

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علیرضا مومنی ۱ و آرزو جاویدوار ۲

۱. استادیار و عضو هیئت علمی دانشگاه پیام نور واحد تهران غرب (مکاتبه کننده)

۲. کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور واحد تهران غرب

چکیده

هدف از این پژوهش بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده می شود که براین اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران فارسی گردآوری می گردد. نمونه آماری شامل ۱۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. سپس داده‌های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار ره آورد نوین و بانک جامع اطلاعات بورس استخراج می شود. به منظور بررسی متغیرها از از نرم افزار Eviews استفاده شده است. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر این موضوع است که در فرضیه اول این تحقیق، بین اندازه هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت- های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه دوم این تحقیق نشان داد که بین استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

معیارهای عملکرد که از بازگشت دارایی و بازگشت حقوق صاحبان سهام و Tobin Q استفاده می کنند، در ادبیات مورد نظر به حاکمیت شرکتی مربوط می شوند. برای مثال، آبور^۱ در سال ۲۰۰۷، عملکرد شرکت های موجود در بورس اوراق بهادار کشور غنا را به حاکمیت شرکتی مرتبط ساختند. با این حال، معیار دیگری از عملکرد شرکت ها، ارزش بازار آن ها است. حاکمیت شرکتی چگونه می تواند بر ارزش یک شرکت تاثیر گذارد؟ ادبیات مورد نظر نتایج ترکیبی را ارائه می دهد، زیرا مسیر واضح و مشخصی در این مورد وجود ندارد که آیا حاکمیت شرکتی دارای تاثیر مثبت یا منفی بر ارزش شرکت است یا خیر. با توجه به رابطه ی بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، شرکت هایی با مکانیزم های حاکمیت شرکتی که می توانند سرمایه گذاران را حفظ کنند، دارای ارزش برتر توسط سرمایه گذاران هستند. ادبیات مورد نظر شناسایی می کند که ارزش شرکت در بازار داخلی زمانی افزایش می یابد که شرکت ها دارای سرمایه گذاری های بیرونی در کشورهایی باشند که از سرمایه گذاران محافظت می کنند. در مقابل، اگر شرکت ها در کشورهایی سرمایه گذاری نمایند که حفاظت کمتری از سرمایه گذاران دارند، آن ها دارای ارزش کمتری خواهند بود. حقوق سهامداران به ارزش شرکت مربوط می شود. مشخص شده است که جایی که حقوق سهامداران وجود داشته باشد، شرکت ها سود و منافع زیادی را محقق می سازند، آن ها می توانند هزینه های سرمایه را کاهش داده و هم چنین می توانند ارزش بالایی را در بازار سرمایه محقق سازند. این یافته توسط براون و کایلر^۲ در سال ۲۰۰۶ نیز تایید شده است که شرکت هایی با حاکمیت بهتر، دارای ارزش بالاتری در بازار سرمایه هستند. دیتمار و اسمیت^۳ در سال ۲۰۰۷ بیان کردند که حاکمیت شرکتی با دارایی های نقدی ارتباط دارد، ادبیات مورد نظر شناسایی می کند که با توجه به این که آیا یک شرکت دارای مکانیزم های حاکمیت شرکتی ضعیف یا قوی است، این امر می تواند بر ارزش شرکت تاثیر گذارد. جایی که شرکت ها دارای ساختار حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، مدیران می توانند از ذخایر نقدی سوء استفاده کنند و دستاوردها و خریدهایی را انجام دهند که ارزش ایجاد شده توسط شرکت را کاهش می دهد. با این حال، با ساختار حاکمیت شرکتی مناسب، می توان از این امر اجتناب ورزید و تصمیماتی را اتخاذ نمود که ارزش شرکت را افزایش می دهند. محققان دیگری نیز در ادبیات وجود دارند که بیان کرده اند که (به لحاظ آماری) رابطه ی قابل توجهی بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت وجود ندارد.

توجه به حاکمیت شرکتی از نتیجه جداسازی مالکیت از کنترل ایجاد می شود و موجب بالا رفتن تضاد بین عنایع مدیران و سهامداران می شود. در نتیجه، بسیاری از مطالعات بر سرمایه گذاری بر روی حاکمیت شرکتی در راستای کاهش تضاد منافع بین دو طرف تمرکز داشتند، ساز و کار های داخلی حاکمیت شرکتی در یک شرکت، شامل انواع گوناگون توافقات سازمانی و رویه های مورد استفاده توسط شرکتها در جهت توازن قدرت و مسئولیت ها بین سهامداران، اعضای هیات مدیره مدیران اجرایی و کارکنان شرکت است که در این بین ساختار مالکیت، ساختار هیات مدیره، اندازه هیات مدیره، وجود مدیران غیر موظف در بین اعضای هیات مدیره، خصوصیات کمیته حسابرسی و یکسانی مدیر عامل و رئیس هیات مدیره از مهمترین عوامل تعیین کننده و اثرگذار در بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی به حساب می آیند.

در دهه های اخیر، مطالعات تجربی بسیاری به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی پرداختند. مطالعات انجام شده در این زمینه به نتایج مختلفی دست یافتند، برخی از این مطالعات دریافته اند که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت بر عملکرد مالی دارد. به عنوان نمونه، در ابتر و همکاران (۲۰۰۴) دریافته اند که مقیاس های مانند Q-توبین و ارزش شرکت بازار به ارزش دفتری در نتیجه بهبود حاکمیت شرکتی، افزایش می یابد. برون و گیلور (۲۰۰۶) دریافته اند که بین Q-توبین و حاکمیت شرکتی که با ۵۱ ویژگی درون سازمانی و برون سازمانی سنجیده شده رابطه مثبت وجود دارد. در اقتصادهای توسعه یافته، موهانتی (۲۰۰۴) وجود رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی را اثبات کردند. ابهیکویا (۲۰۰۹)

¹. Abour

². Brown And Kyleer

³. Ditmar and Smith

رابطه بین ساختار حاکمیت و عملکرد ۱۰۷ شرکت فهرست شده در بازار سهام نیجریه را بررسی کردند و نتایج نشان داد مالکیت متمرکز از بهره سرمایه گذاران و دیگر سهامداران بر عملکرد شرکت ها تاثیر مثبت دارد (۲۰۱۰) گزارش کرد که اندازه هیئت مدیره تعداد رهبران برون سازمانی و شرکت های با مدیریت خانوادگی بر عملکرد بانک تأثیرگذار است. برخلاف این مطالعات ابو آتی و اوتیکو (۲۰۱۰) دریافتند که رابطه معنی داری بین حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه فکری و عملکرد مالی وجود ندارد. در این پژوهش به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

پیشینه تحقیق

تحقیقات انجام گرفته در داخل کشور:

- محمدی (۱۳۹۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف از این پژوهش بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران بود. نتایج نشان داد که بین ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

- گوکانی (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سهامداران کنترلی، ساختار حاکمیت شرکتی و نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. پژوهش حاضر به منظور بررسی رابطه بین سهامداران کنترلی، ساختار حاکمیت شرکتی و نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره پنج ساله در بازه زمانی ۱۳۹۲ - ۱۳۸۸ انجام شد که با اجرای روش حذف سیستماتیک از میان کلیه شرکت های بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۱۱۹ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شد. برای تجزیه تحلیل داده ها از روش های توصیف و تحلیل آماری استفاده شده است و با توجه به اینکه روش آزمون فرضیه ها مستلزم تحلیل همبستگی است و متغیرهای مورد بررسی کمی هستند برای آزمون فرضیه ها از روش رگرسیون استفاده شده است. متغیرهای به کار گرفته شده در این پژوهش مالکیت نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشند. همچنین در این تحقیق از متغیرهای فرصت رشد و اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است. نتایج به دست آمده نشان دهنده وجود رابطه معنادار و مستقیم بین مالکیت نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با نوسانات بازده سهام می باشد، این در حالی است که بین اندازه هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل با نوسانات بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

- کاشانی پور (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و مالکیت شرکت با نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۴۸ شرکت در سال ۱۳۹۱ و روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های آماری مطرح شده رگرسیون چند متغیره می باشد. یافته های پژوهش نشان می دهد که رابطه معنی دار و مثبتی بین "نسبت اعضای غیرموظف" و "مالکیت شرکتی" با نوسانات بازده سهام وجود دارد. بین "اندازه هیأت مدیره"، "مالکیت مدیریتی" و "مالکیت نهادی" با نوسانات بازده سهام رابطه معنی داری یافت نشد.

- عسگری (۱۳۹۴) در پژوهشی، رابطه میان برخی از ویژگی های حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و نوسانات بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. آزمون فرضیه ها با استفاده از روش آماری داده های ترکیبی و برای دوره زمانی ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ با استفاده از اطلاعات ۱۳۰ شرکت منتخب به روش نمونه گیری حذف سیستماتیک انجام شده است. نتایج نشان داد در شرکت های با تعداد بیشتر اعضای حاکمیت شرکتی به ویژه اعضای غیرموظف، میزان بازدهی و نوسانات بازده سهام افزایش می یابد. همچنین در شرکت هایی که مسئولیت رئیس حاکمیت شرکتی و مدیر عامل از یکدیگر تفکیک شده باشد و یا سهام در دست مدیران شرکت باشد به دلیل برخورداری از نظام راهبری قویتر و مسائل نمایندگی کمتر، میزان بازدهی بیشتر است. ضمن آنکه مستقل بودن اعضای حاکمیت شرکتی باعث افزایش و کارایی معیارهای حاکمیت شرکتی و در نتیجه افزایش نوسانات بازده سهام می شود.

- جابرزاده و همکاران (۱۳۹۴)، در تحقیقی به بررسی تأثیر ویژگی های هیأت مدیره بر نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می دهد که استقلال حاکمیت شرکتی با دخالت متغیرهای کنترل بر نوسانات بازده سهام تأثیر معناداری ندارد ولی بدون دخالت متغیرهای کنترل باعث کاهش مدیریت سود می شود و نقش دوگانگی وظیفه حاکمیت شرکتی با دخالت و بدون دخالت متغیرهای کنترل بر نوسانات بازده سهام تأثیر معناداری ندارد و همچنین اندازه اعضای حاکمیت شرکتی با دخالت متغیرهای کنترل تأثیر معنی داری بر مدیریت سود دارد.

محمودزاده باغبانی و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیقی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های (۱۳۸۹-۱۳۸۲) با ۴۸۰ مشاهده را مورد بررسی قرار دادند. نتایج مدل رگرسیونی نشان می دهد بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نوسانات بازده سهام ارتباط مثبت وجود دارد در حالی که رابطه ای بین اندازه و استقلال حاکمیت شرکتی با نوسانات بازده سهام مشاهده نگردید. البته در این پژوهش آثار برخی متغیرهای کنترلی نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

تحقیقات انجام گرفته در خارج کشور:

- دیویدسون^۱ (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی با نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس نیویورک به استثنای شرکت های واسطه گری مالی است. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های آماری مطرح شده رگرسیون چند متغیره می باشد. یافته های پژوهش نشان می دهد رابطه معنی دار و مثبت بین "مالکیت نهادی"، "نسبت اعضای غیرموظف" و "دوگانگی مدیر عامل" با هر دو معیار سنجش عملکرد شرکت (بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام) و رابطه معنی دار و منفی بین "اندازه هیأت مدیره" با نوسانات بازده سهام شرکت وجود دارد. بین مالکیت مدیریتی و نوسانات بازده سهام شرکت رابطه معنی داری یافت نشد. همچنین نتایج حاکی از ارتباط معنی دار و منفی بین "اهرم مالی" و ارتباط معنی دار و مثبت بین "اندازه شرکت" با بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر کنترل می باشد.

- دارکو^۲ (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی ساختارهای حاکمیت، دارایی نقدی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس غنا پرداخته است. این مطالعه از رگرسیون غیرمرتبط برای کاهش مساله ی هم بستگی متعدد ناشی از رابطه ی قوی بین ذخایر نقدی و برخی از متغیرهای کنترل، استفاده می کند. یافته های این تحقیق نشان داد که این مطالعه هیچ گونه رابطه ی قابل توجهی را بین اندازه ی حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت کشف نکرد. هم چنین یافته های مشابهی در مورد رابطه ی بین نسبت اعضای غیراجرایی در حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت به دست آمد. با این حال، شرکت هایی که توسط ۴ شرکت حسابرسی بزرگ، حسابرسی می شوند، دارای ارزش بالاتری در بازار سرمایه هستند. دارایی های نقدی شرکت ها به طور منفی بر عملکرد آنها تأثیر می گذارد، و این امر به لحاظ آماری بسیار قابل توجه است. در نتیجه ی تامین مالی بدهی، رابطه ی مثبتی بین دارایی های نقدی یک شرکت و ارزش آن به وجود می آید، اگر چه این رابطه چندان قابل توجه نیست.

- جانسون^۳ (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه ساختار مالکیت بر نوسانات بازده سهام شرکت بر اساس معیارهای نوین ارزش افزوده اقتصادی و کیو توبین در شرکت های پذیرفته شده در بورس چین پرداخته است. فرضیه های این تحقیق مبتنی بر رابطه بین نوع ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام شرکت است. برای آزمون فرضیه ها از مدل های ارزش افزوده اقتصادی و کیو توبین استفاده شده است. تکنیک آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه های مطرح شده در این تحقیق پانل دیتا داده های ترکیبی می باشد. یافته های تحقیق بر اساس هر دو مدل ارزش افزوده اقتصادی و کیو توبین نشان می دهد

1. Davidson

2. Derako

3. Johnson

که رابطه معنادار و مثبت بین مالکیت نهادی و نوسانات بازده سهام و رابطه معنادار و منفی بین مالکیت حقیقی و نوسانات بازده سهام شرکت وجود دارد. در مورد تمرکز مالکیت که بیانگر درصد سهام بزرگترین سهامدار شرکت می‌باشد رابطه معنادار و مثبت با نوسانات بازده سهام شرکت وجود دارد.

- آیمن وهمکاران^۱ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تاثیر هیات مدیره بر رابطه بین ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام شرکت پرداختند. هدف از این پژوهش بررسی تاثیر هیات مدیره بر رابطه بین ساختار مالکیت و نوسانات بازده سهام بود. نتایج نشان داد که بین ساختار مالکیت بر نوسانات بازده سهام با توجه به نقش تعدیلی هیات مدیره تاثیر مثبت و معناداری وجود دارد.

- آلوسا وهمکاران^۲ (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی ترکیب حاکمیت شرکتی و نوسانات بازده سهام پرداختند. این تحقیق به صورت تجربی رابطه میان ترکیب حاکمیت شرکتی و نوسانات بازده سهام را تحلیل می نماید. تعداد مدیران مستقل و مدیران زن در هیئت مدیره، اندازه حاکمیت شرکتی و دوگانگی CEO تحلیل شد. مطابق با نظریه الویت بندی میرز (۱۹۸۴) و میرز و ماجلوف (۱۹۸۴)، شواهدی قوی مبنی بر این که شرکت های دارای تعداد بیشتر مدیران مستقل در هیئت مدیره، نوسانات بازده سهام دارند که سرمایه بیرونی اش و بدهی بلندمدت اش در مقایسه با سود انباشته بیشتر است، بدهی بلندمدتش از بدهی کوتاه مدت و سرمایه بیرونی اش از بدهی بلند مدت اش بیشتر می باشد، ارائه شد.

فرضیات تحقیق

جهت پاسخ به سؤال پژوهش، بر اساس مبانی نظری تحقیق و مطالعات تجربی انجام شده توسط والد وهمکاران^۳ (۲۰۲۰) فرضیه های زیر تدوین شده و مورد آزمون قرار می گیرد:

۱. بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر معناداری وجود دارد.

۲. بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر معناداری وجود دارد.

قلمرو تحقیق:

چارچوبی را فراهم می نماید تا مطالعات محقق، در طی آن قلمرو خاص صورت پذیرد. قلمرو هر پژوهش در سه حوزه قلمرو موضوعی، مکانی و زمانی قابل بررسی است تا بتوان داده ها را در چارچوب این قلمروها، جمع آوری و تجزیه و تحلیل نمود، که به شرح زیر می باشند:

قلمرو موضوعی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر موضوعی، به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد مطالعه قرار می دهد.

مکانی تحقیق

قلمرو مکانی این پژوهش را کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

قلمرو زمانی تحقیق

قلمرو زمانی این پژوهش طی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می باشد.

روش تحقیق

روش این تحقیق، از نوع پس رویدادی است که در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ روش، از نوع تحقیق توصیفی است. از میان انواع تحقیق های توصیفی، از نوع تحقیق همبستگی است زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می شود. تحقیق توصیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند. اطلاعات بخش

1. Ayman et al

2. Alosa et al

3. waleed et al

نظری پژوهش از کتب و مجلات فارسی و انگلیسی تأمین می شود. همچنین، داده‌های مورد نیاز برای تجزیه و تحلیل عمدتاً از شرکت های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزارهای صحرا و تدبیر پرداز استخراج شده است. روش گردآوری اطلاعات به دو روش کتابخانه ای و فیش برداری استفاده شده است. کلیه اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین و شرکت جامع اطلاعات سازمان بورس از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و یادداشت های همراه بدست می آید. پس از تعیین روش تحقیق و چگونگی نوع نمونه و گزینش آن، محقق باید با توجه به هدف و ویژگی های روش تحقیق به جمع آوری داده ها بپردازد. گردآوری داده ها به روش های گوناگونی میسر است (سرمد و همکاران، ۱۳۸۵). در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز، ابتدا از روش کتابخانه ای و مطالعات اسنادی استفاده شده که بر این اساس، مبانی نظری و ادبیات پژوهش از کتب و مجلات تخصصی لاتین و فارسی گردآوری گردید. سپس داده های لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق از طریق مراجعه به صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت های منتخب، لوح های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار و دیگر پایگاه های مرتبط و نیز از نرم افزار تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج شد. داده ها پس از گردآوری و انتقال به صفحه گسترده Excel و اعمال محاسبات لازم، برای تجزیه و تحلیل نهایی آماده گردیدند. جهت تجزیه و تحلیل نهایی داده ها نیز از نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews استفاده شده است.

جامعه آماری، نمونه آماری و شرایط انتخاب نمونه

بدون تردید شرط لازم برای انجام تحقیقی، وجود اطلاعات در دسترس می باشد که در وضعیت کنونی ایران، اطلاعات مربوط به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از قابلیت دسترسی برخوردار است. بر این اساس جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ است.

نمونه آماری تحقیق شامل شرکت هایی است که حائز شرایط زیر باشند:

۱. معاملات سهام شرکت طی دوره پژوهش بیش از ۳ ماه در بورس اوراق بهادار متوقف نباشد.
۲. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
۳. کلیه داده های مورد نیاز پژوهش برای شرکت های مورد بررسی بطور کامل و پیوسته موجود باشد.
۴. جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری های مالی نباشند (بانکها، سرمایه گذاری ها و لیزینگ).

جدول (۱). مراحل انتخاب شرکتهای عضو نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک

محدودیت	تعداد شرکتهای حذف شده	تعداد شرکت های باقیمانده
کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۵۴۵	۵۴۵
سال مالی منتهی به ۲۹ اسفند	۱۵۲	۳۹۳
بسته نبودن نماد شرکتها	۳۳	۳۶۰
بیشتر از سه ماه نبودن طول وقفه	۷۲	۲۸۸
در دسترس بودن اطلاعات متغیرهای تحقیق	۹۴	۱۹۴
فعال بودن در زمینه های تولیدی	۶۴	۱۳۰

دلیل انتخاب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دسترسی آسان به اطلاعات مالی شرکتها، قابلیت اتکای بالای اطلاعات و قابل مقایسه بودن این گونه اطلاعات است. در این پژوهش نمونه گیری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک انجام شده است.

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها

متغیر وابسته

عملکرد مالی

در این پژوهش برای اندازه گیری عملکرد مالی از شاخص بازده دارایی ها (ROA) استفاده شده است.

بازده دارایی ها (ROA):

میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه گذاری شده در شرکت است (جهانخانی و پارسیان، ۱۳۸۶). یک جزء کلیدی سوددهی شرکت، کارایی عملیات می باشد که تحت تاثیر هزینه بهره و مالیات یا میزان بدهی های مورد استفاده شرکت جهت تامین مالی دارایی هایش قرار نمی گیرد. برای تعیین کارایی عملیات اجزای آن (سود قبل از بهره و مالیات یا سود عملیاتی و گردش دارایی ها) مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد (جونز، ترجمه تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹).

$$ROA = NI/TA$$

که در آن:

NI = سود پس از کسر مالیات

TA = کل دارایی ها

متغیرهای مستقل

در این پژوهش از شاخص های استقلال اعضای هیئت مدیره (Indep) و اندازه هیات مدیره (Bsize) برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی استفاده شده است.

استقلال اعضای هیئت مدیره (Indep)

از تقسیم مدیران غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره به دست می آید. مدیران غیر موظف به کسانی گفته می شود که فقط عضو هیات مدیره بوده و سمت اجرایی در شرکت ندارند. برای به دست آوردن آن از لیست اعضای هیات مدیره که قبل از صورتهای مالی اریه می شود می توان استفاده کرد. (ثقفی، ۱۳۸۸).

$$\text{استقلال اعضای هیئت مدیره} = \frac{\text{مدیران غیر موظف}}{\text{اعضای هیات مدیره}}$$

اندازه هیات مدیره (Bsize)

اندازه هیات مدیره برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیات مدیره

$$Bsize_{it} = \text{Log}(NBO)$$

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی که می توانند به صورت بالقوه، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهرانرا تحت تاثیر قرار دهند، به شرح زیر می باشند:

اندازه شرکت

هر چه اندازه شرکت بزرگ تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. علاوه بر این، شرکت های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی بیشتر، امکان استفاده از منابع مالی مختلف و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری دارند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). لذا سرمایه گذاران در مواجهه با این شرکت ها، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می نمایند. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می گردد:

$$Size_{i,t} = \text{Log}S_{i,t}$$

که در آن:

Size_{i,t}: اندازه شرکت در سال t و

$S_{i,t}$: خالص فروش شرکت i در سال t می باشد.

اهرم مالی

در این تحقیق، اهرم مالی از طریق تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت و به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$LEV_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

به طوری که در آن:

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

$TD_{i,t}$: مجموع بدهی های شرکت i در سال t و

$TA_{i,t}$: جمع دارایی های شرکت i در سال t می باشد.

فرصت های رشد

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) بر این باورند که شرکت های با فرصت های رشد بالاتر، ریسک بیشتری نیز دارند. در این مطالعه از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، برای سنجش فرصت های رشد شرکت استفاده می گردد که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$GWTH_{i,t} = \frac{MV_{i,t}}{BV_{i,t}}$$

که در آن:

$GWTH_{i,t}$: فرصت های رشد شرکت i در سال t ؛

$MV_{i,t}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t و

$BV_{i,t}$: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t می باشد.

مدل رگرسیونی تحقیق

به منظور آزمون فرضیه های تحقیق از الگویی که والد و همکاران^۱ (۲۰۲۰) در پژوهش خود استفاده نمود، بهره گرفته شده است که الگوی مزبور به شرح زیر می باشد:

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDP_{it} + \beta_2 Bsize_{it} + \beta_3 GWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در مدل فوق:

ROA: عملکرد مالی

INDP: استقلال اعضای هیئت مدیره

Bsize: اندازه هیات مدیره

GWTH: فرصت های رشد

SIZE: اندازه شرکت

LEV: اهرم مالی

$\varepsilon_{i,t}$: جزء خطای مدل رگرسیون می باشد.

¹.waleed et al

آمار توصیفی

در جدول شماره (۲) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش شامل میانگین، میانه، بیشینه، کمینه و انحراف معیار آورده شده است. به عنوان مثال برای متغیر ROA (عملکرد مالی) میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار به ترتیب ۰/۱۲۷۸، ۰/۱۱۰۰، ۰/۶۳، ۰/۴۵ و ۰/۱۴۵۴۹ می باشد.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	مشاهدات
ROA (عملکرد مالی)	۰/۱۲۷۸	۰/۱۱۰۰	۰/۶۳	-۰/۴۵	۰/۱۴۵۴۹	۶۵۰
INDP (استقلال اعضای هیئت مدیره)	۰/۶۳۸۲	۰/۶۰۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۱۶۸۸۱	۶۵۰
Bsize (اندازه هیئت مدیره)	۵/۰۸۲۹	۵/۰۰۰۰	۷/۰۰	۵/۰۰	۰/۳۹۸۸۴	۶۵۰
SIZE (اندازه شرکت)	۶/۲۱۵۵	۶/۱۰۰۰	۸/۳۲	۴/۷۹	۰/۶۵۹۳۶	۶۵۰
LEV (اهرم مالی)	۰/۶۱۶۹	۰/۶۱۰۰	۲/۲۲	۰/۰۷	۰/۲۵۴۶۵	۶۵۰
GWTH (فرصت رشد)	۳/۳۱۷۷	۲/۶۳۵۰	۰/۱۷۳۴	-۴/۹۰	۲/۵۳۴۹۸	۶۵۰

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون مدل اول پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل اول پژوهش به شرح جدول (۳) می باشد.

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDP_{it} + \beta_2 Bsize_{it} + \beta_3 GWTH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۳- خلاصه نتایج آماری آزمون مدل اول پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (P-VALUE)	آزمون VIF
α_1 (عرض از مبدأ)	-۰/۶۱۷۵	۰/۲۶۷۸	-۲/۳۰۵۸	۰/۰۳۲۵
INDP (استقلال اعضای هیئت مدیره)	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۰۳	۲/۱۱۹۶	۰/۰۳۴۴	۱/۲۲
Bsize (اندازه هیئت مدیره)	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۲	۴/۵۱۲	۰/۰۲۳۷	۱/۲۲
GWTH (فرصت رشد)	۰/۶۱۶۲	۰/۲۷۸۶	۲/۲۱۱۳	۰/۰۲۷۴	۱/۰۳
SIZE (اندازه شرکت)	۰/۱۳۹۷	۰/۰۴۰۹	۳/۴۱۰۴	۰/۰۰۰۷	۱/۱۲
LEV (اهرم مالی)	-۰/۲۹۰۸	۰/۰۳۹۵	-۷/۳۵۳۴	۰/۰۰۰۰	۱/۰۱
آماره F فیشر	۳/۱۲۳۶	سطح معنی داری آماره F		۰/۰۰۰۰	
ضریب تعیین	۰/۵۳۶۲	آماره دوربین واتسن		۲/۱۲۰۳	

تعیین وجود چند هم خطی^۱ (آزمون VIF):

هم خطی وضعیتی است که نشان می دهد یک متغیر مستقل تابعی خطی از سایر متغیرهای مستقل است. اگر هم خطی در یک معادله رگرسیون بالا باشد بدین معنی است که بین متغیرهای مستقل همبستگی بالایی وجود دارد و ممکن است با وجود بالا بودن R^2 ، مدل از اعتبار بالایی برخوردار نباشد. با توجه به ستون آخر جدول شماره ۳ مقدار VIF برای کلیه متغیرهای مستقل کمتر از ۵ ($VIF < 5$) می باشد. بنابراین بین متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد و مدل برازش شده دارای اعتبار می باشد.

آزمون دوربین واتسون:

بطور کلی اگر این آماره در بازه ۱٫۵-۲٫۵ قرار داشته باشد می توان گفت مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند (خطا) مشاهده نمی شود. آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار $2/1203$ را نشان می دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلاص می باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی شود.

آماره F فیشر:

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی داری آماره F محاسبه شده (۰٫۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

ضریب تعیین (R^2):

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۵۳ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (عملکرد مالی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

نتایج فرضیه های تحقیق:

فرضیه اول: بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل INDP در جدول بالا نشان دهنده وجود تاثیر مثبت و معنی دار میان استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد مالی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل Bsize در جدول بالا نشان دهنده وجود تاثیر مثبت و معنی دار میان اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی داری وجود دارد.

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق:

ضریب برآوردی متغیر مستقل GWTH در جدول بالا نشان دهنده وجود تاثیر مثبت و معنی دار میان فرصت رشد و عملکرد مالی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین فرصت رشد و عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی داری وجود دارد.

^۱ -Multicollinearity

ضریب برآوردی متغیر مستقل SIZE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود تاثیر مثبت و معنی‌دار میان اندازه شرکت و عملکرد مالی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اندازه شرکت و عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل LEV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود تاثیر منفی و معنی‌دار میان اهرم مالی و عملکرد مالی در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین اهرم مالی و عملکرد مالی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

پیشنهادات براساس نتایج تحقیق

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می‌توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه‌های کاربردی مشخص نمود:

۱- نتایج تحقیق حاضر نشان‌دهنده آن است که رعایت اصول و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود. برای اظهار نظرهای بیشتر در این مورد نیاز به انجام تحقیقات گسترده‌تر با دوره‌های زمانی متفاوت و تعداد نمونه‌های بیشتر می‌باشد. با توجه به تحقیق حاضر حداقل پیشنهادی که می‌توان نمود، آن است که وجود حاکمیت شرکتی و پیاده‌سازی آن در اکثریت شرکت‌ها و همچنین به‌دادن به سهامداران نهادی در ساختار مالکیت، توجه به سایر ویژگی‌های هیئت‌مدیره به غیر از مسئولیت‌اجرائی آنها، موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت در بازارهای مالی و در اختیار قرار دادن اطلاعات مربوط و به موقع به استفاده‌کنندگان خواهد شد.

۲- پژوهش حاضر از این ایده حمایت می‌کند که در بورس اوراق بهادار تهران، استقلال و اندازه هیئت‌مدیره به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار بر عملکرد مالی می‌تواند باشد. به استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی پیشنهاد می‌گردد در اتخاذ تصمیمات اقتصادی، ساختارهای حاکمیت شرکتی را به عنوان عوامل تأثیرگذار بر مدیریت عملکرد مالی قلمداد کنند. همچنین، به سهامداران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد به منظور آگاهی از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران، نسبت به توان رقابتی بازار حساسیت بیشتری نشان دهند؛ چرا که در بورس اوراق بهادار تهران، اهمیت ساختار حاکمیتی شرکت‌ها بدین گونه است که عملکرد مالی را افزایش دهد.

پیشنهادات برای تحقیقات آتی

در نهایت پیشنهادهای ناشی از یافته‌های پژوهش به قرار زیر می‌باشد:

- ارتباط بین حاکمیت شرکتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری و سود اقتصادی
- ارتباط بین حاکمیت شرکتی و رشد تحقق یافته
- ارتباط بین حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و ارزش شرکت
- ارتباط بین حاکمیت شرکتی، رقابت در بازار محصول، ریسک بازار و سیاست‌های تقسیم سود

فهرست منابع:

الف (منابع فارسی):

اعتمادی، حسین و چالاک، پری؛ بهار (۱۳۸۹)؛ "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۷۷" فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۳۹. ثقفی، علی و قلی‌پور، علی؛ سال (۱۳۸۹)؛ "بررسی تأثیر سیاستهای تقسیم سود بر ارزش سهام شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری؛ دانشگاه تهران

جعفری، محمد علی؛ بیک محمدی، پری. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه علمی پژوهشی تحقیقات حسابداری. انجمن حسابداری.

جابرزاده، محمدعلی (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر ویژگی های هیأت مدیره بر نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی.

سبحانی، ایمان؛ (۱۳۹۶)؛ "بررسی ارتباط بین فرصت های سرمایه گذاری و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه آزاد نیشابور.

عسگری (۱۳۹۴) رابطه میان برخی از ویژگیهای هیئت مدیره به عنوان یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و نوسانات بازده سهام، تحقیقات مالی؛ شماره ۱۸؛ ص ۳۹-۲۷

کاشانی پور، جواد (۱۳۹۵) بررسی ارتباط بین ساختار هیأت مدیره و مالکیت شرکت با نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۳۹.

گوکانی، حمید (۱۳۹۷) بررسی رابطه بین سهامداران کنترلی، ساختار هیئت مدیره و نوسانات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مدیریت.

مرادزاده، علی، مهریزی، سعید (۱۳۹۲)، بررسی ارتباط معیارهای راهبری شرکتی و شاخص های ارزیابی عملکرد با توجه به معیار ارزش آفرینی در شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران. دهمین همایش ملی حسابداری ایران. دانشگاه الزهراء.

محمدی، حسین (۱۳۹۸) بررسی رابطه بین ساختار هیات مدیره و نوسانات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های حسابداری.

محمودزاده باغبانی، حسن (۱۳۹۳)، در تحقیقی تأثیر ساختار هیئت مدیره بر نوسانات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی. سال چهارم. شماره ۱۵.

ب) منابع انگلیسی:

- Ayman, A. (2016), "agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American economic review*, 76(2), May: 323-329.
- Alosa & Ferdinand A. Gul, (2015), "Analysis of joint effects of investment opportunity set, free cash flow and size on corporate debt policy", *Review of quantitative finance and accounting*, vol 12, p371-373.
- Cheng, Zhang. (2018), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R & D Investment Behavior", *Accounting review*.j.
- Dayvidsoun. John Bolton, (2018) *Corporate Governance and Firm Performance*, University of Colorado.
- Disraeli Asante-Darko, Bright Adu Bonsu, Samuel Famiyeh, Amoako Kwarteng, Yayra Goka, (2018) "Governance structures cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, <https://doi.org/10.1108/CG-07-2017-0148>.
- Fama, Jensen, w. Victoria, b. and sen nilanjan, (1983), "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance" *journal of management*.
- Johnson, b. (2017), "The Influence of Institutional Investore on Myopic R&D Investment Behavior", *Accounting review*.j.
- Hili D. and Papilou G. S. and Hecht D. (2007) *Corporate Boards and Company Performance: review of research in light of recent reforms*, *Corporate Governance*, 15(5), 865-878.
- Klein, Jerilyn; mc williamse, w. Victoria, b. and sen nilanjan, (2002), "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance" *journal of management*.
- Low, A. (2009). Managerial risk-taking behavior and equity-based compensation. *Journal of Financial Economics*, 92 (3), 470-490.

- Smith, C. W; Stulz, R. M. (1985). The determinants of firms' hedging policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 20 (4), 391-405.
- Vercia, J. R., Merriman, K. K. and Gupta, S. (2001) The Effects of CEO Pay Structure on Corporate Social Performance, *Journal of Management*, 32(3), 329-342.