



چهارمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت استراتژیک، ۱۶ و ۱۷ آذر ۱۳۹۵

بررسی وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکتهای دولتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن حمیدیان - استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب، ایران

رضا نعمتی کشتلی* - مربی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اسلام‌شهر، ایران

سید مجتبی مدنی - کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد اسلام‌شهر، ایران

صص. ۱۰۴ - ۸۹

چکیده

یکی از کارکردهای اساسی استقرار حاکمیت شرکتی در شرکتهای، تلاش برای بهبود عملکرد و افزایش ارزش برای سهامداران است. افزایش ارزش شرکت در نهایت موجب افزایش ثروت خود سهامداران می‌شود. بنابراین طبیعی است که سهامداران به دنبال بهبود عملکرد و افزایش ارزش شرکت باشند. چنانچه سازوکارهای حاکمیت شرکتی نتوانند این کارکرد را در شرکتهای ایفا کنند، در عمل کارایی و اثربخشی لازم را ندارند و نمی‌توانند عملکرد شرکتهای را بهبود بخشند. هدف اصلی این تحقیق بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای دولتی در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با معیارهای عملکرد بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q تووین بررسی شده است. نمونه بررسی شامل ۴۷ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ است که در مجموع ۴۲۳ مشاهده را تشکیل می‌دهد. تجزیه و تحلیل فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد به‌طور کلی، فقط بین مالکیت نهادی و معیارهای عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.

کلیدواژه: ارزیابی عملکرد، حاکمیت شرکتی، شرکتهای دولتی.

مقدمه

طی سال‌های اخیر تحولات پیچیده و سریع در محیط تجارت و شتاب همه‌جانبه در جهانی‌شدن، تأثیرات عمیقی بر فعالیت و عملیات شرکت‌ها گذاشته است. از جمله این تحولات، می‌توان به توسعه اقتصادی مبتنی بر دانش و سرمایه فکری، افزایش ریسک بنگاه‌ها، افزایش اهمیت مسئولیت اجتماعی و رعایت اصول اخلاقی، تحولات سریع در فناوری، به‌ویژه فناوری اطلاعات، پیدایش تکنیک‌های جدید در تجارت، تحول در تکنیک‌های مدیریتی و تصمیم‌گیری، تشدید رقابت و ضرورت مشتری‌مداری اشاره کرد، اما یکی از مهم‌ترین مباحث تجارت، بحث حاکمیت شرکتی است که در ابتدای قرن بیست‌ویک مطرح شد. مفهوم حاکمیت شرکتی از واژه لاتین Gubernare به معنای اداره کردن یا هدایت کردن، گرفته شده است (باسین، ۲۰۱۰). به‌طور کلی، نظام راهبری بنگاه یا حاکمیت شرکتی یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی شرکت است که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع مانند بستانکاران و تأمین‌کنندگان منابع مالی و دولت است. حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های شرکت هماهنگ شده و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام انگیزه لازم برای تحقق هدف‌های شرکت را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب، شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (مکرمی، ۱۳۸۵).

پیشینه نظری پژوهش

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از ابزارهای هدایت و کنترل است که با استفاده از قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌ها، موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود (حساس‌یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۵).

بیشتر تحقیقات انجام‌شده در زمینه حاکمیت شرکتی بر مبنای تئوری نمایندگی است و بر مسئله تضاد منافع تمرکز می‌کنند. وجود تضاد منافع، موجب نگرانی مالکان (سهامداران) می‌شود تا جایی که آنها برای اطمینان از تخصیص بهینه منابع خود توسط مدیران، به بررسی و ارزیابی عملکرد مدیران اقدام می‌کنند. به مرور زمان مشخص شده است که برخی از تصمیمات مدیران ممکن است موجب اتلاف منابع شرکت و از بین رفتن ثروت مالکان شود. از سوی دیگر، مدیران همواره به دنبال این هستند که ضمن پیشینه‌سازی منافع خود، به مالکان اطمینان دهند که تصمیمات اتخاذ شده آنها، در جهت منافع مالکان است (نمازی، ۱۳۸۴).

حاکمیت شرکتی سازوکارهای برای محدود کردن رفتارها و تضاد منافع بین مدیران و سهامداران در شرکت است. بر اساس نتایج مطالعات، سیستم جامع حاکمیت شرکتی برای محدود کردن فرصت‌طلبی مدیران، کارساز است (تانگ، چن و چنگ، ۲۰۱۳).

رسوایی‌های شرکت‌های انرون و ورلدکام در سال ۲۰۰۲ موجب شد تحقیقات زیادی در زمینه حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت انجام شود. بسیاری از محققان در این تحقیقات نشان دادند ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، بر عملکرد و ارزش بازار شرکت‌ها تأثیر مثبتی دارد (براون و کایلور، ۲۰۰۶).

نقش حاکمیت شرکتی زمانی مفیدتر است که مدیران از منافع سهامداران منحرف می‌شوند (ماهر و اندرسون، ۲۰۰۰) و این انحراف از آنجا ریشه می‌گیرد که گاهی مدیران برای کسب منافع شخصی اقداماتی را انجام می‌دهند. بر اساس تئوری نمایندگی، شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی بهتری دارند، از عملکرد و ارزش بالاتری برخوردارند و این امر از کاهش هزینه‌های نمایندگی (به دلیل کاهش مشکلات نمایندگی و تضاد منافع) نشئت می‌گیرد (براون و کایلور، ۲۰۰۶). همچنین طبق تئوری نمایندگی، شرکت‌ها زمانی بهتر اداره و نظارت می‌شوند که تمرکز مالکیت بیشتری داشته باشند؛ زیرا سهامداران بزرگ برای نظارت مدیران و افزایش کارایی شرکت انگیزه و توانایی کافی دارند (جاستین، ونگ و ژو، ۲۰۱۱). تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان شایان توجهی از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد (اعتمادی، نوروش، آذر و سراجی، ۱۳۸۹).

حاکمیت شرکتی شامل انواع گوناگونی از توافقات و سازوکارهای سازمانی و همچنین رویه‌های ایجاد تعادل در قدرت و مسئولیت سهامداران شرکت، مدیریت، هیئت‌مدیره و کارکنان است (لین و لیو، ۲۰۰۹). در این بین، ساختار مالکیت، اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و جدایی مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره، از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر حاکمیت شرکتی است (لیو و سان، ۲۰۰۵). فوسبرگ (۲۰۰۴) معتقد است یکی از مهم‌ترین منافع برقراری سازوکارهای حاکمیت شرکتی این است که امکانی فراهم می‌آورد تا سرمایه‌داران بتوانند سرمایه خود را با هزینه سرمایه کمتری افزایش دهند. در واقع یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع را دربردارد. نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم‌شده و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد می‌کند و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌آورد. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌گیرند (مکرمی، ۱۳۸۵).

موضوع اصلی دیگر در تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر دولتی و غیردولتی بودن شرکت‌ها تمرکز دارد. نتایج مطالعات بسیاری که در حوزه نوع مالکیت انجام شده است، نشان‌دهنده بهبود در ارزش مؤسسه‌هایی است که به تغییر در نوع مالکیت خود یا به خصوصی‌سازی (تغییر مالکیت دولتی به غیردولتی) اقدام کرده‌اند (یوبکری، کاست و گودهای، ۲۰۰۵). بنابراین با توجه به نوع مالکیت شرکت‌های دولتی و غیردولتی، به نظر می‌رسد تأثیرگذاری سازوکارهای شرکتی بر عملکرد شرکت‌های مختلف، متفاوت از هم باشد.

پیشینه تجربی

کینگ و هوانگ (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، تمرکز جغرافیایی و ارزش شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌هایی که مالکیت نهادی بیشتری دارند، نسبت به مدیران عامل خود حساس‌ترند و از آنان انتظار عملکرد بهتری دارند. همچنین تمرکز جغرافیایی فعالیت، اثربخشی کارکرد نظارتی حاکمیت شرکتی را افزایش می‌دهد. تانگ، چنگ و چن (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. از نظر آنها سازوکار حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند بین مدیریت سود و ارزش شرکت رابطه مثبتی ایجاد کند. نتایج تجربی پژوهش آنان نشان داد در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف، بین مدیریت سود با بازده دارایی‌ها و نسبت Q توپین رابطه منفی وجود دارد؛ اما در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، بین مدیریت سود با بازده دارایی‌ها و نسبت Q توپین، رابطه مثبت و معناداری برقرار است. العمران (۲۰۱۴) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و عملکرد بانک‌های اردن پرداخت. نمونه تحقیق شامل اطلاعات بانک‌های عمومی کشور اردن در بازه زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۲ بود. نتایج پژوهش نشان داد تمرکز مالکیت، تأثیر مستقیمی بر میزان سودآوری دارد و مالکیت خارجی تأثیر مستقیمی بر کارایی عملیاتی بانک‌ها می‌گذارد. همچنین در این پژوهش بین اندازه هیئت‌مدیره و سودآوری بانک، رابطه معناداری گزارش شد. لئونگ و چنگ (۲۰۱۳) در پژوهش خود به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها با توجه به نوع مالکیت مرکزی و محلی و غیردولتی آنها پرداختند. تجزیه و تحلیل شرکت‌های چینی در بازه زمانی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ نشان داد نحوه تأثیرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها، با توجه به نوع مالکیت آنها متفاوت از یکدیگر است. لانگ، لینز و مافت (۲۰۱۲) در مطالعه دیگری، رابطه میان شفافیت سطح شرکت، نقدشوندگی بازار سهام و ارزش شرکت را در ۴۶ کشور از سال ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۷ بررسی کردند. آنها دریافتند شفافیت بهتر به ارزش بیشتر شرکت وابسته است و نقدشوندگی بازار سهام به‌عنوان عامل مهم در شفافیت، موجب افزایش ارزش شرکت شده است. در این پژوهش تجزیه و تحلیل براساس روابط علی نبود؛ زیرا آنها برای ارزیابی مدلهایشان از اثرهای ثابت استفاده کردند. کونولی و کیلر (۲۰۱۲) طی مطالعه‌ای که در تایلند انجام دادند، شاخص راهبری شرکتی جامعی از داده‌های سال‌های ۲۰۰۲، ۲۰۰۴ و ۲۰۰۵ ارائه کردند و دریافتند معیارهای کیفیت راهبری شرکتی با ارزش شرکت رابطه‌ای ندارد. بالاسوبرامانیان، بلک و خانا (۲۰۱۰) با استفاده از یک شاخص راهبری شرکتی، به مطالعه شرکت‌های هند در سال ۲۰۰۶ پرداختند و به رابطه معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی هند و ارزش شرکت دست یافتند. آنان در این مطالعه رابطه علی را بررسی نکردند؛ چون داده‌های یک سال مالی را در نظر گرفته بودند. مشایخی و سیدی (۱۳۹۴) راهبری شرکتی و اجتناب مالیاتی را به‌صورت الگوی پنل نامتوازن بررسی کردند. در این تحقیق رابطه برخی از معیارهای مهم راهبری شرکتی، شامل درصد مالکیت نهادی، استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره و اجتناب مالیاتی مطالعه شده است. برای این منظور ۱۴۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۱ بررسی شدند. نتایج نشان داد بین راهبری شرکتی و اجتناب مالیاتی رابطه معناداری وجود ندارد، بین متغیرهای کنترلی سودآوری و اندازه شرکت رابطه منفی و

معناداری برقرار است و بین حسابرسی مالیاتی و اجتناب مالیاتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. شورورزی، خلیلی، سلیمانی و فروتن (۱۳۹۴) با استفاده از رگرسیون فازی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پرداختند. بر اساس نتایج تحقیق، حضور اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی، ارتباط معناداری با عملکرد شرکت دارد، اما بین نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد شرکت رابطه معناداری مشاهده نشد. حساس‌یگانه (۱۳۹۴) با استفاده از رگرسیون چندمتغیره، به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کیفیت حسابرسی و مدیریت سود واقعی روی نمونه‌ای متشکل از ۸۱ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ پرداخت. نتایج پژوهش نشان داد از بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اندازه هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت، تأثیر معناداری بر کیفیت حسابرسی نمی‌گذارد، اما استقلال هیئت‌مدیره و حسابرسی داخلی بر کیفیت حسابرسی تأثیرگذار است. بر اساس یافته دیگر این پژوهش، سازوکارهای حاکمیت شرکتی به کاهش مدیریت سود واقعی منجر می‌شود. خلعتبری لیمایی، نوش‌آذر، ابراهیمیان و حسین بیکی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش بازده دارایی‌ها، شاخص عملکرد در نظر گرفته شده است. برای آزمون فرضیه‌ها از آنالیز رگرسیون خطی چندگانه در سطح خطای ۵ درصد استفاده شده است. نتایج پژوهش، بیان‌کننده این است که بین حضور سهامداران نهادی، تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، نقش دوگانه مدیرعامل و عملکرد، رابطه معناداری وجود ندارد.

اولی، قائمی‌اصل، امین‌زادگان و عظیمی (۱۳۹۳) به تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. بر اساس نتایج این پژوهش بین پنج عنصر حاکمیت شرکتی (درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهامداران کنترلی، تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره) فقط متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی می‌گذارد. به‌علاوه، رابطه علیت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی نیز بر اساس آزمون علیت گرنجری به تأیید رسید. شرکت‌های ایران خودرو، سرمایه‌گذاری معادن و فلزات و سایپا، به ترتیب دارای بیشترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی هستند. مهرانی، حسینی، حیدری و پویانفر (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت پرداختند. طرفداران خصوصی‌سازی، معتقدند که واگذاری مالکیت به بخش خصوصی، موجب ارتقای کارایی و ارزش شرکت‌ها، ارتقای فضای کسب‌وکار و در نهایت، رشد و رفاه اقتصادی می‌شود. بنابراین آنان با استفاده از داده‌های ۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸، تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها را با به‌کارگیری روش تخمین حداقل مربعات تعمیم‌یافته (EGLS) و روش تخمین گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) بررسی کردند و ضمن دسته‌بندی ساختار مالکیت به چهار طبقه مالکیت دولتی، مالکیت شرکتی، مالکیت نهادی و مالکیت انفرادی، نسبت Q توبین را نیز به‌عنوان معیار ارزش مد نظر قرار دادند. نتایج آزمون هم‌جمعی کائو، رابطه بلندمدتی میان متغیرهای پژوهش نشان داد. نتایج تخمین‌های روش EGLS و GMM نیز گویای تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی و بی‌تأثیر بودن انواع دیگر مالکیت بر ارزش شرکت‌ها بود.

این یافته‌ها تأییدی بر فرضیه نظارت کارا در رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است. مهدوی، حسینی و رئیسی (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت پرداختند. سود پیش‌بینی‌شده و اثر آن بر تصمیم‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی دارد. درباره کیفیت سود پیش‌بینی‌شده مدیریت و شناسایی عوامل مؤثر بر آن، پژوهش‌های بسیاری اجرا شده است. این پژوهش روی اثر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت تمرکز کرده است. متغیرهایی مانند ویژگی‌های هیئت‌مدیره، سهامداران نهادی و کمیته حسابرسی، برای ارزیابی حاکمیت شرکتی به کار رفته‌اند. برای اندازه‌گیری متغیر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده نیز، از دو متغیر دقت و سوگیری مدیریت در سود پیش‌بینی‌شده استفاده شده است. نتایج پژوهش روی ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ نشان داد، متغیرهای حاکمیت شرکتی تأثیری بر کیفیت سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیریت شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

مدل مفهومی پژوهش

حاکمیت شرکتی بنگاه، ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه و وسایل دستیابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد می‌کند و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌آورد. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می‌برند (مکرمی، ۱۳۸۵). حال این سؤال در ذهن مطرح می‌شود که آیا سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت اثر دارد؟ بر اساس پژوهشی که براون و کاپلور (۲۰۰۶) اجرا کردند، امکان سه رابطه علت و معلولی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. اول اینکه رابطه مستقیم و یک‌طرفه‌ای بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد؛ مبنی بر اینکه کیفیت حاکمیت موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. در حالت دوم این رابطه دوسویه می‌شود؛ به این ترتیب کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد هر دو بر هم اثرگذارند. در حالت سوم کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد به‌طور مستقیم بر هم اثرگذار نیستند، بلکه از طریق دخالت متغیر سومی به نام سهامداران نهادی بر هم تأثیر می‌گذارند.

سؤال اصلی تحقیق حاضر عبارتست از اینکه چه رابطه‌ای بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟ با توجه به سؤال اصلی پژوهش، فرضیه‌هایی به شرح زیر مطرح شده است:

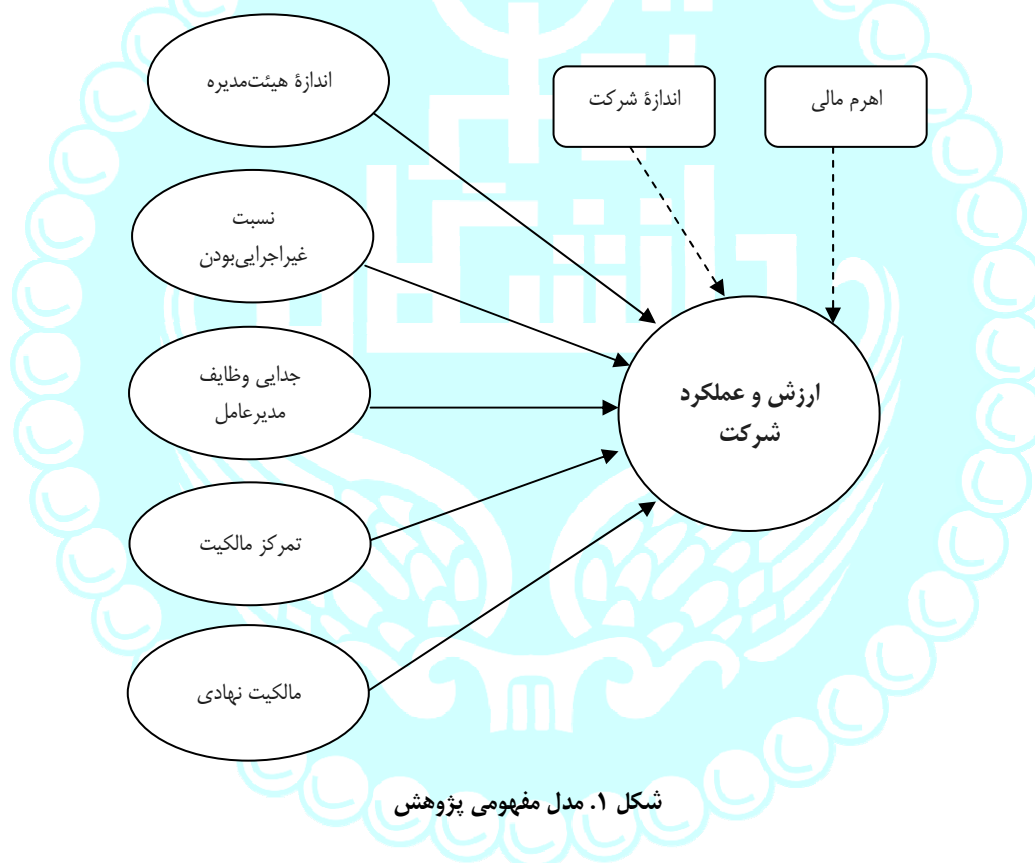
فرضیه اصلی

بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های دولتی و شاخص‌های ارزیابی عملکرد، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های فرعی

۱. بین اندازه هیئت‌مدیره در شرکت‌های دولتی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q توبین) رابطه معناداری وجود دارد.

۲. بین استقلال هیئت‌مدیره در شرکت‌های دولتی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q توبین) رابطه معناداری وجود دارد.
۳. بین جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره در شرکت‌های دولتی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q توبین) رابطه معناداری وجود دارد.
۴. بین تمرکز مالکیت در شرکت‌های دولتی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q توبین) رابطه معناداری وجود دارد.
۵. بین مالکیت نهادی در شرکت‌های دولتی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت Q توبین) رابطه معناداری وجود دارد.



روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش کاربردی و از نوع همبستگی است. طرح پژوهش آن از نوع شبه‌تجربی بوده و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) اجرا شده است. جامعه آماری آن شامل شرکت‌های دولتی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ می‌شود. شرکت دولتی به شرکتی اطلاق می‌شود که

بیش از ۵۰ درصد سهام آن متعلق به دولت یا بخش‌ها و شرکت‌های دولتی دیگر باشد (محمدی، قالیباف و مشکئی، ۱۳۸۸).

نمونه تحقیق شامل شرکت‌های دولتی‌ای می‌شود که بر اساس شرایط و ویژگی‌های زیر از جامعه آماری یادشده استخراج شده‌اند.

۱. تا سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. طی دوره مالی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران فعال باشند.
 ۳. به منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آنها به ۲۹ اسفند منتهی شود.
 ۴. طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی یا تغییر فعالیت نداده باشند.
 ۵. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، مادرشرکت‌ها و لیزینگ‌ها نباشند؛ زیرا افشای اطلاعات مالی و ساختارهای حاکمیت شرکتی در آنها متفاوت است.
 ۶. اطلاعات مالی لازم، به‌ویژه یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی به منظور استخراج داده‌های مورد نیاز از جمله حساب اقلام تعهدی اختیاری در دسترس باشد.
- با توجه به مجموعه شرایط یادشده، ۴۷ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۴ دارای شرایط بالا بودند که به دلیل محدود بودن تعدادشان، تمام آنها برای نمونه آماری انتخاب شدند.

متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل - متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی

- اندازه هیئت‌مدیره: این متغیر تعداد افراد حاضر در هیئت‌مدیره شرکت‌ها را در برمی‌گیرد.
- نسبت غیراجرایی بودن: عبارت است از نسبت اعضای غیراجرایی هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره. مستقل بودن یک عضو نیز به معنای فعالیت نکردن وی در امور اجرایی شرکت است.
- جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره: متغیر مجازی است، در صورتی که مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره یک شخص باشد به این متغیر عدد ۱ داده می‌شود و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد. متغیر مجازی متغیری کیفی است و برای آن که در تجزیه و تحلیل کمی بتوان از آن استفاده کرد، مقادیر ساختگی یا مجازی به آن داده می‌شود.
- تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان شایان توجهی از سهام شرکت به سهامداران عمده (اکثریت) تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده محدودی قرار دارد (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹). در واقع تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران در شرکت. در این تحقیق به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال استفاده شده است. شاخص یادشده از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت به دست می‌آید.

- مالکیت نهادی: مطابق با ادبیات حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی شامل بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر شرکت‌ها و مؤسسه‌های دولتی هستند که به خرید و فروش اوراق بهادار می‌پردازند.

متغیر وابسته - متغیرهای مربوط به عملکرد شرکت

- بازده دارایی‌ها: برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها.
- بازده حقوق صاحبان سهام: برابر است با نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام.
- نسبت Q توبین: از این نسبت بیشتر برای معیار ارزش شرکت استفاده می‌شود. در این مطالعه Q توبین به صورت نسبت مجموع ارزش بازار سرمایه به علاوه ارزش دفتری بدهی، تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$$\text{Tobin's } Q = (MVE + TL) / TA \quad (\text{رابطه } 1)$$

متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت.
- اهرم مالی: برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

فرضیه‌های تحقیق با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره آزمون شده‌اند. مدل رگرسیونی به کار برده شده نیز از نوع رگرسیون خطی است. همچنین برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش از آماره t استفاده شده است. از این رو برای آزمون معنادار بودن مدل رگرسیون و ضرایب، آزمون‌های F فیشر و t اجرا می‌شود. مدل پژوهش در قالب رابطه ۲ به نمایش گذاشته شده است.

$$\text{Firm Performance} = \alpha + \beta_1 \text{Corporate Governance} + \beta_2 \text{Size} + \beta_3 \text{DR} + \varepsilon \quad (\text{رابطه } 2)$$

که در این رابطه، Firm Performance شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت؛ Corporate Governance سازوکارهای حاکمیت شرکتی؛ Size اندازه شرکت و DR معرف اهرم مالی است.

رگرسیون چندمتغیره روش‌های مختلفی دارد. تفاوت روش‌های آن در نحوه انتخاب متغیرهای پیش‌بینی کننده است. در این پژوهش برای تعیین رگرسیون از رابطه ۳ استفاده شده است.

$$Y = a + b_1x_1 + b_2x_2 + \dots + b_nx_n + u_t \quad (\text{رابطه } 3)$$

در این رابطه، Y معرف متغیر وابسته؛ x_1, x_2, \dots, x_n کلیه متغیرهای مستقل و کنترلی استفاده‌شده در این پژوهش؛ a عرض از مبدأ؛ b_1, b_2, \dots, b_n ضریب رگرسیون‌های به‌دست آمده کلیه متغیرهای این پژوهش؛ u_t جملات خطا است.

برای بررسی اینکه در هر مدل رگرسیون جملات خطا خودهمبسته هستند یا خیر، آزمون‌هایی طراحی شده است که در این پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی پژوهش

به‌منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه شد که نتایج آن در جدول ۱ مشاهده می‌شود. این جدول شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، حداقل، حداکثر و انحراف معیار داده‌ها است.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌ها

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
اندازه هیئت‌مدیره	۴۲۳	۵/۷۳	۵	۰/۸۲۳	۵	۷
نسبت غیراجرایی‌بودن	۴۲۳	۰/۶۲۸۵	۰/۸	۰/۲۵۶۷۹	۰	۱
جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره	۴۲۳	۰/۰۰۵۶	۰	۰/۰۷۴۴۷	۰	۱
مالکیت نهادی	۴۲۳	۰/۶۳۱۶	۰/۷۳	۰/۳۱۵۳۱	۰	۰/۹۹
تمرکز مالکیت	۴۲۳	۰/۶۹۱۲	۰/۷۲	۰/۲۱۶۰۸	۰/۰۳	۰/۹۹
بازده دارایی‌ها	۴۲۳	۰/۱۲۷۵	۰/۱۰۱	۰/۱۲۷۶۴	-۰/۲۹	۰/۶۹
بازده حقوق صاحبان سهام	۴۲۳	۰/۲۹۶۳	۰/۲۸۹	۰/۲۷۱۲	-۱/۸۳	۱/۳۳
نسبت Q توبین	۴۲۳	۱/۵۲۷	۱/۲۲۷	۰/۸۶۹۶۶	۰/۳	۵/۸۸
اندازه شرکت	۴۲۳	۱۲/۸۵۸۶	۱۲/۸۳۳	۱/۴۹۰۸۱	۸/۷۹	۱۷/۵۸
اهرم مالی	۴۲۳	۰/۶۱۴۹	۰/۶۳۳	۰/۱۷۱۹۷	۰/۱۲	۱/۵۴

ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش در جدول ۲ ارائه شده است. ضرایبی که با علامت (***) مشخص شده‌اند، در سطح اطمینان ۹۹ درصد و ضرایبی که با علامت (*) مشخص شده‌اند در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادارند. همچنین علامت منفی به معنای رابطه معکوس است و علامت مثبت رابطه مستقیم بین دو متغیر را نشان می‌دهد.

جدول ۲. ضرایب همبستگی

اهرم مالی	اندازه شرکت	نسبت Q توپین	بازده حقوق صاحبان سهام	بازده داراییها	تمرکز مالکیت	مالکیت نهادی	جدایی وظیفه مدیرعامل از ...	نسبت غیراجرایی بودن	اندازه هیئت مدیره	بررسی ضرایب همبستگی
**۰/۱۷۳	*-۰/۱۵۳	**۰/۲۰۷	**۰/۲۲۶	**۰/۲۴۳	**۰/۲۰۳	**۰/۱۵۹	-۰/۰۳۳	۰/۰۵۴	۱	اندازه هیئت مدیره
**۰/۱۸۸	-۰/۰۲۰	-۰/۰۷۵	۰/۰۷۰	**۰/۱۶۹	۰/۰۶۴	**۰/۲۸۰	**۰/۱۹۲	۱		نسبت غیراجرایی بودن
-۰/۰۵۵	-۰/۰۴۹	-۰/۰۶۶	-۰/۰۸۴	-۰/۰۹۶	*-۰/۱۵۲	**۰/۲۱۰	۱			جدایی وظیفه مدیرعامل از...
*-۰/۱۵۱	**۰/۲۱۰	**۰/۲۷۰	**۰/۱۹۱	**۰/۲۵۹	**۰/۵۳۷	۱				مالکیت نهادی
**۰/۲۴۰	**۰/۲۹۵	**۰/۱۷۲	*۰/۱۵۰	۰/۱۱۳	۱					تمرکز مالکیت
۰/۰۸۱	-۰/۰۲۹	**۰/۵۸۹	**۰/۸۰۲	۱						بازده داراییها
-۰/۰۷۸	۰/۰۲۶	**۰/۵۰۶	۱							بازده حقوق صاحبان سهام
-۰/۰۲۷	۰/۰۱۹	۱								نسبت Q توپین
**۰/۲۳۸	۱									اندازه شرکت
۱										اهرم مالی

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندمتغیره و نرم‌افزار 7 EViews استفاده شده است که نتایج آن در ادامه بیان می‌شود.

- نتایج آزمون فرضیه‌ها بر اساس متغیر وابسته بازده داراییها

از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، سطح معناداری چهار متغیر اندازه هیئت مدیره، نسبت غیراجرایی بودن، جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و تمرکز مالکیت، بیش از سطح خطای ۵ درصد به دست آمده است و معنادار نیستند؛ در نتیجه فرضیه‌های اول تا چهارم بر اساس متغیر وابسته بازده داراییها پذیرفته نمی‌شوند. اما سطح معناداری متغیر مالکیت نهادی (۰/۰۴) کمتر از سطح خطای آزمون است که نشان می‌دهد رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و بازده داراییها وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه پنجم بر اساس متغیر وابسته بازده داراییها تأیید می‌شود. ضریب تعیین مدل (۰/۲۳) نیز نشان می‌دهد ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می‌شود. همان‌طور که گفته شد، برای آزمون خودهمبستگی در مدل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. به‌طور کلی اگر مقدار این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، مشکل خودهمبستگی در مدل

وجود ندارد. به دلیل پایین بودن ضریب همبستگی در برآوردهای اولیه، از روش AR در نرم‌افزار EViews استفاده شد تا این مشکل برطرف شود. بدین ترتیب، ضریب دوربین - واتسون مدل ۱/۹۹ به دست آمد؛ به این معنا که مشکل همبستگی در مدل وجود ندارد.

جدول ۳. نتایج برآورد مدل رگرسیون (متغیر وابسته: بازده دارایی‌ها)

متغیرها	ضرایب	آماره t	معناداری
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۰۲۶۴۳	۰/۰۹۰۷۸۴	۰/۹۲۷۷
نسبت غیراجرایی‌بودن	۰/۰۰۱۸۱۱	۰/۰۷۷۳۷۸	۰/۹۳۸۴
جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره	۰/۰۵۳۸۸۱	۱/۰۲۱۶۳۵	۰/۳۰۷۹
مالکیت نهادی	۰/۰۳۵۳۱۶	-۲/۱۱۳۸۱۸	۰/۰۴۰۹
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۸۶۰۷	۰/۲۳۲۴۶۰	۰/۸۱۶۴
اندازه شرکت	۰/۰۱۴۷۱۳	۳/۷۷۱۹۹۸	۰/۰۰۰۲
اهرم مالی	-۰/۲۳۱۳۹۸	-۱/۹۱۰۱۱۶	۰/۰۵۷۲
عدد ثابت مدل	۰/۰۶۰۲۷۳	۰/۹۰۵۵۴۷	۰/۳۶۶۰
AR	۰/۱۱۴۸۷۴	۱/۶۷۴۹۶۸	۰/۰۹۵۲
آماره F: ۱۰/۹۹	معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		
ضریب تعیین: ۰/۲۳	دوربین - واتسون: ۱/۹۹		

• آزمون فرضیه‌ها بر اساس متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، سطح معناداری چهار متغیر اندازه هیئت‌مدیره، نسبت غیراجرایی‌بودن، جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت، بیش از سطح خطای ۵ درصد به دست آمده است و معنادار نیستند؛ در نتیجه فرضیه‌های اول تا چهارم بر اساس متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام به تأیید نمی‌رسد، اما سطح معناداری متغیر مالکیت نهادی (۰/۰۳) کمتر از سطح خطای آزمون است که نشان می‌دهد رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و بازده حقوق صاحبان سهام وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه پنجم بر اساس متغیر وابسته بازده حقوق صاحبان سهام پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل (۰/۱۱۹) نیز نشان می‌دهد ۱۱/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در تبیین می‌شود. به دلیل پایین بودن ضریب همبستگی در برآوردهای اولیه، از روش AR در نرم‌افزار EViews استفاده شد تا این مشکل برطرف شود. بدین ترتیب، ضریب دوربین - واتسون مدل ۱/۹۸ به دست آمد که نشان می‌دهد مشکل همبستگی در مدل وجود ندارد.

جدول ۴. نتایج برآورد مدل رگرسیون (متغیر وابسته: بازده حقوق صاحبان سهام)

متغیرها	ضرایب	آماره t	معناداری
اندازه هیئت مدیره	-۰/۰۵۸۶۹۷	-۰/۷۳۳۳۷۵	۰/۴۶۴۰
نسبت غیراجرایی بودن	-۰/۰۶۵۲۸۶	-۰/۹۲۲۱۹۲	۰/۳۵۷۳
جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره	۰/۳۷۴۷۳۳	۱/۴۲۲۶۷۹	۰/۱۵۶۰
مالکیت نهادی	۰/۱۱۱۶۹۶	-۲/۴۵۱۸۲۴	۰/۰۳۷۸
تمرکز مالکیت	۰/۱۶۷۴۸۷	۱/۷۵۰۶۱۵	۰/۰۸۱۲
اندازه شرکت	۰/۰۳۷۰۷۷	۳/۰۵۶۱۹۸	۰/۰۰۲۵
اهرم مالی	-۰/۲۶۵۶۱۱	-۲/۶۳۵۱۰۱	۰/۰۰۸۹
عدد ثابت مدل	-۰/۱۰۵۹۰۵	-۰/۶۱۸۳۵۴	۰/۵۳۶۹
AR	۰/۱۷۵۵۰۲	۲/۸۴۳۸۳۲	۰/۰۰۴۸
آماره F: ۴/۹۹	معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		
ضریب تعیین: ۰/۱۱۹	دوربین - واتسون: ۱/۹۸		

• آزمون فرضیه‌ها بر اساس متغیر وابسته نسبت Q توبین

بر اساس نتایج مندرج در جدول ۵، از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، سطح معناداری چهار متغیر اندازه هیئت مدیره، نسبت غیراجرایی بودن، جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و تمرکز مالکیت، بیش از سطح خطای ۵ درصد به دست آمده و معنادار نیستند؛ در نتیجه فرضیه‌های اول تا چهارم بر اساس متغیر وابسته نسبت Q توبین پذیرفته نمی‌شود. اما سطح معناداری متغیر مالکیت نهادی (۰/۰۲) کمتر از سطح خطای آزمون است که نشان می‌دهد رابطه معناداری بین مالکیت نهادی و نسبت Q توبین وجود دارد؛ در نتیجه فرضیه پنجم بر اساس متغیر وابسته نسبت Q توبین پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین مدل (۰/۲۱) نیز نشان می‌دهد ۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای وارد شده در مدل قابل توضیح است. به دلیل پایین بودن ضریب همبستگی در برآوردهای اولیه، از روش AR در نرم افزار EViews استفاده شد تا این مشکل برطرف شود. بدین ترتیب، ضریب دوربین - واتسون مدل ۲/۰۷ به دست آمد که نشان می‌دهد مشکل همبستگی در مدل وجود ندارد.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل رگرسیون (متغیر وابسته: نسبت Q توبین)

متغیرها	ضرایب	آماره t	معناداری
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۴۴۵۸۰۰	-۱/۱۱۸۰۹۱	۰/۲۶۴۵
نسبت غیراجرایی بودن	-۰/۲۵۱۹۷۲	۰/۷۸۰۴۴۸	۰/۴۳۵۸
جدایی وظیفه مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره	-۰/۸۴۵۷۹۳	۱/۲۰۹۳۵۲	۰/۲۲۷۶
مالکیت نهادی	-۰/۴۴۱۳۴۶	-۲/۹۴۷۲۵۷	۰/۰۲۲۶
تمرکز مالکیت	۰/۰۷۸۷۶۴	۰/۲۰۹۴۲۰	۰/۸۳۴۳
اندازه شرکت	-۰/۲۳۷۲۰۵	۴/۵۲۲۷۲۰	.
اهرم مالی	-۰/۱۵۹۹۲۵	-۰/۱۸۲۹۰۷	۰/۸۵۵۰
عدد ثابت مدل	-۱/۵۴۴۵۷۹	-۲/۴۰۸۲۳۱	۰/۰۱۶۷
AR	-۰/۵۱۱۲۶۰	۴/۹۵۰۱۰۷	.
آماره F: ۱۰/۰۱	معناداری آماره F: ۰/۰۰۰		
ضریب تعیین: ۰/۲۱	دوربین - واتسون: ۲/۰۷		

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

همان‌طور که مشاهده می‌شود، از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، فقط بین مالکیت نهادی با شاخص‌های ارزیابی عملکرد در شرکت‌های دولتی رابطه معناداری وجود دارد که نوع رابطه نیز مثبت و مستقیم است؛ به‌گونه‌ای که با افزایش میزان مالکیت نهادی، عملکرد شرکت‌های دولتی نیز بهبود یافته است. بر اساس نتایج تحقیق، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دولتی در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌هایی را انتخاب کنند که میزان مالکیت نهادی بیشتری دارند. همچنین به مدیران غیراجرایی شرکت‌های دولتی توصیه می‌شود با افزایش کارایی خود در نظارت بر عملکرد شرکت‌ها، موجب بهبود عملکرد و ارزش بازار شرکت شوند.

References

- Al-Amarneh, A. (2014). Corporate Governance, Ownership Structure and Bank Performance in Jordan. *International Journal of Economics and Finance*, 6(6), 192-202.
- Balasubramanian, N., Black, B.S., Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: a case study of India. *Emerging Market Review*, 11(4), 319-340.
- Bhasin, M. (2010). Corporate Governance in the Asian Countries. *African Journal of Business Management*, 4(10), 1964-1971.

- Boubakri, B., Cosset, J.C. &Guedhami,O. (2005). Post privatization corporate governance: The role of ownership structure and investor protection, *Journal of Financial Economics*, 76, (2), 369-399.
- Brown, L., Caylor,M.(2006).*Corporate governance and firm operating performance*.Working Paper, Georgia State University.
- Connelly, J.T., Limpaphayom, P., Nagarajan, N.J. (2012). Form versus substance the effect of ownership structure and corporate governance on firm value in Thailand, *Journal of Banking & Finance*, 36 (2012), 1722–1743.
- Etemadi, H., Noravesh, A., Azar, A. Seraji, H. (2010) Define and design a predictive model accounting conservatism with an emphasis on its relationship with the weighted average cost of capital in firms listed in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*, NO. 5, 5-25. (in Persian)
- Fosberg, R. H. (2004). Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects. Corporate Governance.*International Journal of Business in Society*, 4 (1),31 – 38.
- Hasas Yegane, Y. (2015). Impact on audit quality corporate governance mechanism and management of real benefit. Quarterly accounting empirical research, 15(20), 23-45. (in Persian)
- Hasas Yegane, Y., KHeirollahi, M. (2006) .Corporate governance and transparency, *CPA Journal*, (203), 80-74. (in Persian)
- Huang, X., Kang, J.K. (2015).*Geographic Concentration of Institutions, Corporate Governance, and Firm Value*. Available at: ssrn.com.
- Justin, W., Sami, H. & Zhou, H. (2011).*Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms*.Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Volume 20, Issue 2, 2011, Pages 106–114.
- Khalatbari Limaki, A., Noosh azar, M., Ebrahimian, M., Hossein beige, M. (2014). The Effect of Corporate Governance on the financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange.The first international conference on economics, management, accounting and social sciences. (in Persian)
- Lang, M., Lins, K.V., Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: international evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research* 50 (3), 729–774
- Leung, N. W. & Cheng, M.A. (2013). Corporate governance and firm value: Evidence from Chinese state-controlled listed firms.*China Journal of Accounting Research*, 6, 89–112.
- Lin, Z. J.& Liu, M.(2009).The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China.*Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18, 44-59.
- Liu, G.S. & Sun, P. (2005). The Class of Owners and its Impacts on Corporate Performance: A Case of State Shareholding Composition in Chinese Public Corporations. *Corporate Governance*, 13, 46-71.
- Mahdavi, GH, Hosseini, S., Rayisi, Z. (2013). The impact of corporate governance on earnings quality characteristics predicted by the management of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Management Accounting Quarterly*, (16), 60-43. (in Persian)

- Maher, M., Andersson, T.(2000).*Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth*, OECD working paper.
- Mashayekhi, B., Seyedi, S. (2015). Corporate governance and tax avoidance, accounting Knowledge, Issue 20, 103-83. (in Persian)
- Mehrani, S., Hosseini, A., Heydari, H. & Puyanfar, A. (2013). Effect of ownership structure on the value of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Research*, 15(1), 129-148. (in Persian)
- Mohammadi, Sh., Ghalibafasl, H., Meshki, M. (2009). Effect of ownership structure (concentration and composition) on the performance and value of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Research*, 28, 88-69. (in Persian)
- Mokarrami, Y. (2006). Principles of Corporate Governance manufacture, *auditor Journal*, (32), 45-40. (in Persian)
- Namazi, M. (2005).Application of agency theory in management accounting. *Journal of Social Sciences and Humanities Shiraz University*, No. 43, 164-147. (in Persian)
- Oula, M., Ghaemi asl, M., Amin zadegan, M. & Azimi, M. (2014). Analyze the relationship between corporate governance and economic value in the Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*, (21), 59-70. (in Persian)
- Shoorvarzi, M., Khalili, M., Forootan, H. (2015). The relationship between corporate governance and firm performance based on fuzzy regression. *Financial accounting and auditing preceding studies*, 25, 139-121. (in Persian)
- Tang, H., Chen, A., Chang, C. (2013). Insider trading, accrual abuse, and corporate governance in emerging markets - Evidence from Taiwan. *Pac Basin Finance*, 24, 132-155.