

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی (۴)، تابستان ۱۳۸۹

تاریخ وصول: ۱۳۸۸/۱۰/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۳/۱

صص ۲۳-۳۴

بررسی رابطه بین نظام راهبری و عملکرد مالی شرکت‌ها

روح الله رجبی* و عزیز الله گنجی^۱**

*دکترای حسابداری و استادیار دانشگاه صنعت نفت تهران

**کارشناس ارشد حسابداری و مدرس دانشگاه پیام نور شهرکرد

چکیده

نظام راهبری شرکت‌ها، مجموعه سیاست‌ها، روش‌ها و اقداماتی است که برای تأمین منافع ذی نفعان شرکت‌ها تدوین و به اجرا گذاشته می‌شود. هدف نظام راهبری شرکت‌ها، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران به طور مشخص و به طور کلی، تمامی ذی‌نفعان است. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که بین نظام راهبری شرکت‌ها و عملکرد مالی آنها رابطه معنی‌داری وجود داشته باشد. پژوهش حاضر نیز به دنبال یافتن پاسخ این پرسش است که آیا نظام راهبری شرکت‌ها در ایران، با شاخص‌های مختلف ارزیابی عملکرد مالی ارتباطی دارد یا خیر؟ در این پژوهش تعداد هشتاد شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. همچنین تعداد نوزده مکانیزم شناخته شده راهبری که در هفت گروه طبقه بندی شده به همراه چهارده شاخص ارزیابی عملکرد مالی که در شش گروه طبقه بندی شده‌اند، مورد آزمون قرار گرفته‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که از هفت گروه کلی مکانیزم مؤثر بر راهبری شرکت‌ها، مکانیزم‌های متعلق به پنج گروه با برخی از شاخص‌های عملکرد مالی رابطه دارد. بعلاوه، نتایج نشان می‌دهد که سیستم راهبری شرکت‌ها در ایران بیش از آن که از ویژگی‌های یک سیستم برون سازمانی برخوردار باشد، با سیستم‌های درون سازمانی همخوانی بیشتری دارد.

واژه‌های کلیدی: راهبری شرکت‌ها، عملکرد مالی، تئوری نمایندگی

مقدمه

است این موضوع بررسی گردد که «آیا بین نظام راهبری شرکت‌ها و عملکرد مالی آنها رابطه وجود دارد یا خیر؟» .

پیشینه پژوهش

طی سال‌های اخیر در بسیاری از کشورها مطالعات زیادی در مورد نظام راهبری شرکت‌ها و رابطه آن با عملکرد مالی، قیمت سهام و ارزش شرکت صورت گرفته است. این پژوهش‌ها تأثیر عوامل مختلف راهبری شرکت‌ها را بر عملکرد مالی، ارزش و برخی از اقلام حسابداری بررسی نموده و بعضاً به نتایج مبهم و متناقضی نیز دست یافته‌اند. مهمترین عوامل راهبری مورد مطالعه در این پژوهش‌ها شامل: نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره (معیاری برای اندازه گیری استقلال هیأت مدیره)، تعداد اعضای هیأت مدیره (اندازه هیأت مدیره)، استقلال حسابرس و کمیته حسابرسی، تفکیک مدیرعامل از رییس هیأت مدیره، انتشار اختیار سهام مدیران و کارکنان (معیار انگیزشی)، حمایت‌های قانونی از حقوق سهامداران، ساختار مالکیت و نقش سهامداران نهادی می‌گردد.

تدوین کنندگان مقررات و دست‌اندرکاران بر این باورند که راهبری شرکت با عملکرد مالی شرکت رابطه دارد، اما شواهد تجربی به دست آمده در این رابطه تاکنون به نتیجه قطعی منجر نشده است [۱۳] و [۱۴]. هرمالین و ویزباخ (۱۹۹۱) رابطه‌ای بین نسبت اعضای غیر موظف و شاخص "کیو تووین" و باگات و بلک (۲۰۰۲) نیز رابطه‌ای بین نسبت اعضای غیر موظف و شاخص کیو تووین، بازده دارایی‌ها، نسبت گردش دارایی‌ها و بازده سهام به دست نیآورده‌اند [۱۴] و [۱۹]. از طرفی، برخی محدود بودن

واژه راهبری شرکت‌ها تا بیست سال قبل در زبان انگلیسی وجود نداشته است، با این حال، در دو دهه اخیر نه تنها در ادبیات نظری، بلکه در مباحث سیاستگذاران بخش عمومی نیز اهمیت پیدا کرده است [۲۰]. تعاریف ارائه شده از راهبری شرکت‌ها، عمدتاً دو دیدگاه محدود و گسترده را در بر می‌گیرد. در دیدگاه‌های محدود که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود، راهبری شرکت‌ها به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. از طرف دیگر، در دیدگاه گسترده، راهبری شرکت‌ها را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان، از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و غیره وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان ارائه می‌شود. بررسی تعاریف و مرور دیدگاه‌های صاحب‌نظران، حکایت از آن دارد که راهبری شرکت‌ها مفهومی فراگیر است و هدف نهایی آن دستیابی به موارد و اهدافی، چون پاسخگویی، عدالت (انصاف)، شفافیت و رعایت حقوق ذی‌نفعان در شرکت‌هاست [۱]. در واقع، هدف نهایی نظام راهبری شرکت‌ها، نه تنها کاهش مشکل نمایندگی و همسو نمودن منافع کارگزار با منافع کارگزار، بلکه تأمین منافع تمام گروه‌های ذی‌نفع در شرکت‌ها و واحدهای تجاری است. بنابراین، به لحاظ نظری، انتظار می‌رود که ویژگی‌های یک نظام راهبری بر عملکرد مالی شرکت‌ها، تأثیرگذار باشد، زیرا راهبری اثربخش موجب می‌شود پیامدهای نامناسب ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نظیر سوء استفاده از قدرت، کاهش یابد. در پژوهش حاضر تلاش شده

درخور توجه کیو تو بین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت می‌شود [۱۹].

پژوهش‌های زیادی بر رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت تمرکز دارند. برای مثال، لمان و ویگان (۲۰۰۰) دریافته‌اند که در مورد شرکت‌های غیر عضو در بورس آلمان، تمرکز مالکیت تأثیر منفی زیادی بر سود آوری شرکت دارد، در حالی که مالکیت مؤسسات بانکی موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود [۱۹]. نتایج پژوهش درابتز، شیل هوفر و زیمرمن (۲۰۰۳) نشان می‌دهد که بین ارزش شرکت و سطح راهبری شرکت‌ها رابطه مستقیم و معنی داری وجود دارد، بدین معنی که شرکت‌هایی که از رتبه راهبری بالاتری برخوردارند، تمایل بیشتری به بزرگ شدن و رشد سریعتر دارند. برعکس، بین راهبری شرکت و بازده مورد انتظار سهام همبستگی معکوس دیده می‌شود (نک [۱۹]).

نتیجه مطالعه انجام شده از سوی گومپرز، ایشی و متریک (۲۰۰۳) در مورد نمونه‌ای از شرکت‌های آمریکایی مؤید این است که شرکت‌هایی که سهامدارانشان از حقوق کمتری برخوردارند، ارزش و بازده سهام کمتری دارند. به علاوه، شرکت‌های دموکرات (سطح راهبری خوب) نسبت به شرکت‌های دیکتاتور (سطح راهبری بد) عملکرد بهتری داشته‌اند [۱۷]. یکی دیگر از پژوهش‌هایی که به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکت‌ها و عملکرد مالی شرکت پرداخته، توسط لورنس و کیلور (۲۰۰۶) انجام شده است. مجموع مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری مورد استفاده آنان ۵۱ مکانیزم است که به هشت گروه شامل (۱) حسابرسی، (۲) هیأت مدیره، (۳) اساسنامه، (۴) آموزش مدیران، (۵) پاداش اعضای هیأت مدیره و مدیران اجرایی، (۶) مالکیت، (۷) رویه‌های معمول

تعداد اعضای هیأت مدیره را موجب بهبود عملکرد شرکت می‌دانند، زیرا منافع ناشی از افزایش نظارت، تحت تأثیر ارتباطات و تصمیم‌گیری ضعیف‌تر گروه‌های بزرگ قرار خواهد گرفت (لیپتون و لورچ، ۱۹۹۲ و یسن، ۱۹۹۳). یرماخ (۱۹۹۶) معتقد است که بین اندازه هیأت مدیره و نسبت‌های سودآوری، نسبت گردش دارایی‌ها و کیو تو بین رابطه معکوس وجود دارد. لورنس و کیلور (۲۰۰۴ و ۲۰۰۶) نشان داده‌اند شرکت‌هایی که تعداد اعضای هیأت مدیره آنها بین ۶ تا ۱۵ نفر باشد، بازده حقوق صاحبان سهام بیشتری داشته، نسبت به سایر شرکت‌ها از نسبت حاشیه سود خالص بالاتری برخوردارند [۱۳] و [۱۴].

برخی از پژوهش‌ها، تفکیک مدیرعامل از رییس هیأت مدیره را بررسی نموده‌اند. یرماخ (۱۹۹۶) نشان می‌دهد که شرکت‌ها هنگامی ارزش بیشتری دارند که پست مدیرعامل از هیأت مدیره جدا باشد [۱۳]. پژوهش‌های دیگری که در این حوزه می‌توان نام برد تأثیرات برخی دیگر از مقررات، مکانیزم‌ها و شاخص‌های راهبری شرکت‌ها، از قبیل انتشار اختیار سهام مدیران و کارکنان را بر عملکرد شرکت، ارزش و غیره بررسی نموده‌اند. لاپورتا و همکاران (۲۰۰۲) با استفاده از داده‌هایی که از ۲۷ کشور توسعه یافته جهان گردآوری شده بود، نشان داده‌اند که حمایت‌های بیشتر از حقوق سهامداران با ارزش شرکت رابطه مستقیم دارد [۱۳]. کلاپر و لاو (۲۰۰۳) با استفاده از داده‌های موجود در سطح شرکت‌های ۱۴ بازار سرمایه اعتقاد دارند که بهبود و ارتقای کارایی سیستم قانونی در یک کشور احتمالاً موجب افزایش سطح راهبری شرکت‌ها خواهد شد [۱۹]. بلک، جانگ و کیم (۲۰۰۳) نشان داده‌اند که هرگونه افزایش در کیفیت راهبری یک شرکت خاص، موجب افزایش

فرضیه دوم بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت‌های نقدینگی آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه سوم بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت‌های فعالیت آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: «بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت‌های بدهی آنها رابطه معنی داری وجود دارد».

فرضیه پنجم بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت‌های جریان‌های نقدی عملیاتی آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه ششم: «بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام آنها رابطه معنی داری وجود دارد».

روش پژوهش

پژوهش حاضر از جمله پژوهش‌های توصیفی است که از روش پژوهش همبستگی در آن استفاده شده است. اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع مختلفی چون صورت‌های مالی حسابرسی شده، گزارش حسابرس مستقل و بازرس قانونی، گزارش فعالیت هیأت مدیره به مجمع عمومی عادی سالانه و تصمیمات مجمع عمومی عادی سالانه شرکت‌ها برای سال مالی منتهی به ۱۳۸۴/۱۲/۲۹ گردآوری شده است. به منظور آزمون فرضیه‌های آماری و تحلیل داده‌ها از رگرسیون خطی چندگانه به روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. تحلیل آماری داده‌ها نیز به کمک نرم افزار آماری E-Views انجام شده است.

و (۸) نحوه ثبت شرکت، طبقه‌بندی شده است. نتایج پژوهش فوق نشان می‌دهد که نظام راهبری با عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معنی داری دارد [۱۳ و ۱۴].

تحقیقات انجام شده در کشور ما صرفاً برخی از مکانیزم‌های مؤثر بر نظام راهبری را مورد توجه قرار داده‌اند. مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۵) معتقدند در تحقیق خود رابطه ای بین کیفیت سود و در صد مالکیت اعضای هیأت مدیره مشاهده نکرده‌اند [۶]. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) فقدان رابطه معنی دار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت را گزارش کرده‌اند [۳]. ملاحسینی و قربان نژاد (۱۳۸۷) نیز رابطه‌ای بین میزان سهام شناور آزاد و بازده سهام شرکت‌ها به دست نیآورده‌اند [۷]. این در حالی است که یافته‌های پژوهش انجام شده توسط نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) نشان می‌دهد که بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه معنی داری وجود دارد [۸].

فرضیات پژوهش

با توجه به مطالعات انجام شده و سؤال تحقیق، فرضیه اصلی تحقیق به صورت زیر ارائه شده است :

فرضیه اصلی بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و عملکرد مالی آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

برای تبیین و ارزیابی دقیق فرضیه اصلی، فرضیه‌های فرعی زیر ارائه شده است :

فرضیه اول بین مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها و نسبت‌های سودآوری آنها رابطه معنی داری وجود دارد.

به مجموع شرایط یادشده، تعداد هشتاد شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب و داده‌های مورد نیاز استخراج شده است .

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته، شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها هستند که به شش گروه تفکیک شده‌اند. این متغیرها عبارتند از :

الف) نسبت‌های سودآوری شامل: (۱) نسبت درآمد هر سهم؛ (۲) نسبت حاشیه سود خالص؛ (۳) بازده سرمایه گذاری؛ (۴) بازده حقوق صاحبان سهام؛

ب) نسبت‌های فعالیت شامل: (۱) نسبت گردش دارایی‌ها؛ (۲) نسبت گردش موجودی‌ها؛

ج) نسبت‌های نقدینگی شامل: (۱) نسبت جاری؛ (۲) نسبت آبی؛

د) نسبت‌های بدهی شامل: (۱) نسبت بدهی به دارایی؛ (۲) نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام؛

ه) نسبت‌های جریان‌های نقدی عملیاتی شامل: (۱) نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به ارزش دفتری دارایی‌ها؛ (۲) نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام؛ (۳) نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به فروش؛

و) نسبت سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام .
متغیرهای مستقلی که در این پژوهش استفاده شده‌اند، با توجه به مبانی نظری و ادبیات موجود و امکان واکاوی آنها از طریق روش پژوهش انتخاب شده‌اند. بعلاوه، دلیل دیگر انتخاب این متغیرها ناشی از مقایسه ادبیات پژوهش با عوامل و ساز و کارهای راهبری است که در حال حاضر در کشور ما از طریق منابع اطلاعاتی پیش گفته قابل دستیابی و اندازه گیری

در مدل‌های رگرسیونی این پژوهش، شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی به عنوان متغیرهای وابسته و مکانیزم‌های نوزده گانه مؤثر بر راهبری شرکت‌ها به عنوان متغیرهای مستقل محسوب می‌شوند. با توجه به اینکه هریک از نسبت‌های ارزیابی عملکرد مالی شامل یک یا چند شاخص زیر گروه هستند، برای آزمون فرضیه‌های آماری پژوهش متناسب با هر یک از فرضیه‌ها، مجموعاً چهارده فرضیه فرعی تدوین و مورد تحلیل و آزمون قرار گرفته‌اند. برای آزمون فرض‌های آماری، ابتدا مدل رگرسیون مربوطه تخمین زده سپس به منظور آزمون معنی دار بودن مدل از آماره F و برای آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده می‌شود. به منظور آزمون برقراری پیش فرض‌های کلاسیک مدل‌های رگرسیون (نرمال بودن توزیع مقادیر باقیمانده، فقدان ناهمسانی واریانس، نبود خود همبستگی و هم خطی) به ترتیب از روش ترسیمی و آماره جارکو- برا، آزمون وایت، آزمون ضریب لاگرانژ و ماتریس همبستگی متغیرهای مستقل استفاده شده است .

جامعه آماری و نمونه‌ها

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌هایی است که از ویژگی‌های زیر برخوردار باشند: (۱) - عضویت در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۸۴ (شرکت‌هایی که در سال ۱۳۸۴ در تالار اصلی و فرعی بورس حضور داشته‌اند)؛ (۲) - شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه است؛ (۳) - شرکت‌هایی که فعالیت آنها تولید کالا باشد. شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خدماتی به دلیل عدم تناسب و کاربرد شاخص‌های مالی انتخابی ارزیابی عملکرد در مورد آنها در دامنه بررسی این پژوهش قرار ندارند. باتوجه

- رعایت ضوابط ماده ۱۲۹ قانون تجارت (مکانیزم شماره ۱۵).

- انجام تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سهامداران (مکانیزم شماره ۲۰).

ه) حسابرسی و پاسخگویی

- نوع گزارش حسابرس مستقل (مکانیزم شماره ۱۶).

- حسابرسی مستقل شرکت توسط سازمان حسابرسی (مکانیزم شماره ۱۷).

- تغییر و جایگزینی حسابرس (مکانیزم شماره ۱۸).

و) نقش بانک‌ها

- نسبت ارزش دفتری تسهیلات مالی دریافتی به دارایی‌ها (مکانیزم شماره ۹).

ز) نقش بازار در راهبری شرکت‌ها

- درصد سهام شناور آزاد شرکت (مکانیزم شماره ۳).

متغیرهای مستقل شماره ۱ تا ۶ و متغیرهای شماره ۸ و ۹ از نوع پیوسته هستند. دامنه تغییرات این متغیرها بین صفر تا یک خواهد بود. از سوی دیگر، متغیرهای ۱۰ تا ۱۵ و ۱۷ تا ۲۰ از نوع گسسته هستند که صرفاً می‌توانند مقادیر یک یا صفر را اختیار کنند. این در حالی است که متغیر ۱۶ از نوع گسسته است که می‌تواند مقادیر صفر، ۰/۵ و ۱ اختیار کند. ضمناً در تحلیل‌های آماری هر یک از عوامل (مکانیزم‌های) فوق به اختصار Gov نامگذاری شده‌اند. اطلاعات مربوط به متغیرهای فوق در نگاره ۱ ارائه شده است.

است. این متغیرها به هفت گروه کلی طبقه بندی شده و عبارتند از :

الف) متغیرهای مالکیت و کنترل:

- درصد مالکیت و نفوذ دولت در شرکت (مکانیزم شماره ۱).

- درصد سهام سهامداران نهادی و نقش آنها در راهبری شرکت (مکانیزم شماره ۲).

- درصد سهام سهامدار / سهامداران عمده (اصلی) (مکانیزم شماره ۴).

- نقش شرکت اصلی در راهبری شرکت فرعی (مکانیزم شماره ۱۰).

- درصد سهام تحت تملک سایر سهامداران که به تنهایی دارای بیش از یک درصد سهام شرکت هستند (مکانیزم شماره ۵).

- شاخص توزیع سهام و تمرکز مالکیت (مکانیزم شماره ۶).

ب) نقش هیأت مدیره و مدیران اجرایی

- تفکیک مدیرعامل از هیأت مدیره (مکانیزم شماره ۱۲).

- اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره) (مکانیزم شماره ۱۱).

- نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره (مکانیزم شماره ۸).

ج) الزامات قانونی و افشاء

- رعایت کامل الزامات و مقررات وضع شده توسط سازمان بورس (مکانیزم شماره ۱۹).

- رعایت ماده ۱۱۴ قانون تجارت در مورد سهام وثیقه مدیران (مکانیزم شماره ۱۳).

د) رعایت حقوق سهامداران

- پرداخت بموقع سود سهام (مکانیزم شماره ۱۴).

نگاره ۱: متغیرهای مستقل

نوع متغیر	گروه	نماد لاتین	نام متغیر مستقل (مکانیزم راهبری)
مستقل	مالکیت و کنترل	Gov 1	درصد مالکیت و نفوذ دولت
	مالکیت و کنترل	Gov 2	درصد مالکیت سهام سهامداران نهادی
	نقش بازار	Gov 3	درصد سهام شناور آزاد
	مالکیت و کنترل	Gov 4	درصد سهام تحت تملک سهامدار / سهامداران اصلی (عمده)
	مالکیت و کنترل	Gov 5	درصد سهام تحت تملک سایر سهامداران عمده (بالای یک درصد)
	مالکیت و کنترل	Gov 6	میانگین هندسی درصد مالکیت سهام سهامداران (شاخص توزیع و پراکندگی مالکیت)
	هیأت مدیره و مدیران اجرایی	Gov 8	نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره
	نقش بانک‌ها	Gov 9	نسبت تسهیلات مالی دریافتی به جمع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت
	مستقل	مالکیت و کنترل	Gov 10
هیأت مدیره و مدیران اجرایی		Gov 11	آیا تعداد اعضای هیأت مدیره بیش از ۵ نفر است؟
هیأت مدیره و مدیران اجرایی		Gov 12	آیا مدیر عامل عضو هیأت مدیره نیز هست؟ (عدم تفکیک مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره)
الزامات قانونی و افشاء		Gov 13	آیا ماده ۱۱۴ قانون تجارت در مورد سهام وثیقه مدیران رعایت شده است؟
حقوق سهامداران		Gov 14	آیا ماده ۲۴۰ قانون تجارت در مورد پرداخت سود سهام سهامداران، در موعد قانونی رعایت شده است؟
حقوق سهامداران		Gov 15	آیا ضوابط ماده ۱۲۹ قانون تجارت در مورد معاملات با اشخاص وابسته رعایت شده است؟
حسابرسی و پاسخگویی		Gov 16	نوع اظهار نظر حسابرس مستقل (مقبول ۱، مشروط ۰/۵، سایر ۰)
حسابرسی و پاسخگویی		Gov 17	آیا سازمان حسابرسی، حسابرس مستقل شرکت است؟
حسابرسی و پاسخگویی		Gov 18	آیا در مقایسه با سال قبل، حسابرس شرکت تغییر کرده است؟
الزامات قانونی و افشاء		Gov 19	آیا الزامات و مقررات وضع شده توسط سازمان بورس به طور کامل رعایت شده است؟
حقوق سهامداران		Gov 20	آیا تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی عادی سالیانه سال گذشته به طور کامل انجام شده است؟

یافته‌های آماری پژوهش

تلخیص نتایج تحلیل‌های آماری پژوهش در نگاره ۲ ارائه شده است. در این نگاره اعداد برجسته نشان دهنده معنی دار بودن ضرایب و آماره‌های رگرسیون در سطح $p \leq 0.05$ است. درآمد هر سهم با نماد EPS، حاشیه سود خالص با نماد NIM، بازده سرمایه گذاری با نماد ROI، بازده حقوق صاحبان سهام با نماد ROE، نسبت جاری با نماد CR، نسبت آبی با نماد QR، نسبت گردش موجودی‌ها با نماد ITOR، نسبت گردش دارایی‌ها با نماد

ATOR، بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام با نماد LTL/EQ، نسبت بدهی به دارایی‌ها با نماد L/A، جریان نقدی عملیاتی به دارایی‌ها با نماد OCF/A، جریان نقدی عملیاتی به فروش با نماد OCF/S، جریان نقدی عملیاتی به حقوق صاحبان سهام با نماد OCF/EQ و سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام با نماد DIV/EQ نمایش داده شده است.

نگاره ۲: نتایج تحلیل آماری

متغیر مستقل	متغیرهای وابسته													
	EPS	NIM	ROI	ROE	CR	QR	ITOR	ATOR	LTL/EQ	L/A	OCF/A	OCF/S	OCF/EQ	DIV/EQ
GOV 1	-0.016 (0.9888)	0.039 (0.9669)	0.111 (0.912)	-1.217 (0.229)	-0.402 (0.690)	-0.283 (0.778)	0.243 (0.809)	0.142 (0.887)	0.564 (0.575)	-0.649 (0.519)	-0.037 (0.971)	-0.048 (0.962)	-0.053 (0.975)	-2.910 (0.005)
GOV 10	0.083 (0.934)	0.235 (0.815)	2.048 (0.044)	-0.017 (0.987)	-1.324 (0.191)	-1.998 (0.055)	1.535 (0.130)	1.590 (0.117)	1.258 (0.213)	-1.217 (0.228)	1.086 (0.282)	-0.048 (0.962)	0.827 (0.412)	0.364 (0.717)
GOV 11	-0.726 (0.471)	0.041 (0.968)	-0.375 (0.709)	-1.062 (0.293)	0.290 (0.773)	0.142 (0.888)	-0.537 (0.593)	-0.019 (0.985)	-0.455 (0.651)	-0.913 (0.365)	-0.763 (0.448)	-0.040 (0.968)	-0.491 (0.625)	-0.612 (0.543)
GOV 12	-1.35 (0.182)	1.06 (0.294)	0.139 (0.890)	-1.736 (0.088)	0.959 (0.342)	0.767 (0.446)	-0.206 (0.838)	1.957 (0.055)	-1.311 (0.195)	-0.899 (0.372)	0.181 (0.857)	1.197 (0.236)	-0.208 (0.836)	-0.479 (0.634)
GOV 13	1.287 (0.203)	1.967 (0.054)	2.210 (0.030)	0.150 (0.881)	-1.348 (0.183)	-1.534 (0.077)	-1.920 (0.060)	-0.477 (0.635)	1.025 (0.310)	-1.613 (0.112)	0.625 (0.534)	1.747 (0.086)	0.746 (0.459)	1.029 (0.308)
GOV 14	1.739 (0.087)	0.572 (0.569)	1.173 (0.245)	1.411 (0.164)	-1.209 (0.232)	-1.786 (0.079)	0.073 (0.942)	0.526 (0.601)	1.252 (0.216)	-0.449 (0.655)	0.320 (0.750)	0.401 (0.690)	1.114 (0.270)	-0.734 (0.466)
GOV 15	-0.693 (0.491)	0.7 (0.487)	0.574 (0.569)	0.383 (0.703)	-0.767 (0.446)	-0.541 (0.591)	0.492 (0.624)	-1.145 (0.257)	0.643 (0.523)	-0.973 (0.335)	1.132 (0.073)	0.646 (0.521)	0.385 (0.701)	-0.378 (0.707)
GOV 16	1.981 (0.052)	0.594 (0.555)	3.120 (0.003)	1.700 (0.094)	-1.363 (0.178)	-1.835 (0.055)	2.759 (0.007)	1.204 (0.233)	0.478 (0.635)	-1.612 (0.112)	1.215 (0.229)	0.153 (0.879)	1.582 (0.119)	0.705 (0.484)
GOV 17	0.532 (0.597)	0.117 (0.907)	0.112 (0.911)	0.349 (0.728)	-0.324 (0.747)	-0.222 (0.825)	1.212 (0.230)	0.779 (0.439)	-0.236 (0.814)	-0.626 (0.534)	1.424 (0.160)	0.103 (0.919)	0.435 (0.665)	0.177 (0.860)
GOV 18	-0.904 (0.370)	-0.88 (0.384)	-0.766 (0.447)	-1.366 (0.177)	-0.859 (0.394)	-0.588 (0.559)	-0.989 (0.327)	-0.662 (0.511)	0.191 (0.849)	0.384 (0.702)	-0.405 (0.687)	-0.928 (0.357)	-1.279 (0.206)	-1.447 (0.153)
GOV 19	-0.602 (0.549)	0.07 (0.945)	-0.145 (0.885)	-1.767 (0.082)	-0.315 (0.754)	-0.182 (0.856)	-0.077 (0.959)	0.128 (0.899)	-0.131 (0.896)	-0.310 (0.758)	-0.531 (0.597)	-0.059 (0.953)	-1.445 (0.154)	-0.314 (0.755)
GOV 2	0.757 (0.452)	0.982 (0.330)	1.148 (0.256)	0.807 (0.423)	-1.330 (0.189)	-1.211 (0.231)	0.462 (0.646)	-0.344 (0.732)	0.971 (0.336)	-0.654 (0.516)	0.131 (0.896)	0.732 (0.467)	-0.268 (0.790)	0.469 (0.641)
GOV 20	0.757 (0.452)	0.076 (0.940)	1.398 (0.167)	0.733 (0.466)	0.513 (0.610)	0.294 (0.770)	0.645 (0.522)	-0.620 (0.538)	-0.825 (0.413)	-2.843 (0.006)	-0.508 (0.760)	-0.112 (0.911)	-0.201 (0.841)	1.297 (0.200)
GOV 3	1.203 (0.234)	0.763 (0.449)	0.663 (0.510)	1.024 (0.310)	-0.932 (0.355)	-0.664 (0.509)	0.335 (0.739)	0.025 (0.980)	-0.390 (0.698)	-0.597 (0.693)	-0.203 (0.840)	0.583 (0.562)	-0.228 (0.820)	-0.284 (0.777)
GOV 4	-0.899 (0.372)	-0.62 (0.538)	-1.267 (0.210)	-0.717 (0.476)	0.725 (0.471)	0.585 (0.561)	-0.063 (0.950)	1.153 (0.253)	-0.672 (0.505)	0.434 (0.666)	0.452 (0.653)	-0.365 (0.717)	0.157 (0.876)	-0.238 (0.812)
GOV 5	0.598 (0.552)	-0.73 (0.470)	-0.582 (0.563)	-0.190 (0.850)	0.912 (0.366)	1.047 (0.300)	-0.059 (0.953)	0.249 (0.804)	-0.361 (0.720)	1.365 (0.177)	0.929 (0.357)	-0.618 (0.539)	0.727 (0.470)	0.386 (0.701)
GOV 6	-1.889 (0.064)	-0.96 (0.342)	-1.558 (0.125)	-0.773 (0.443)	0.641 (0.524)	0.433 (0.667)	-1.332 (0.064)	-0.105 (0.917)	-1.468 (0.147)	0.293 (0.771)	0.702 (0.485)	-0.638 (0.526)	0.090 (0.929)	-1.170 (0.247)
GOV 8	0.310 (0.758)	0.422 (0.675)	0.347 (0.730)	0.241 (0.811)	0.846 (0.401)	0.509 (0.613)	-1.111 (0.271)	0.543 (0.589)	-1.342 (0.185)	-1.119 (0.268)	0.279 (0.781)	0.388 (0.700)	0.024 (0.981)	-0.546 (0.587)
GOV 9	-4.080 (0.000)	-1.92 (0.057)	-3.899 (0.000)	-2.690 (0.009)	-1.369 (0.176)	-2.058 (0.052)	0.326 (0.745)	-1.386 (0.171)	-0.294 (0.770)	2.297 (0.024)	-1.789 (0.079)	-1.126 (0.086)	-2.731 (0.008)	-0.675 (0.502)
F	1.835 (0.039)	1.256 (0.247)	3.723 (0.000)	1.353 (0.187)	1.927 (0.029)	1.828 (0.040)	1.382 (0.172)	1.067 (0.407)	0.855 (0.635)	2.639 (0.002)	1.116 (0.360)	1.132 (0.346)	0.830 (0.665)	1.040 (0.433)
Probability														
DW	2.102	2.032	2.119	2.126	2.252	2.244	2.029	1.884	1.861	1.948	1.979	2.215	2.004	2.174
AdjR-Squ	0.169	0.059	0.399	0.079	0.184	0.168	0.085	0.016	0.037	0.285	0.027	0.031	0.043	0.010

درآمد هر سهم و بازده حقوق صاحبان سهام تنها با مکانیزم راهبری شماره ۹ (نسبت تسهیلات مالی دریافتی به دارایی‌ها) رابطه دارند. در گروه نسبت‌های فعالیت، نسبت گردش موجودی‌ها فقط با مکانیزم راهبری شماره ۱۶؛ یعنی «نوع اظهار نظر حسابرس مستقل» رابطه دارد، در حالی که نسبت گردش دارایی‌ها با هیچ یک از مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری رابطه‌ای از خود نشان نداده است. همین وضعیت در مورد نسبت «بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام» از گروه نسبت‌های بدهی، نسبت «جریان‌های نقدی عملیاتی به دارایی‌ها» و «نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به فروش» از گروه جریان‌های نقدی عملیاتی حاکم است. در گروه نسبت‌های بدهی، نسبت بدهی به دارایی‌ها با دو مکانیزم راهبری شماره ۹ و ۲۰؛ یعنی «نسبت تسهیلات مالی دریافتی به دارایی‌ها» و «رعایت کامل تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سالانه» رابطه دارد؛ در حالی که در گروه جریان‌های نقدی عملیاتی، تنها نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به حقوق صاحبان سهام است که با مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری، آن هم فقط مکانیزم راهبری شماره ۹ رابطه دارد.

با توجه به نتایج ارائه شده، به طور کلی می‌توان گفت که از هفت گروه کلی مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری شرکت‌ها مکانیزم متعلق به پنج گروه با برخی از شاخص‌های عملکرد مالی رابطه دارد. تنها گروهی که با عملکرد مالی رابطه معنی داری از خود نشان نداده است، متغیر مربوط به گروه «نقش بازار در راهبری شرکت‌ها» با عنوان «درصد سهام شناور آزاد» و متغیرهای مربوط به گروه «هیأت مدیره و مدیران اجرایی» است. بنابراین، با توجه به این امر و همچنین در نظر گرفتن ساختار و سیستم راهبری شرکت‌ها در

همان‌گونه که در نگاره ۲ نشان داده شده است، در مجموع از بین نوزده متغیر راهبری تنها شش متغیر شماره ۱، ۹، ۱۰، ۱۳، ۱۶ و ۲۰ با شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی رابطه معنی داری دارند. این متغیرها عبارتند از:

- ۱- «درصد مالکیت سهام و نفوذ دولت» (Gov 1)؛
- ۲- «نسبت تسهیلات مالی دریافتی به دارایی‌ها» (Gov 9)؛
- ۳- «نقش شرکت اصلی در راهبری شرکت فرعی» (Gov 10)؛
- ۴- «رعایت ماده ۱۱۴ قانون تجارت در مورد سهام وثیقه مدیران» (Gov 13)؛
- ۵- «نوع اظهار نظر حسابرس مستقل» (Gov 16)؛
- ۶- «رعایت کامل تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سالانه» (Gov 20).

نسبت‌های سودآوری در مجموع با متغیرهای شماره ۹، ۱۳، ۱۶ و ۱۰ در ارتباط معنی دار است. نسبت‌های فعالیت با متغیر شماره ۱۶، نسبت‌های بدهی با متغیرهای شماره ۹ و ۲۰، نسبت‌های جریان‌های نقدی عملیاتی با متغیر شماره ۹ و نسبت سود تقسیمی به حقوق صاحبان سهام نیز با متغیر شماره ۱ رابطه معنی دار دارند. این در حالی است که نسبت‌های نقدینگی با هیچ یک از متغیرهای مستقل (مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری) رابطه معنی دار ندارند. از گروه نسبت‌های سودآوری، نسبت حاشیه سود خالص با هیچ یک از مکانیزم‌های راهبری رابطه معنی دار ندارد. در همین گروه، نسبت بازده سرمایه‌گذاری در مقایسه با سایر نسبت‌های سودآوری و سایر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی دارای بیشترین تعداد رابطه با مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری است. علاوه بر این، هر یک از نسبت‌های

از جمله نداشتن تخصص کافی، عضویت در هیأت مدیره چند شرکت به صورت همزمان، فقدان انگیزه‌های لازم نزد این اشخاص، نبود بازار کار رقابتی مبتنی بر تخصص، کارایی و توانمندی مدیران دانست. به طور کلی، از شش مکانیزم مؤثر بر راهبری که به نوبه خود با شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی رابطه معنی دار دارند، وضعیت آنها از نظر گروه بندی به صورت زیر است :

۱. گروه مالکیت و کنترل شامل دو مکانیزم «درصد مالکیت سهام و نفوذ دولت» و «نقش شرکت اصلی در راهبری شرکت فرعی»؛
۲. گروه بانک‌ها و نقش آنها در راهبری شامل یک مکانیزم «نسبت تسهیلات دریافتی به دارایی‌ها»؛
۳. گروه الزام قانونی و افشاء، شامل یک مکانیزم «رعایت ماده ۱۱۴ قانون تجارت در مورد سهام وثیقه مدیران»؛
۴. گروه حقوق سهامداران شامل یک مکانیزم «رعایت کامل تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سالانه»؛
۵. گروه حسابرسی و پاسخگویی شامل یک مکانیزم «نوع اظهار نظر حسابرس مستقل» .

نتیجه‌گیری

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که در کشور ما برخی از مکانیزم‌های راهبری با شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه دارند. از هفت گروه مکانیزم راهبری مجموعاً پنج گروه آن با عملکرد مالی رابطه نشان می‌دهد؛ به طوری که سه گروه «نقش بانک‌ها»، «حسابرسی و پاسخگویی» و «رعایت حقوق سهامداران» دارای بیشترین تعداد رابطه بوده و گروه

ایران می‌توان چنین استنباط کرد که این سیستم بیش از آن که از ویژگی‌های یک سیستم برون سازمانی و متکی بر رقابت آزاد برخوردار باشد، با سیستم‌های درون سازمانی همخوانی بیشتری دارد (نک: [۱۵]) که این امر با توجه به وضعیت اقتصادی موجود و عدم توسعه بازارهای سرمایه و نبود اقتصاد رقابتی و بالابودن سهم دولت در اقتصاد چندان دور از ذهن نخواهد بود .

آنچه بیش از هر چیز شایان توجه است این است که نقش بانک‌ها و تأثیر آن بر شاخص‌های ارزیابی عملکرد مالی از تمامی مکانیزم‌های دیگر راهبری پر رنگ تر می‌نماید که این خود دلیل دیگری بر همخوانی بیشتر سیستم راهبری شرکت‌ها در کشور ما با سیستم‌های درون سازمانی است. نوع اظهار نظر حسابرس مستقل» با دو شاخص ارزیابی عملکرد مالی رابطه دارد که در هر دو مورد، این رابطه مستقیم است. این امر نشان می‌دهد که حسابرسی مستقل شرکت‌ها نقش درخور توجهی در عملکرد مالی شرکت‌ها دارد .

از جمله نکات درخور توجه، می‌توان به این موضوع اشاره کرد که مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری مربوط به گروه «هیأت مدیره و مدیران اجرایی» با هیچ یک از شاخص‌ها و نسبت‌های عملکرد مالی رابطه‌ای نشان نداده است. این گروه عمدتاً بر نقش استقلال هیأت مدیره از مدیریت اجرایی، ترکیب و اندازه هیأت مدیره تأکید دارد. نامربوط بودن مکانیزم‌های مؤثر بر راهبری با این گروه، مؤید این مطلب است که تأثیر عملکرد اعضای هیأت مدیره بویژه اعضای غیر موظف آن بر عملکرد مالی شرکت‌ها قابل تأیید نیست. این امر را می‌توان ناشی از ناکارآمدی اعضای هیأت مدیره به دلایل مختلف،

نقش مهمی در انسجام مالی و شفافیت هر چه بیشتر اطلاعات مربوط به راهبری دارد [نک: ۱۵ و ۱۷]. از آن جا که در کشور ما تاکنون این امر عملی نشده است، لذا تصویب و الزامی شدن آیین نامه اصول راهبری شرکت‌ها ضروری به نظر می‌رسد .

سیاست‌های موجود بانکی برای پرداخت تسهیلات به شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی به گونه‌ای است که غالباً بانک‌ها ریسک کمتری را در اعمال سیاست‌های پرداخت وام پذیرفته، در حقیقت، به عنوان یک ذی‌نفع واقعی شرکت‌ها تلقی نمی‌شوند. به همین دلیل، از نظر محتوایی توجه لازم و کافی به صورت‌های مالی شرکت‌ها و گزارش‌های حسابرسی ننموده، صرفاً از نظر شکلی و قانونی به این موضوع پرداخته‌اند. لذا ضروری به نظر می‌رسد که بانک‌ها در سیاست‌های خود برای ارزیابی مالی و پرداخت وام تجدید نظر نموده، با سهم شدن در ریسک اعطای وام به عنوان یک ذی‌نفع مؤثر در شرکت‌ها نقش کنترلی خود را به خوبی ایفا کنند .

با توجه به الزامات قانونی جدید و گسترش حوزه فعالیت حرفه حسابرسی و بویژه جامعه حسابداران رسمی و همچنین روند روز افزون خصوصی سازی، بویژه تصویب و اجرایی شدن سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی، توجه هر چه بیشتر به حرفه حسابرسی و حمایت از مجامع حسابداری و حسابرسی و بالابردن جایگاه حسابرسان و افزایش توانایی آنان و همچنین توجه بیشتر نهادها و سازمان‌ها به گزارش‌های حسابرسی در تصمیمات خود راجع به دادن هرگونه خدمات و تسهیلات به شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی احساس می‌شود .

«نقش بازار» و « هیأت مدیره و مدیران اجرایی» هیچ گونه رابطه‌ای از خود نشان نداده است. همچنین «نوع اظهار نظر حسابرس مستقل» و «رعایت کامل تکالیف مقرر از سوی مجمع عمومی سالانه» نسبت به سایر مکانیزم‌های راهبری، رابطه بیشتری با عملکرد مالی شرکت‌ها دارد .

در یک نمای کلی، می‌توان گفت که حسابرسی شرکت‌ها و تأثیرات آن بر عملکرد مالی و بهبود آن، نسبت به سایر مکانیزم‌های راهبری از اهمیت بیشتری برخوردار است. در واقع، شرکت‌هایی که از عملکرد مالی مطلوبتری برخوردارند نسبت به سایر شرکت‌ها از حسابرسی با کیفیت بالاتر و افشای مناسبتری برخوردارند. همچنین رابطه‌ای بین مکانیزم راهبری «تغییر و جایگزینی حسابرس» و «حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی» از گروه حسابرسی و پاسخگویی، با نسبت‌های مالی مشاهده نشده است . این وضعیت را می‌توان متأثر از این دانست که شواهدی حاکی از تفاوت معنی دار کیفیت حسابرسی بین مؤسسات حسابرسی غیر دولتی و سازمان حسابرسی موجود نیست. نکته مهم دیگر روند معکوس تأثیرات مکانیزم‌های راهبری حسابرسی در مقایسه با مکانیزم‌های راهبری منعکس کننده نقش بانک‌هاست که به نوعی بیانگر این است که سیاست‌ها و رویه‌های اعطای وام و پرداخت تسهیلات و همچنین سرمایه گذاری بانک‌ها در شرکت‌ها با نتایج گزارش‌های حسابرسی جهت گیری یکسانی ندارد .

پیشنهادها:

در بسیاری از کشورها آیین نامه‌ها و قوانین خاص راهبری شرکت‌ها تصویب و اجرایی شده که این امر

9. Bhagat Sanjai and Black Bernard. 2001. **The Non-Correlation between Board Independence and Long Term Firm Performance.** *Journal of Corporation Law* 231-274 (2001)
10. Fama, E. and M. Jensen. 1983. **Separation of ownership and control.** *Journal of Law and Economics* 26 (June): 301-325.
11. Grossman, S. and O. Hart. 1986. **The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration.** *Journal of Political Economy*, **94**, p. 691-719.
12. Jensen, M. and W. Meckling. 1976. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.** *Journal of Financial Economics, October, 1976, V. 3, No. 4*, pp. 305-360
13. Lawrence D. Brown, □□□ Marcus L. Caylor. 2004. **Corporate Governance and Firm Performance.** *Working Paper, Georgia State University*
14. Lawrence D. Brown □□□ Marcus L. Caylor. 2006. **Corporate Governance and Firm Operating Performance.** *Georgia State University*
15. Maria Maher and Thomas Anderson. 2000. **Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth.** *Oxford University Press, 2000.*
16. Mark S. Klock, Sattar A. Mansi, William F. Maxwell. 2004. **Does Corporate Governance Matter to Bondholders?** *Forthcoming: Journal of Financial and Quantitative Analysis*
17. Paul A. Gompers, Joy L. Ishii, Andrew Metrick. 2003. **Corporate Governance and Equity Prices.** [*Quarterly Journal of Economics* 118(1), February 2003, 107-155]
18. Shleifer, A. and R. Vishny. 1997. **A survey of corporate governance.** *Journal of Finance*, 52(2), p. 737-783.
19. Wolfgang Drobetz. 2003. **The Impact of Corporate Governance on Firm Performance.** University of Basel
20. Zingales, L. 1997. **Corporate governance.** *In The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* (forthcoming).

منابع و مآخذ

۱. حساس یگانه، یحیی، مفاهیم حاکمیت شرکتی، حسابداری، سال نوزدهم، ش ۱۶۷، ص ۳۰-۳۳
۲. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). **فلسفه حسابرسی**، تهران: انتشارات شرکت انتشارات علمی و فرهنگی، چاپ اول .
۳. حساس یگانه، یحیی و مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). « بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت »، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۵۲، ص ص ۱۰۷-۱۲۲ .
۴. ذوالنور، سید حسین. (۱۳۷۴). **مقدمه‌ای بر روش‌های اقتصاد سنجی**، مرکز نشر دانشگاه شیراز، چاپ اول .
۵. سازمان بورس اوراق بهادار تهران، **آیین نامه انضباطی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس** (مصوب ۸۴/۱۰/۱۸ شورای بورس).
۶. مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم. (۱۳۸۵). « بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران »، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۴۵، ص ۲۵-۴۴ .
۷. ملا حسینی، علی و قربان نژاد اسطلکی، کامران (۱۳۸۷). « بررسی رابطه میزان سهام شناور آزاد با نرخ بازده سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران »، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۵۱، ص ۶۹-۷۶ .
۸. نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). « تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »، **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۵۳، ص ص ۸۳-۱۰۰ .