعریف متغیرها

Performance_i : ارزش شرکت عرضه اولیه که از رابطه (۱) بدست آمده است. مطابق آنچه بیان شد، در مورد رگرسیون ۵ پیش فرض وجود دارد که یکی از آنها توزیع نرمال

داده های وابسته می باشد، در این پژوهش این موضوع بررسی و متغیر وابسته ارزش شرکت نرمال شده است.

Governance: ابزار حاکمیت شرکتی می باشد، در صورت وجود کمیته حسابرسی و تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل (۱) و در غیر این صورت (۰) در نظر گرفته می شود. همچنین اندازه هیئت مدیره که شامل جمع تمام اعضای موظف و غیر موظف بوده را نیز شامل می شود. **Legal Controls** (متغیر کنترلی): چنانچه شرکتها به قوانین و مقررات پایبند باشند (۱) و در غیر این صورت (۰) در نظر گرفته می شود. که از آنجا که تحقیق حاضر بر روی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار صورت می پذیرد معمولاً یک در نظر گرفته می شود. مگر آنکه قوانین موضوعه بورس را نقض کرده که در مورد برخی از شرکتها چنین بوده و صفر در نظر گرفته شده اند.

Firm Controls (متغیر کنترلی): شامل اندازه شرکت که برابر لگاریتم طبیعی جمع دارایی مشهود (که دارایی های مشهود برای شرکت های مورد بررسی از ترازنامه آنها مندرج در سایت www.rdis.ir استخراج شده) می باشد. روش محاسبه اندازه شرکت را اولین بار در سال ۲۰۰۲ دو محقق با نام های فلیچر و بیشاپ بیان کرده اند (فلیچر و همکاران ۲۰۰۵).

جامعه آماری پژوهش

نظر به هدف پژوهش حاضر و با توجه به تعریف متغیرهای پژوهشی مربوط، جامعه آماری تحقیق عبارت خواهد بود از کلیه شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس اوراق بهادار تهران در بازه مورد نظر عرضه شده و عملکرد آنها قابل سنجش بوده است. در این راستا، چون دسترسی به قیمت سهام بعضی شرکتها در ۱۴ روز پس از عرضه اولیه و یا سایر اطلاعات مربوط بنا بر دلایلی همچون توقف عرضه وجود نداشت گزینه ای جز محدود کردن جامعه آماری پیش گفته باقی نمی ماند. از طرفی، با توجه به اقدامات و دستاوردهای سازمان بورس اوراق بهادار در یک دهه اخیر که دامنه ای فراگیر از جمله بهبود وضعیت اطلاع رسانی به عموم ذی نفعان شرکتها و ارتقای سطح شفافیت بازار را در بر می گیرد^۱ و علاقه ای که برای سرمایه گذاری در سهام این نوع شرکتها در بین سرمایه گذاران به چشم می خورد جامعه مورد نظر انتخاب شده است.

۱ - گزارش مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار (۱۳۸۲).

دوره زمانی تحقیق

با توجه به لازم الاجرا شدن اولین مجموعه رهنمودهای حسابداری ایران از ابتدای سال ۱۳۷۸^۱ و به منظور کاهش آثار ناشی از کیفیت اطلاعات مالی مورد استفاده و آثار ناشی از تفاوت در روشهای مدیریت شرکتها و نتیجه متفاوت در روش های حسابداری، اندازه گیری و شناسایی رویدادهای مالی^۲ و به منظور تشویق سرمایه گذاری عموم مردم و گسترش بازارهای مالی که موجب افزایش حجم معاملات بورس از سال ۱۳۷۸ و متمایز شدن آن نسبت به سال های قبل شده است^۳. دوره زمانی پژوهش حاضر از سال ۱۳۸۲ یعنی چهار سال پس از ارائه این مجموعه تا سال ۱۳۹۲ در نظر گرفته شده است.

روش نمونه گیری و حجم نمونه تحقیق

نمونه عبارت است از تعداد محدودی از اعضای جامعه آماری که بیانگر ویژگی های اصلی جامعه باشد (آذر و مؤمنی، ۱۳۷۷ الف، ص ۶). از سوی دیگر، به دلیل تعداد محدود اعضای جامعه آماری پژوهش حاضر یعنی شرکتهای عرضه اولیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پژوهش حاضر اقدام به نمونه گیری نشده است. با این حال، از آنجا که دقت یافته های پژوهشی تحت تأثیر تعانس جامعه آماری منتخب قرار دارد، محدود کردن آن کار عاقلانه ای به نظر می رسد (دلاور، ۱۳۸۰، ص ۸۸). از این رو، جامعه آماری تحقیق حاضر، بر اساس معیارهای چهارگانه زیر محدود شده است^۴:

۱. با توجه به دوره زمانی مورد نظر پژوهش (۱۳۸۲-۱۳۹۲) نام شرکت در این دوره در فهرست شرکت های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۲، نام آن از فهرست مزبور حذف نگردیده باشد. ۲- در این بازه زمانی عرضه اولیه شده باشند. ۳- پس از اولین عرضه عمومی، خرید و فروش سهام آنها

۱- تا کنون ۳۳ استاندارد حسابداری توسط کمیته تدوین استاندارد های حسابداری سازمان حسابرسی تدوین شده است.

۲- قبل از ۷۸ محدودیت بوده (مثال، عثمانی (۱۳۸۱، ص ۱۵)، ثقفی و شعری (۱۳۸۳، ص ۱۱۵) و بولو (۱۳۸۶، ص ۱۷۷)).

۳- <http://www.irbourse.com>

۴- این روش محدود سازی، معمولاً به عنوان یکی از قواعد گزینشی مبتنی بر معیارهای مورد نظر (Criteria Filtrating Techniques) شناخته می شود.

برای مدت طولانی متوقف نشده باشد. ۴- اسناد، مدارک و گزارش های مورد نیاز جهت آزمون مدل ها در دسترس باشد.

در بررسی های اولیه تعداد ۱۴۴ شرکت در بازه زمانی تحقیق عرضه اولیه شده بودند که پس از لحاظ کردن معیارهای فوق الذکر در نهایت ۱۲۴ شرکت جهت انجام تحقیق مورد پذیرش قرار گرفتند.

آزمون فرضیات تحقیق:

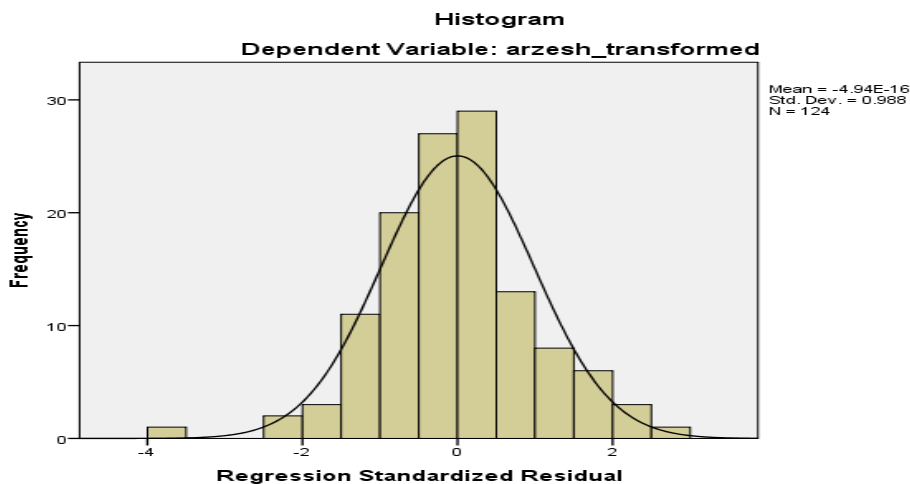
۱- بین ارزش (عملکرد) شرکت هایی که سهام آنها برای اولین بار در بورس عرضه می شود و وجود کمیته حسابرسی رابطه وجود دارد.

H0: بین ارزش شرکت و وجود کمیته حسابرسی ، رابطه وجود ندارد.

H1: بین ارزش شرکت و وجود کمیته حسابرسی ، رابطه وجود دارد.

جدول (۱) خلاصه نتایج آماری فرضیه اول

عنوان آزمون	R uares	Adjusted Rsquare	Durbin-Watson	F	Sig	T	Sig	Tolerance	Vif
---	.۰۷۴	.۰۴۹	۲,۱۹۶	----	---	---	---	----	---
Regression	----	-----	-----	۲,۹۹۱	.۰۳۴	---	---	----	---
Constant	----	-----	-----	----	---	۲,۷۴۶	.۰۰۷	----	---
Ln	---	-----	-----	----	---	-۱,۸۹۸	.۰۶۰	.۹۶۰	۱,۰۴۱
قوانین	---	-----	-----	----	---	۲,۳۳۸	.۰۲۱	.۹۷۹	۱,۰۲۱
کمیته	---	-----	-----	----	---	۱,۰۲۶	.۳۰۷	.۹۷۱	۱,۰۳۰



نمودار (۱) بررسی پیش فرض های $E(e_i) = 0$ و $Var(e_i) = \sigma^2$ برای فرضیه اول

با توجه به جدول شماره (۱)، ضریب تعیین برابر با 0.74 می باشد یعنی 7 درصد از تغییرات متغیر وابسته ناشی از متغیر مستقل، می باشد. در مورد رگرسیون OLS پنج پیش فرض وجود دارد (مؤمنی و فعال قیومی، 1391) از جمله عدم همبستگی میان خطاهای مدل ($cov=0$)، که آزمون دوربین واتسون آن را بررسی می کند. وضعیت مطلوب بین $1/5$ تا $2/5$ می باشد، پس با توجه به آنکه این مقدار در جدول شماره (۱) برابر با $2/196$ می باشد بین خطاهای مدل همبستگی وجود ندارد.

همچنین از آنجا که سطح معنی داری f برابر با 0.34 و این مقدار زیر 0.5 می باشد پس معنی داری مدل اثبات می شود. در مورد دو پیش فرض دیگر رگرسیون یعنی $E(e_i)$ و $Var(e_i) = \sigma^2 = 0$ بر اساس نمودار شماره (۱) به ترتیب برابر با $16 - 4/94 E$ و $988/$ می باشد که نشان دهنده وضعیت مطلوب می باشد.

سطح معنی داری (sig) آماره t متغیر مستقل نیز برابر با 3.07 می باشد که نشان می دهد متغیر مستقل (وجود کمیته حسابرسی) با متغیر وابسته (ارزش شرکت) رابطه معنادار ندارد. vif برابر با $1/03$ بوده که حد مطلوب آن باید زیر 10 باشد و نشان دهنده مناسب بودن رگرسیون برای پیش بینی و همچنین عدم وجود هم خطی میان متغیرها است. Tolerance نیز باید بالای $2/$ باشد که در این فرضیه برابر با $971/$ می باشد و نشان می دهد اطلاعات مربوط به متغیرها کافی و رگرسیون مشکلی ندارد.

بنابراین با توجه به آزمون های صورت پذیرفته در سطح ۹۵ درصد فرض H_0 پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه میان ارزش شرکت و وجود کمیته حسابرسی رد می شود.

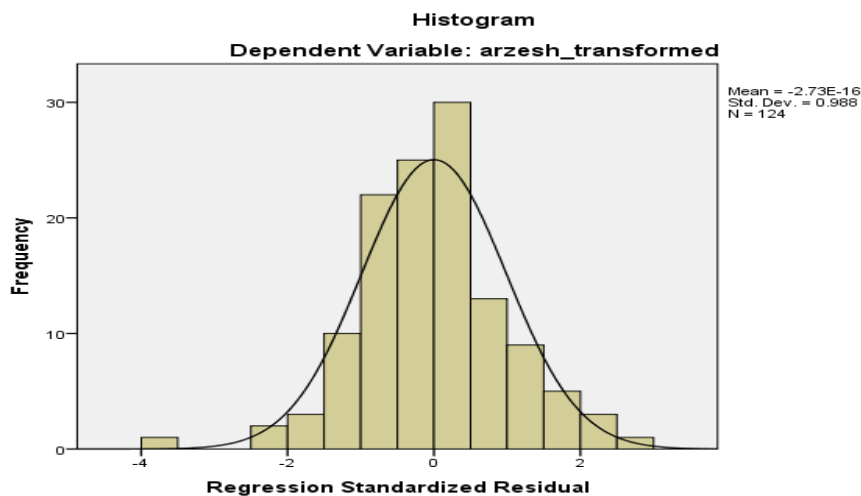
۲- بین ارزش شرکت و اندازه هیئت مدیره در شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه وجود دارد.

H_0 : بین ارزش شرکت و اندازه هیئت مدیره، رابطه وجود ندارد.

H_1 : بین ارزش شرکت و اندازه هیئت مدیره، رابطه وجود دارد.

جدول (۲) خلاصه نتایج آماری فرض دوم

عنوان آزمون	R uares	Adjusted Rsquare	Durbin-Watson	F	Sig	T	Sig	Tolerance	Vif
---	.۰۷۱	.۰۴۷	۲,۱۶۸	----	---	---	---	----	---
Regression	----	-----	-----	۲,۸۸۹	.۰۳۹	---	---	----	---
Constant	----	-----	-----	---	---	۲,۸۴۲	.۰۰۵	----	---
Ln	---	-----	-----	---	---	-۱,۸۶۷	.۰۶۵	.۹۶۳	۱,۰۳۸
قوانین	---	-----	-----	---	---	۲,۴۳۹	.۰۱۶	.۹۸۱	۱,۰۱۹
اندازه هیئت	---	-----	-----	---	---	-.۸۷۶	.۳۸۳	.۹۷۹	۱,۰۲۱



نمودار (۲) بررسی پیش فرض های $E(e_i) = 0$ و $\text{Var}(e_i) = \sigma^2$ برای فرضیه دوم

با توجه به جدول شماره (۲)، ضریب تعیین برابر با ۰.۷۱ می باشد یعنی ۷/۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته ناشی از متغیر مستقل، آزمون دوربین واتسون برابر با ۲/۱۶۸ می باشد که نشان می دهد بین خطاهای مدل همبستگی وجود ندارد. همچنین از آنجا که سطح معنی داری F برابر با ۰.۳۹ / و این مقدار زیر ۰.۵ / می باشد پس معنی داری مدل اثبات می شود. در مورد دو پیش فرض دیگر رگرسیون یعنی $E(e_i) = 0$ و $Var(e_i) = \sigma^2$ بر اساس نمودار شماره (۲) به ترتیب برابر با $-۱۶ - ۲/۷۳E$ و $۹۸۸ /$ می باشد که نشان دهنده وضعیت مطلوب می باشد.

سطح معنی داری (sig) آماره t متغیر مستقل نیز برابر با ۳۸۳ / می باشد که نشان می دهد متغیر مستقل (اندازه هیئت مدیره) با متغیر وابسته (ارزش شرکت) رابطه معنادار ندارد. vif برابر با ۱/۰۲۱ بوده که حد مطلوب آن باید زیر ۱۰ باشد و چنین است. Tolerance نیز باید بالای ۲ / باشد که در این فرضیه برابر با ۹۷۹ / می باشد و نشان می دهد اطلاعات مربوط به متغیرها کافی و رگرسیون مشکلی ندارد.

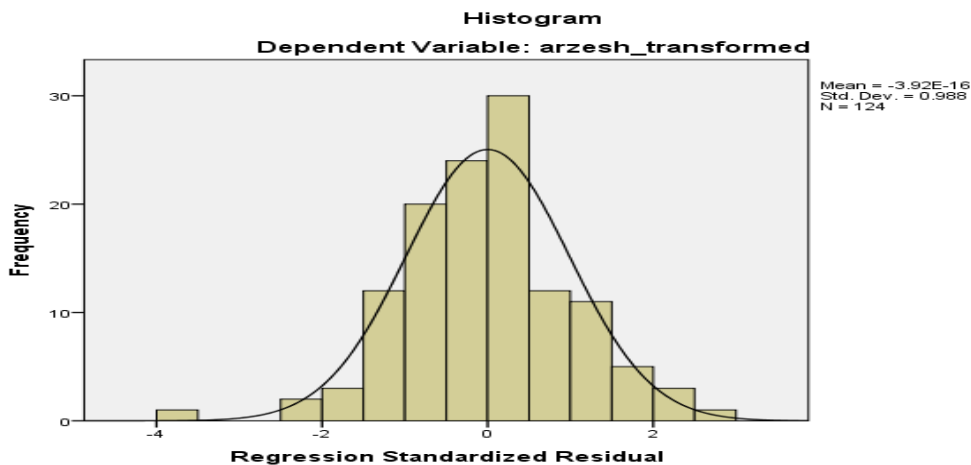
بنابراین با توجه به آزمون های صورت پذیرفته فرض H_0 پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه میان ارزش (عملکرد) شرکت و اندازه هیئت مدیره رد می شود.
۳- ارزش شرکت با تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل در شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، رابطه دارد.

H_0 : ارزش شرکت با تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل، رابطه ندارد.

H_1 : ارزش شرکت با تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل، رابطه دارد.

جدول (۳) خلاصه نتایج آماری فرضیه سوم

عنوان آزمون	R squares	Adjusted Rsquare	Durbin-Watson	F	Sig	t	Sig	Tolerance	Vif
---	.۰۶۶	.۰۴۱	۲.۱۴۶	---	---	---	---	---	---
Regression	---	---	---	۲.۶۴۴	.۰۵۳	---	---	---	---
Constant	---	---	---	---	---	۲.۳۵۱	.۰۲۰	---	---
Ln	---	---	---	---	---	-۱.۶۱۵	.۱۰۹	.۹۱۳	۱.۹۶
قوانین	---	---	---	---	---	۲.۳۷۹	.۰۱۹	.۹۸۱	۱.۰۱۹
تفکیک نقش	---	---	---	---	---	.۲۸۳	.۷۷۸	.۹۲۸	۱.۰۷۷



نمودار شماره (۳): بررسی پیش فرض های $E(e_i) = 0$ و $Var(e_i) = \sigma^2$ برای فرضیه سوم

با توجه به جدول (۳)، ضریب تعیین برابر با $1/066$ می باشد یعنی $6/6$ درصد از تغییرات متغیر وابسته ناشی از متغیر مستقل، آزمون دوربین واتسون برابر با $2/146$ می باشد که نشان می دهد بین خطاهای مدل همبستگی وجود نداشته، سطح معنی داری f برابر با $1/2$ بوده که این مقدار زیر $1/5$ می باشد یعنی معنی داری مدل اثبات می شود. در مورد دو پیش فرض دیگر رگرسیون یعنی $E(e_i) = 0$ و $Var(e_i) = \sigma^2$ براساس نمودار شماره (۳) به ترتیب برابر با $16-3/92E$ و $1/988$ می باشد که در پیش فرض اول حدود صفر و دوم نزدیک به یک می باشد که نشان دهنده وضعیت مطلوب می باشد.

سطح معنی داری (sig) آماره t متغیر مستقل نیز برابر با $1/778$ است که نشان می دهد متغیر مستقل (تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره) با متغیر وابسته (ارزش شرکت) رابطه معنا دار ندارد. vif برابر با $1/077$ بوده که نشان دهنده عدم هم خطی میان متغیرها است. Tolerance نیز باید بالای $1/2$ باشد که در این فرضیه برابر با $1/928$ می باشد و نشان می دهد اطلاعات مربوط به متغیرها کافی و رگرسیون مشکلی ندارد.

بنابراین با توجه به آزمون های صورت پذیرفته در سطح 95 درصد فرض H_0 پذیرفته و ادعای ما مبنی بر وجود رابطه میان ارزش (عملکرد) شرکت و تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره رد می شود.

نتیجه گیری

حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه ای از سازوکارهای نظارتی برای حمایت و پشتیبانی از ذی نفعان، به ویژه سهام داران که هنگام ورشکستگی، فقط نسبت به ارزش باقیمانده شرکت ادعا خواهند داشت می باشند. بازارهای رقابتی این انگیزه را در مدیران به وجود می آورند تا به طور کارآمدی از سرمایه های در اختیار خود استفاده نمایند، اما فقط وجود سازوکارهای مناسب حاکمیت شرکتی می تواند چنین امری را برآورده سازد و به تبع آن منجر به بهبود عملکرد شرکت شود. حاکمیت شرکتی ضعیف مانع از جریان سالم سرمایه گذار و به تبع آن افزایش ریسک سرمایه گذار یا به عبارت دیگر عملکرد نامناسب می شود. این امر باعث شده تا در این تحقیق به دنبال بررسی اثر تعدادی از این سازوکارها بر روی ارزش شرکتهایی که برای نخستین بار سهام آنها در بورس تهران عرضه شده، بوده و در نهایت نتایج زیر حاصل شد:

- ارزش (عملکرد) شرکتهای عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران با وجود کمیته حسابرسی رابطه معناداری نداشته، که این نتیجه منطبق بر یافته های بن و همکاران (۲۰۰۴) در سایر کشورها، قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) در ایران در سایر شرکت ها بوده و از طرفی با یافته های محققانی چون، ایسنبرگ و همکاران (۱۹۹۸)، مک و لی (۲۰۰۱)، ماک و یوانتو (۲۰۰۳)، آدامز و همکاران (۲۰۰۵) و چنگ (۲۰۰۸) مغایر بوده است.

- ارزش (عملکرد) شرکتهای عرضه اولیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تفکیک نقش رئیس هیئت مدیره از مدیرعامل رابطه معناداری نداشته، این نتیجه منطبق بر یافته های قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) در ایران در سایر شرکت ها و مغایر با نتایج یافته های اشמיד و همکاران (۲۰۱۰) و بروس هرن و همکاران (۲۰۱۱) می باشد.

- ارزش (عملکرد) شرکتهای عرضه اولیه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با اندازه هیئت مدیره رابطه معناداری نداشته، این نتیجه منطبق بر یافته های رودیگر و دیگران (۲۰۱۰) و مغایر با نتایج محققانی چون تیلور و واتر (۲۰۰۴)، بروس هرن و همکاران (۲۰۱۱) و مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) می باشد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی:

به نظر می‌رسد رقابت در محیط بورس و اوراق بهادار تهران، به اندازه کافی نیست و ساختار کمیته های حسابرسی عمدتاً مشکل داشته و زیر نظر همان اداره کنندگان شرکت است و اختیارات نوشته شده در منشور کمیته های حسابرسی عملاً غیر قابل اجرا است. این دیدگاه باید تحقیق شود تا اطمینان بیشتری به ادعاهای مطرح شده باشد.

بررسی رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی و متغیرهای کلان اقتصادی (مانند نرخ بازده بورس اوراق بهادار و نرخ تورم) که ممکن است بر رفتار بازار و در نهایت بر عملکرد تأثیر گذار باشد.

بررسی رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد با استفاده از سایر اقلام سود و زیان مانند فروش.

منابع

- آذر، عادل و منصور مؤمنی (۱۳۷۷) *آمار و کاربرد آن در مدیریت* (جلد اول)، چاپ سوم، تهران: انتشارات سمت
- آقایی، محمدعلی؛ اعتمادی، حسین؛ آذر، عادل و چالاکی، پری (۱۳۸۸). "ویژگی های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود". *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، سال چهارم، شماره ۱۶.
- آیین نامه افشای اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس (۱۶ تیرماه ۱۳۸۲) مصوب شورای بورس، قابل دسترسی در نشانی:
<http://207.176.216.190/ByLaws/Aien-efshai-atelaat.doc>
- بولو، قاسم (۱۳۸۶) "هزینة حقوق صاحبان سهام و ویژگی های سود"، رساله دکتری (منتشر نشده)، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبایی.
- پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، قابل دسترسی به آدرس:
<http://www.irbourse.com>
- تارنمای مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، قابل دسترسی به آدرس: <http://www.rdis.ir/CMPAnnouncements.asp>.
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴). "فلسفه حسابرسی" انتشارات علمی و فرهنگی، تهران.
- دوانی، غلامحسین، ۱۳۸۷، "مسئولیت اجتماعی سازمان"، (۱۳۸۷)، پژوهشکده تحقیقات استراتژیک مجمع تشخیص مصلحت نظام، گروه پژوهشهای فرهنگی و اجتماعی، پژوهشنامه شماره ۲۱.
- ثقفی، علی و صابر شعری (۱۳۸۳) "نقش اطلاعات بنیادی حسابداری در پیش بینی بازده سهام"، *فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی*، سال دوم، شماره ۸ (زمستان): ۸۷-۱۱۹.
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، "حاکمیت شرکتی در ایران"، *فصلنامه حسابرسی*، شماره ۳۲، صص ۳۸-۳۷.
- دلاور، علی (۱۳۸۰) "روش تحقیق در روانشناسی و علوم تربیتی"، چاپ دهم، ویرایش سوم، تهران: نشر ویرایش.
- عبده تبریزی، حسین و داریوش دموری (۱۳۸۲) "شناسایی عوامل مؤثر بر بازده بلند مدت سهام جدید پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله تحقیقات مالی دانشکده مدیریت دانشگاه تهران*، سال پنجم، شماره ۱۵ (بهار و تابستان): ۵۰-۲۳.

- عثمانی، محمد قسیم (۱۳۸۱) " بررسی مدل هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن"، رساله دکتری (منتشر نشده)، دانشکده حسابداری و مدیریت، دانشگاه علامه طباطبائی.
- عسکرزاده، غلامرضا (۱۳۹۰)، " نقش حاکمیت شرکتی در تعیین ارزش شرکت"، مجله تدبیر، شماره ۲۲۹ (خرداد): ۱۹-۱۵.
- قائمى، محمدحسین و مهدى شهريارى (۱۳۸۸). "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها" مجله پیشرفت های حسابداری، شماره ۱، صص. ۱۲۸-۱۱۳.
- کمیته فنی سازمان حسابرسی (۱۳۸۳) "استانداردهای حسابداری (نشریه ۱۶۰)", چاپ چهارم تهران: سازمان حسابرسی (کمیته فنی).
- گجراتی، دامودار (۱۳۸۵) "مبانی اقتصادسنجی (جلد دوم)", ترجمه حمید ابریشمی، چاپ چهارم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
- مقام معظم رهبری (۱۱ آذرماه ۱۳۸۲) "چشم انداز جمهوری اسلامی ایران در افق ۱۴۰۴ هجری شمسی"، قابل دسترسی در نشانی <http://www.khamenei.ir/FA/Message/detail.jsp?id=820911B>:
- مقام معظم رهبری (۱۱ تیرماه ۱۳۸۵) "اعلام سیاست های نظام درباره بند ج اصل ۴۴ قانون اساسی"، قابل دسترسی در نشانی <http://www.khamenei.ir/FA/News/detail.jsp?id=850411A> :
- مؤمنی، منصور، فعال قیومی، علی (۱۳۹۱)، "تحلیل های آماری با استفاده از spss"، چاپ هفتم، ویرایش چهارم، تهران، گنج دانش.

- Adams R, B. and Mehran, H. (2005)., *Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry in EFA 2005 Moscow Meetings*.
- Bruce Hearn , 2011. The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms. *Emerging Markets Review* 12, 130-151.
- Balatbat, M., Taylor, S. L, and Walter, T. S. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance Journal*, 44: 299-328.
- Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. H. (2004), *Effects of Board Structure on Firm performance: A Comparison between Japan and Australia*, *Asian Business & Management*, 3, 105-125.
- Bruton, G.D., Filatotchev, I., Chahine, S., Wright, M., 2010. Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and

- institutional environments. *Strategic Management Journal* 31 (5), 491–509.
- Bai, C., Q, Liu, J. Lu, F., Spng, and J. Zhang, (2004), "Corporate governance and market valuation in china. *Journal of Comparative Economics* 32: 599-616.
- Chang, Sun, H.L, (2008), "The Relation Between Earning Informativeness, Ernin Management and Corporate Governance in the Preand Post-Sox Periods", Working Paper, SSRN.
- Filatotchev, I., Wright, M., 2005. *The life cycle of corporate governance*. Edward Elgar, Chltenham, UK.
- Filatotchev, I., Bishop, K., 2002. *Board composition, share ownership, and "underpricing" of UK IPO firms*. *Strategic Management Journal* 23, 941–955
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bond", *Journal of Financial Economics*, 32(1), 3-56.
- Fama, E.F., 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (8), 288–307
- Garay Urbi, Gonzalez Maximilian. Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela, *Journal compilation 2008*; 16(3): 194-209.
- Gurunlu, M. (2009). The Evolution of Corporate Governance Mechanisms After Going Public: Evidence from Turkish Panel Data, *International Journal of Economic Perspectives*, Volume 3, Issue 1, 59-82.
- 34-La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., (2008). The economic consequences of legal origins. *Journal of Economic Literature* 46, 285–332
- Pfeffer, J. and Salancick, G.R. (1978). *The External Control of Organisations: a Resource-dependence Perspective*. Harper & Row, New York
- Eisenberg, Theodore, Sundgren, Stefan, and Martin T. Wells, (1998), Larger board size and decreasing firm value in small Firms, *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.
- Rüdiger, F and René, M Stulz, (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors?. *Journal of Financial Economics*, In Press, Corrected Proof, Available online 11 March 2010
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52(2), p. 737-783.
- Shmid, M. M., Oesch, D., and Ammann, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance* 18. PP 36-55.

- Mak, Y. T. and Yuanto, K. (2003), *Board Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value, Pulses by Singapore Stock Exchange.*
- Mak, Y. T. and Li, Y. (2001), Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7: 236-256.
- Mat Nor, F., and Sulong, Z. (2010). Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing* Vol.6, No.1 , PP 18-36
- Yermack, D. (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*. 40, 185-211.
- www.tse.tmc
- www.rdis.ir 45