

## بررسی تأثیر حکمرانی شرکتی بر عملکرد شرکتهای بورسی وابسته به بخش دفاع و ارائه راهکارهای بهبود عملکرد

سلمان افخمی راد<sup>۱</sup>

فرهاد غفاری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۰/۰۷

تاریخ پذیرش: ۹۵/۱۲/۰۳

### چکیده

تحقیق حاضر به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های بورسی منتخب وابسته به بخش دفاع می پردازد. معیارهای حاکمیت شرکتی در این تحقیق شامل اندازه هیئت مدیره، وضعیت اعضای هیئت مدیره، سابقه و پیشینه مدیرعامل، انواع مالکیت و گزارش حسابرسی می باشد. در این تحقیق با استفاده از نمونه ای مشتمل بر ۸ شرکت در دوره مالی ۵ ساله برای سال های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ و با کمک روش آماری تحلیلی پانل دیتا و استفاده از نرم افزار Stata فرضیه های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از این است که:

الگوی بهینه پذیرفته شده با استفاده از روش آثار تصادفی برآورد شده و چهار متغیر اندازه هیئت مدیره، وضعیت اعضای هیئت مدیره، سابقه و پیشینه مدیرعامل، انواع مالکیت دارای اثر مثبت و معنادار بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده منتخب در بورس که وابسته به بخش دفاع هستند، می باشند. اما متغیری که مربوط به گزارش حسابرسی می باشد در هیچ یک از سطوح معناداری نمی باشد. بنابراین فرضیه مربوط به اثرگذاری مثبت و معنادار گزارش حسابرسی بر عملکرد شرکت های منتخب را نمی توان پذیرفت؛ الگوی به لحاظ آماری دارای قدرت توضیح دهندگی بالا می باشد و همچنین الگوی برآورد شده بهینه دارای هیچ یک از مشکلات مربوط به خط رگرسیون شامل خودهمبستگی و واریانس ناهمسانی نمی باشد.

**واژگان کلیدی:** شرکتهای بورسی، دفاع، حاکمیت، عملکرد شرکتی، هیئت مدیره، مالکیت و حسابرسی.

۱. دانش آموخته دکتری اقتصاد مالی، دانشگاه Waikato نیوزلند (Afkhami\_s@yahoo.com)

۲. عضو هیئت علمی گروه اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران (ghaffari@srb.iau.ac.ir)

## مقدمه

در سال‌های اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی به جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده و در اقتصاد امروز توجه به آن رو به افزایش است. پیشرفت‌های متعددی در خصوص شیوه اعمال حق حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت گرفته، به گونه‌ای که سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان توسعه اقتصادی (OECD) استانداردهای قابل قبول بین‌المللی را در این مورد فراهم می‌کنند و به تبع آن نیز سازمان‌ها به تقویت سامانه‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه داده و به سهامداران و روابط آنها، میزان و سطح پاسخگویی، بهبود عملکرد هیئت مدیره، حساب‌رسی و سامانه‌های حسابداری و واپایش داخلی، به شکل ویژه توجه می‌شود و همواره به دنبال روش‌هایی هستند که شرکت‌ها با این روش‌ها، بهتر واپایش و اداره شوند و عملکرد شرکت‌ها بهبود یابد. افزون بر این، سرمایه‌گذاران کوچک، سرمایه‌گذاران نهادی، حسابداران و حساب‌رسی و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه، از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی آگاه هستند. اگرچه این موضوع با بحران مالی اخیر در آمریکا و اروپا تا اندازه‌ای چالش برای این مفهوم فرایند اجرای آن در بر داشته، اما امید است با بازنگری نسبت به مفاهیم و ابعاد این مفهوم تا اندازه زیادی این کاستی‌ها را کاهش داد.

اصطلاح Governance از ریشه واژه لاتین Gubernare برگرفته شده که به معنای هدایت کردن است و قبل از آن، این اصطلاح برای هدایت کردن کشتی به کار برده می‌شد. برگردان واژه Corporate Governance به فارسی معادل‌هایی مانند حاکمیت شرکتی، حاکمیت سهامی، اداره سازمانی و راهبری شرکتی داشته است. تعاریف ارائه شده برای راهبری شرکتی متنوع است. عمده‌ترین عامل متمایز کننده این تعاریف را می‌توان پهنه یا گستره شمول راهبری شرکتی دانست. از یک دیدگاه می‌توان این نظام را رابطه «مدیران» با «سهامداران» دانست که مبنای نظری آن «نظریه نمایندگی» در شکل محدود خود است. در آن سوی این طیف و در نگرشی وسیع، راهبری شرکتی، رابطه شرکت با تمام ذینفعان خود را دربر می‌گیرد که پشتوانه نظری آن را می‌توان «تئوری ذینفع» دانست. سایر تعاریف و

نگرش‌ها به راهبری شرکتی، درون‌طیفی که نگاه حداقلی و حداکثری آن تبیین گردید، قرار می‌گیرد.

در سال‌های اخیر پیشرفت‌های قابل ملاحظه‌ای در استقرار نظام راهبری (حاکمیت) شرکتی از طریق قانون‌گذاری و نظارت و نیز اقدام‌های داوطلبانه شرکت‌ها در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه صورت گرفته است. سرمایه‌گذاران و سهام‌داران آگاهی بیشتری در مورد ضرورت و اهمیت راهبری شرکتی یافته‌اند و نسبت به پیگیری استقرار این نظام در شرکت‌ها علاقه‌مند شده‌اند. برخی تحقیقات تجربی حکایت از رابطه مثبت نظام راهبری شرکتی و بازده شرکت‌ها دارد. در یک بیان کلی، راهبری شرکتی، سامانه واپایش و هدایت شرکت است. سامانه‌ای که ارتباط بین شرکت و ذینفعان آن را تعیین، واپایش و هدایت می‌نماید. راهبری شرکتی در سطح خرد، دستیابی به اهداف شرکت و در سطح کلان، تخصیص بهینه منابع را دنبال می‌کند.

ساختار مالکیت شرکت سهامی عام در وضعیت کنونی ایران به گونه‌ای است که نفوذ سهام‌داران عمده (دولتی و شبه‌دولتی) بر شرکت‌های سهامی عام مشهود است. حتی با توجه به روند کنونی خصوصی‌سازی نیز به نظر نمی‌رسد در آینده نزدیک، این وضعیت چندان تغییر کند. شرکت‌های دولتی بزرگی که در سال‌های اخیر سهام آنها (بیشتر از طریق بورس) به مردم واگذار گردیده، مستقیم یا غیرمستقیم در واپایش دولت قرار دارند. بنابراین تا اینجا می‌توان نتیجه‌گیری کرد که مسئله نمایندگی (حداقل از این دیدگاه) در شرکت‌های سهامی عام ایران کم‌رنگ است.

به نظر می‌رسد یک نظام راهبری شرکتی مناسب برای محیط اقتصادی ایران، به نگرش‌های از نوع گسترده‌تر راهبری شرکتی نزدیک‌تر است. با توجه به خال‌های قانونی موجود در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران، بررسی و واپایش متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و همچنین بررسی تأثیر این متغیرها بر عملکرد بنگاه‌ها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. آنچه مدنظر این تحقیق است این نکته می‌باشد که با واپایش متغیرهای حاکمیت شرکتی بتوان بر مجموعه عملکرد شرکت‌ها به صورت مثبت اثرگذار بود.

ساختار این تحقیق به این صورت است که در بخش بعدی، مبانی نظری و مطالعات انجام شده در این زمینه ارائه می‌شود سپس در ادامه، با تبیین روش انجام تحقیق، الگو و داده‌های مورد استفاده در انجام این تحقیق، معرفی و در بخش چهارم برآوردهای انجام شده و خروجی‌های نرم افزار و نیز تجزیه و تحلیل خروجی‌ها به شکل مفصل ارائه می‌شوند و در نهایت به ارائه نتایج حاصل از تجزیه تحلیل برآوردها، راهکارها و نیز پیشنهادها خواهیم پرداخت.

### مبانی نظری و مطالعات انجام شده

واژه Corporate Governance در فارسی معادل‌هایی مانند حاکمیت شرکتی، حاکمیت سهامی، اداره سازمانی و راهبردی شرکتی دارد. بررسی علل و شرایط ایجاد رسوایی‌های مالی دهه‌های اخیر بیانگر این واقعیت است که در موارد فقدان نظارت بر مدیریت، حاکمیت ناقص سهامداران شرکت‌ها بر شیوه اداره امور و سپردن اختیارات نامحدود به مدیران اجرایی، زمینه را برای سوءاستفاده آنها فراهم نموده است. جلوگیری از بروز چنین شرایطی مستلزم اعمال حاکمیت صحیح سهامداران از طریق نظارت دقیق بر مدیریت اجرایی و حسابرسی منظم شرکت‌ها است که در مجموع با عنوان فرایند حاکمیت شرکتی شناخته می‌شود. (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹).

«کادبری» در سال ۱۹۹۲ حاکمیت شرکتی را چنین بیان می‌کند: سامانه‌ای که شرکت‌ها با آن، هدایت و واپایش می‌شوند. همچنین انتشار مقررات هیئت مدیره در شرکت جنرال موتورز آمریکا و گزارش دی (Dey) در کانادا و گسترش سرمایه‌گذاری‌های بین‌المللی نهادهای مختلفی همچون بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) و ... در این زمینه منجر به انتشار اصول متنوعی در این زمینه شدند. تعریف‌های گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارند. تعریف‌های «تریگری» (۱۹۸۴)، «مگینسون» (۱۹۹۴) و «رابرت مانگزنول مینو» (۱۹۹۵) از مقبولیت بیشتری نزد صاحب‌نظران برخوردار هستند؛ زیرا بر گروه بیشتری از

ذینفعان تأکید دارند، تعریف‌های گسترده‌تر نشان می‌دهند که شرکت‌ها در برابر کل جامعه، نسل‌های آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، نظام حاکمیت شرکتی موانع و اهرم‌های تعادل درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکت‌هاست که تضمین می‌کند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام می‌دهند و در تمام زمینه‌های فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل می‌کنند. همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط می‌توان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد.

چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده است. هر یک از این نظریه‌ها با استفاده از واژگان مختلف به صورتی متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته‌اند که ناشی از زمینه علمی خاصی است که به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. برای مثال، نظریه نمایندگی ناشی از زمینه مالی و اقتصادی است، در صورتی که نظریه هزینه معاملات ناشی از نظریه‌های اقتصادی، حقوقی و سازمانی و نظریه ذینفعان ناشی از یک دیدگاه اجتماعی در مورد موضوع حاکمیت شرکتی است. گرچه تفاوت‌های چشمگیری بین چارچوب‌های نظری مختلف وجود دارد (زیرا هر کدام موضوع را از دیدگاه متفاوتی در نظر می‌گیرند)، اما دارای وجوه مشترک مشخصی هستند.

آغاز حاکمیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تأثیر چشمگیری بر روش و پایش شرکت‌ها داشت و به این ترتیب، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند. جدایی مالکیت از مدیریت منجر به یک مشکل سازمانی مشهور به نام مشکل نمایندگی شد. «برل و مینز» (۱۹۳۲)، «راس» (۱۹۷۳) و «پرایس» (۱۹۷۶) از زوایای مختلفی به این موضوع پرداخته و در نهایت «جنسن و مک لینگ» (۱۹۷۶) مبانی نظریه نمایندگی را مطرح نمودند. آنها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزاران و سهامداران را به عنوان کارگزاران تعریف کردند (در تحلیل آنها، یک سهامدار در مقابل مدیران قرار دارد) به عبارت دیگر، تصمیم‌گیری روزانه شرکت به مدیران تفویض می‌شود که کارگزاران سهامداران هستند. مشکل این است که کارگزاران الزاماً به نفع کارگزاران تصمیم‌گیری نمی‌کنند. یکی از

فرضیه‌های اصلی نظریه نمایندگی این است که کارگزار و کارگمار با یکدیگر تضاد منافع دارند.

نظریه هزینه معاملات، نظریه دیگر مطرح در زمینه حاکمیت شرکتی می‌باشد که در واقع ترکیبی میان رشته‌ای بین اقتصاد، حقوق و سازمان است. (ویلیامسون، ۱۹۹۶) این نظریه که اولین بار توسط «سیرت و مارچ» (۱۹۶۳) به نام نظریه رفتاری شرکت مطرح گردیده، یکی از منابع اقتصاد صنعتی و نظریه مالی گردید. در این نظریه، شرکت نه تنها به عنوان یک واحد اقتصادی عمومی (سهامی عام)، بلکه به عنوان یک سازمان متشکل از افراد با دیدگاه‌ها و اهداف مختلف است. نظریه هزینه معاملات بر اساس این واقعیت است که شرکت‌ها به اندازه‌ای بزرگ و پیچیده شده‌اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند. در درون شرکت‌ها برخی از معاملات حذف می‌شوند و مدیران شرکت، تولید را هماهنگ می‌کنند. (کواس، ۱۹۷۳) به نظر می‌رسد، سازماندهی شرکت (برای مثال میزان ادغام عمودی) محدوده‌هایی را تعیین می‌کنند که فراسوی آنها شرکت می‌تواند قیمت و تولید را برای معاملات داخلی معین نماید.

نظریه دیگر نظریه ذینفعان است که به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این نظریه در رشته مدیریت توسط «فریمن» (۱۹۸۴) ارائه گردید. وی نظریه عمومی شرکت را به گروه گسترده‌ای از ذینفعان پیشنهاد کرد. از آن زمان ادبیات بیشتری در این خصوص مطرح گردیده است. نقش شرکت‌ها در جامعه در گذر زمان، توجه افراد بسیاری را به خود جلب کرده و با تأثیر خود بر کارکنان، محیط، اجتماعات محلی و همچنین سهامداران، مرکز اصلی بحث‌ها بوده است.

نظریه ذینفعان ترکیبی از نظریه‌های سازمانی و اجتماعی است. در واقع نظریه یادشده بیشتر یک سنت پژوهشی گسترده است که فلسفه، اخلاق، نظریه‌های سیاسی، اقتصاد، حقوق، علوم سازمانی و اجتماعی را در هم می‌آمیزد. اساس نظریه ذینفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آنچنان عمیق گردیده که آنها باید جدای از سهامداران، به بخش‌های بسیار بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند.

البته نظریه‌های دیگری مانند نظریه سازمان و مباشرت نیز وجود دارند که در مقابل نظریه‌های مطرح شده، دارای اهمیت کمتری است و همچنین وجه اختلاف زیادی نیز ندارند. در بحث حاکمیت شرکتی همچنان باید دانست که زمینه‌های فرهنگی و قانونی بر حاکمیت شرکتی تأثیر به‌سزایی دارند.

با ارائه نظریه‌های حاکمیت شرکتی، در این زمینه مطالعاتی در ایران و سایر کشورها انجام گرفته. از جمله آنها می‌توان به مطالعات زیر اشاره کرد.

- «رهبری خرازی» (۱۳۸۴) با بررسی وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران و مقایسه آن با کشورهای جهان، میزان رعایت حقوق سهامداران را مورد مطالعه قرار داده است. نتایج حاکی از آن است که حقوق سهامداران در ایران رعایت نمی‌شود.
- «یزدانیان» (۱۳۸۵) به بررسی تأثیر چند معیار از حاکمیت شرکتی بر کاهش مدیریت سود پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تنها حضور سهامداران نهادی بر کاهش مدیریت سود تأثیر دارد، در حالی که وجود اعضای غیرموظف هیئت مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و همچنین وجود حسابرس داخلی، تأثیری بر مدیریت سود ندارد.
- «حسینی» (۱۳۸۶) رابطه بین حاکمیت شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی بر آن شده تا میزان بازده اضافی سهامداران در شرکت‌های با حاکمیت خوب محاسبه شود. نتایج حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد.
- «قنبری» (۱۳۸۶) نسبت حضور اعضای غیر موظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرسی داخلی و حضور سهامداران نهادی را به‌عنوان معیارهایی از حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان می‌دهد که فقط وجود سهامداران نهادی و حسابرسی داخلی بر عملکرد شرکت تأثیر دارد.

- «یگانه و دیگران» (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. آنها بیان می‌کنند که به دلیل مشکلات امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند و از بهترین راه‌حل‌ها، بهبود حاکمیت را معرفی می‌کنند. در این مقاله آنها ابتدا رتبه شرکت‌های نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی، را اندازه‌گیری می‌کنند که این معیارها برگرفته از مفاد آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت می‌باشد. به این منظور، اطلاعات یک ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون واقع می‌شود که در نهایت نتایج حاکی از این است که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها وجود ندارد.
- «وکیلی فرد و باوند پور» (۱۳۸۹) در مقاله «تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد می‌پردازند. در این پژوهش نمونه‌ای مشتمل بر ۹۴ شرکت در دوره مالی ۵ ساله از سال مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ با توجه به در نظر گرفتن شرایط واحد برای کلیه شرکت‌های نمونه از بورس اوراق بهادار تهران و با کمک روش آماری تحلیل پانلی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و نتایج حاکی از این است که بین وجود سهامداران نهادی و با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد؛ حضور سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها بر عملکرد آنها تأثیر چندانی ندارد. نسبت حضور اعضای غیرموظف هیئت مدیره در ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوس دارد و همچنین کیفیت اطلاعات مالی، رابطه‌ای با عملکرد شرکت‌ها ندارد.



- «احمدپور و منتظری» (۱۳۹۰) به بررسی نوع مدیریت سود، تأثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن پرداختند. نتایج به دست آمده حکایت از به کارگیری مدیریت سود کارا دارد. اندازه شرکت و مالکان خانوادگی دو عاملی هستند که بر گرایش مدیران در انتخاب نوع مدیریت سود تأثیر می گذارند. در مقابل مدیران غیرموظف سهامداران نهادی و کیفیت حسابرس مستقل با گرایش مدیران در انتخاب نوع مدیریت سود رابطه ای معنادار مشاهده نگردید. همچنین بررسی ها نشان می دهد که وجه نقد عملیاتی آینده، کاراتر از تغییرات در سود خالص برای ارائه تصویری از قدرت سودآوری آینده است.
- «مورک، شیفلرو ویشنی» (۱۹۸۱) توجه خود را به ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های سهامی عام معطوف کردند. آنها با استفاده از یک جامعه آماری ۳۷۱ شرکت را که با استفاده از شاخص «کیو توبین» عملکرد شرکت را مورد سنجش قرار می دهد، برگزیدند. پس از برآوردها با استفاده از رابطه رگرسیون، هیچ گونه رابطه ای بین عملکرد و مالکیت مشاهده نمودند.
- «دمستز و لن» (۱۹۸۵)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که رابطه با اهمیت و مثبتی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد.
- «هیملبرگ، هویارد و پالیا» (۱۹۹۹) بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد رابطه ای مشاهده نکردند، در حالی که «برون و کیلر» (۲۰۰۴) و «دمیجوتل، پینگادو و توره» (۲۰۰۵) در پژوهش های خود به این نتیجه رسیدند که بین نسبت مدیران غیرموظف و عملکرد، رابطه مثبتی وجود دارد. در پژوهشی مشابه با «برنارد بلک» که در روسیه انجام شده بود، «گامپرز، ایستی و متریک» (۲۰۰۳) در آمریکا نیز به این نتیجه رسیده بودند که بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها رابطه وجود دارد. با استفاده از برآورد رگرسیون متوجه شد که بین اندازه هیئت مدیره و ارزش بازار سهام نیز یک رابطه ای قوی وجود دارد.

«ان کی چیدامباران» (۲۰۰۵) در پژوهشی با عنوان «آیا حاکمیت شرکتی بهتر موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود؟» به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها پرداخته است. او در پژوهش خود به این نتیجه می‌رسد که تغییر مثبت در عناصر حاکمیت شرکتی، باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود. «آمی دیتمار و مارت اسمیت» (دیتمار و اسمیت، ۲۰۰۶) با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت متوجه شدند که در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، هر یک دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۴۲ تا ۸۸ درصد در ارزش بازار خواهد شد در حالی که این مبلغ در شرکت‌های با حاکمیت خوب، دو برابر است.

«سامدوزامان و دیگران» (۲۰۱۵) با انجام مطالعه‌ای در زمینه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها با عنوان «مروری بر ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد در شرکت‌های غیر مالی در بنگلادش» به بررسی توصیفی این موضوع پرداخته‌اند. آنها به تعریف دقیق حاکمیت شرکتی می‌پردازند و با استفاده از داده‌های حاکمیت شرکتی ۲۰۱۲ بنگلادش، عملکرد شرکت‌ها در این کشور را بررسی می‌کنند و به این نتیجه می‌رسند که مسئله اصلی در این زمینه، مباحث مربوط به ساختار مالکیت در بخش همکاری می‌باشد و در بنگلادش ساختار شرکت‌ها بیشتر توسط اعضای یک خانواده مدیریت می‌شود که در آن انصاف و عدالت و شفافیت رعایت می‌شود و نیاز به ساختار نظارتی احساس نمی‌شود.

## ۲. روش تحقیق، الگو و داده‌های مورد استفاده

با توجه به اینکه هدف این تحقیق بررسی ویژگی‌های یک جامعه است و در رابطه با مؤلفه‌های جامعه بررسی صورت می‌گیرد، این تحقیق از نوع پیمایشی می‌باشد؛ همچنین با توجه به اینکه از نتایج تحقیق می‌توان به صورت عملیاتی و کاربردی در ارتقای عملکرد شرکت‌های مورد نظر استفاده کرد، این تحقیق از نوع کاربردی نیز می‌باشد.

تحقیق یافته در مورد شرکت‌های وابسته به بخش دفاع که در بازار بورس و فرابورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و فعال هستند انجام خواهد شد. فهرست شرکت‌های منتخب به شرح زیر می‌باشد:

۱. سرمایه‌گذاری غدیر
۲. گسترش نفت و گاز پارسیان
۳. حفاری شمال
۴. شرکت اعتباری کوثر مرکزی
۵. پتروشیمی مارون
۶. پالایش نفت اصفهان
۷. پتروشیمی مرجان
۸. سرمایه‌گذاری توکا فولاد
۹. گروه بهمنی، فولاد خوزستان
۱۰. فرآوری مواد معدنی ایران.

این تحقیق برای مدت زمان ۵ سال بین سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ صورت خواهد پذیرفت. اطلاعات مورد نیاز در خصوص این شرکت‌ها از طریق صورت‌های مالی ارائه شده آنها و همچنین اطلاعات مستخرج از پایگاه اینترنتی سازمان بورس و مراجع وابسته به آن از جمله کدال<sup>۱</sup> گردآوری شده است.

همچنین این تحقیق از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده می‌کند و با توجه به اینکه چندین شرکت برای بازه چند ساله مدنظر هستند و تفاوت‌های موجود میان شرکت‌ها مانع از کنار هم قرار دادن آنها می‌شود از روش داده‌های تابلویی جهت برآورد و بررسی تابع عملکرد شرکت‌های بورسی وابسته به بخش دفاع استفاده خواهد نمود.

۱. سامانه اطلاع رسانی سازمان بورس اوراق بهادار

الگوی مورد استفاده در این تحقیق با توجه به استفاده بیشتر مطالعات و نیز هدف این تحقیق به شرح زیر می‌باشد:

$$ROA_t = \alpha_0 + \alpha_1(SMC_t) + \alpha_2(SD) + \alpha_3(PMC) + \alpha_4(SOD)_t + \alpha_5(ECEO)_t + \alpha_6(OT)_t + \alpha_7(ROAU)_t + U_t$$

که در این الگو:

ROA نشان‌دهنده بازده دارایی<sup>۱</sup>

SMC نشان‌دهنده اندازه هیئت مدیره،<sup>۲</sup>

SD نشان‌دهنده تنوع جنسیتی،<sup>۳</sup>

PMC نشان‌دهنده وضعیت اعضای هیئت مدیره،<sup>۴</sup>

SOD نشان‌دهنده وضعیت مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره،<sup>۵</sup>

ECEO نشان‌دهنده سابقه و پیشینه مدیر عامل،<sup>۶</sup>

OT نشان‌دهنده انواع مالکیت،<sup>۷</sup>

ROAU نشان‌دهنده گزارش حسابرس<sup>۸</sup> می‌باشند.

### ۳. برآورد الگوی و تجزیه و تحلیل خروجی‌ها

با استفاده از داده‌های تشریح شده و چارچوب تجزیه و تحلیل معرفی شده در بخش قبل، الگوی مورد نظر در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ در شرکت‌های منتخب و با استفاده از نرم‌افزار Stata تخمین زده شده است.

1 Return on Asset

2 The Size Of Management Committee

3 Sex Diversity

4 The Position of Management Committee

5 The Position of Management Committee and CEO (Same Or Different)

6 The Experiences of CEO

7 Ownership's Type

8 The report of Auditor

گفتنی است که بعد از گردآوری اطلاعات تبیین شده در فصل پیشین، مشکلاتی در گردآوری این داده برای سه شرکت پتروشیمی مرجان، سرمایه‌گذاری توکا فولاد و گروه بهمنی فولاد خوزستان وجود داشت؛ به این ترتیب که داده‌های مربوط به متغیرهای مورد نظر در اطلاعات موجود این شرکت‌ها اصلاً وجود نداشت. بنابراین در برآورد انجام شده این شرکت‌ها در جامعه آماری قرار ندارند.

یکی دیگر از نکات مورد اشاره در زمینه متغیرهای مورد استفاده می‌باشد. در میان متغیرهای یاد شده دو متغیر تنوع جنسی و وضعیت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره حذف شدند. متغیر تنوع جنسیتی به این دلیل حذف شده که هیچ‌گونه تنوع جنسیتی در وضعیت اعضای هیئت مدیره وجود نداشته و همگی مرد می‌باشند. بنابراین امکان استفاده از این متغیر در الگو وجود نداشته است. در مورد متغیر وضعیت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره نیز مطابق آمار گردآوری شده همه شرکت‌های منتخب، هیچ یک این دو سمت به یک شخص داده نشده و باز هم چون این متغیر، یک متغیر دائمی در نظر گرفته شده و برای همه سال‌ها و همه مقاطع یکسان عدد صفر را می‌گیرد از فهرست متغیرهای الگو در الگوی نهایی برای برآورد حذف شده است.

در مرحله اول به منظور آزمون عدم وجود تفاوت‌های فردی در بین هر یک مقاطع (شرکت‌های) مورد بررسی، از آزمون F استفاده خواهد شد.

در این راستا مقدار آماره F مورد نظر محاسبه شده  $F(5,27) = 29/16$  می‌باشد. بنابراین با توجه به این مقدار و مقدار Prob می‌توان دریافت که فرضیه  $H_0$  مبنی بر عدم وجود خصوصیات فردی متفاوت میان هر یک از مقاطع (شرکت‌ها) در این الگو رد خواهد شد؛ بنابراین می‌توان دریافت که در جامعه منتخب مورد بررسی میان هر یک از شرکت‌ها خصوصیات منحصر به فردی وجود دارد که عملکرد شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بنابراین با توجه به آماره محاسباتی برای F، خصوصیات منحصر به فرد وجود دارد که با عنوان «آثار ثابت» باید لحاظ گردد. به منظور قرار دادن این اجزاء آثار ثابت در الگو، باید از یکی از روش‌های آثار ثابت و یا آثار تصادفی برای تخمین الگوی یاد شده استفاده نمود. در

این راستا و به‌منظور انتخاب یکی از روش‌های بالا باید از آزمون هاسمن استفاده شود. فرضیه صفر آزمون هاسمن بر بی‌تفاوتی میان استفاده از دو روش تأکید دارد و فرضیهٔ مقابل استفاده از روش آثار ثابت را توصیه می‌کند. در واقع اگر مقدار P-Value محاسبه شده در آزمون هاسمن از سطح خطای ۵ درصد بیشتر باشد، فرض صفر رد نمی‌شود و باید از روش آثار تصادفی استفاده کرد. در غیر این صورت از روش آثار ثابت استفاده می‌شود. نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول شمارهٔ یک ارائه شده است.

جدول شماره (۱) : نتایج حاصل از آزمون هاسمن

. hausman fe re

	Coefficients			sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re	(b-B) Difference	
smc	2.447663	2.447663	4.44e-16	.
pmc	1.919457	1.919457	-9.10e-15	.
eceo	3.28078	3.28078	7.55e-15	.
ot	.2674868	.2674868	-7.22e-16	.
roe	-.0942391	-.0942391	4.19e-15	.

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(5) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 0.00 \\ \text{Prob}>\text{chi2} &= 1.0000 \\ & (V_b-V_B \text{ is not positive definite}) \end{aligned}$$

برای این آزمون مقدار آماره به‌دست آمده برابر با  $\text{prob}>\text{chi2}(5)=1.00$  می‌باشد که با توجه به مقادیر بحرانی جدول، می‌توان دریافت که فرض  $H_0$  مبنی بر بی‌تفاوتی در

بکارگیری از روش‌های Fixed Effect و Random Effect رد نخواهد شد. بنابراین نتایج تخمین الگوی بر اساس روش Random Effect مورد بررسی قرار خواهد گرفت. اگر بر اساس آزمون هاسمن الگوی انتخاب شده الگوی آثار ثابت باشد، آزمون «بروش پاگان» که برای انتخاب بین روش Pool و روش آثار تصادفی می‌باشد، صورت می‌گیرد. مطابق این آزمون فرضیه صفر استفاده از داده‌های تلفیقی (Pool) و فرضیه مقابل استفاده از روش آثار تصادفی می‌باشد. آزمون بروش پاگان برای الگوی انجام شده و نتایج آن در جدول شماره دو ارائه شده است.

جدول شماره (۲): آزمون بروش پاگان

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roa}[\text{country}, t] = Xb + u[\text{country}] + e[\text{country}, t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	245.6616	15.6736
e	15.18483	3.896772
u	79.41452	8.911482

Test: Var(u) = 0

$$\text{chibar2}(01) = 27.05$$

$$\text{Prob} > \text{chibar2} = 0.0000$$

مطابق نتایج ارائه شده روش آثار تصادفی روش بهینه برای برآورد الگو می‌باشد. الگوی بهینه نهایی الگوی برآورد شده به روش آثار تصادفی می‌باشد. برآورد الگو با استفاده از این روش به صورت زیر می‌باشد:

## جدول شماره (۳): نتایج حاصل از برآورد الگو به روش آثار تصادفی

```
. xtreg roa smc pmc eceo ot roe, re
```

```
Random-effects GLS regression                Number of obs   =        40
Group variable: country                      Number of groups =         8

R-sq:                                         Obs per group:
    within = 0.8418                             min =          5
    between = 0.5472                            avg =         5.0
    overall = 0.5404                             max =          5

Wald chi2(5) = 137.10
corr(u_i, X) = 0 (assumed)                    Prob > chi2     = 0.0000
```

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
smc	2.447663	1.162401	2.11	0.035	.1693985	4.725927
pmc	1.919457	1.095192	1.75	0.080	-.2270803	4.065995
eceo	3.28078	1.476448	2.22	0.026	.386996	6.174565
ot	.2674868	.1174412	2.28	0.023	.0373064	.4976673
roe	-.0942391	2.161752	-0.04	0.965	-4.331195	4.142717
_cons	-15.03598	9.456126	-1.59	0.112	-33.56964	3.497687
sigma_u	8.9114822					
sigma_e	3.8967724					
rho	.83948267	(fraction of variance due to u_i)				

الگو با استفاده از تخمین‌زن‌های روش آثار ثابت و تصادفی تخمین زده شده که با آزمون‌های انجام شده الگوی بهینه، الگوی برآورد شده با روش آثار تصادفی می‌باشد. در این الگو متغیرهای توضیحی توانسته‌اند بیش از ۸۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند که این امر نشان‌دهنده تصریح مناسب آنها می‌باشد. همچنین ضرایب تخمین خورده در الگو دارای علامتی منطبق با مبانی نظری و فروض حاکم بر الگو هستند. بر طبق جدول شماره سه ضریب متغیر اندازه هیئت مدیره دارای علامت مثبت و مقدار ۲/۴۵ می‌باشد. مقدار آماره آزمون و P-Value نشان می‌دهد که ضریب در سطح ۹۹ درصد معناداری می‌باشد. این ضریب بیان می‌کند که با یک درصد افزایش در اندازه هیئت مدیره تقریباً ۲/۵ درصد عملکرد این شرکت‌ها بهبود خواهد یافت. بنابراین فرضیه مربوط به



اثرگذاری اندازه مثبت و معنادار هیئت مدیره بر عملکرد شرکتی شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس پذیرفته می‌شود.

در همین چارچوب و در رابطه با ضریب متغیر وضعیت اعضای هیئت مدیره می‌توان بیان داشت که ضریب متغیر وضعیت اعضای غیرموظف هیئت مدیره دارای علامت مثبت و مقدار  $1/92$  می‌باشد. مقدار آماره آزمون و P-Value نشان می‌دهد که ضریب در سطح ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. این ضریب بیان می‌کند که با یک درصد افزایش در اندازه اعضای غیرموظف هیئت مدیره تقریباً ۲ درصد عملکرد این شرکت‌ها بهبود خواهد یافت. بنابراین فرضیه مربوط به اثرگذاری مثبت و معنادار وضعیت اندازه اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر عملکرد شرکتی شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس، پذیرفته می‌شود.

در ارتباط یا متغیر سابقه و پیشینه مدیر عامل نیز با توجه به رگرسیون برآورد شده می‌توان بیان داشت که ضریب این متغیر دارای علامت مثبت و مقدار  $3/28$  می‌باشد. مقدار آماره آزمون و P-Value نشان می‌دهد که ضریب در سطح ۹۹ درصد معناداری می‌باشد. این ضریب بیان می‌کند که با یک سال افزایش در سابقه و پیشینه مدیر عامل تقریباً ۳۳ درصد عملکرد این شرکت‌ها بهبود خواهد یافت. بنابراین فرضیه مربوط به اثرگذاری مثبت و معناداری وضعیت سابقه و پیشینه مدیر عامل بر عملکرد شرکتی شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس، پذیرفته می‌شود.

متغیر دیگر الگو، بررسی انواع مالکیت‌ها بر عملکرد شرکتی این شرکت‌ها می‌باشد. با توجه به تعریف متغیر به عنوان درصد سهامداران عمده در برآورد انجام شده این ضریب، دارای ضریب مثبت و مقدار  $0/28$  می‌باشد. مقدار آماره آزمون و P-Value نشان می‌دهد که ضریب در سطح ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. این ضریب بیان می‌کند که با یک درصد افزایش در میزان سهامداران عمده این شرکت‌ها تقریباً  $0/3$  درصد عملکرد این شرکت‌ها بهبود خواهد یافت. بنابراین فرضیه مربوط به اثرگذاری مثبت و معنادار درصد سهامداران عمده بر عملکرد شرکتی شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس، پذیرفته می‌شود.

آخرین متغیر مورد بررسی در خط رگرسیون، متغیر مربوط به گزارش حسابرسی می‌باشد. با توجه به مقدار آماره آزمون و P-Value نشان می‌دهد که ضریب در هیچ یک از سطح معناداری (۹۵،۹۰ و ۹۹ درصد) معنادار نمی‌باشد. بنابراین فرضیه مربوط به اثرگذاری مثبت و معنادار گزارش حسابرسی بر عملکرد شرکت‌های منتخب را نمی‌توان پذیرفت. همچنین مطابق آزمون‌های انجام شده الگو دارای واریانس همسانی است و همچنین اجزی اختلال الگو دارای مشکل خود همبستگی نیز نمی‌باشد.

#### ۴. نتیجه‌گیری و جمع‌بندی

حکمرانی و مدیریت خوب در یک شرکت، عامل بسیار مهمی در بهبود عملکرد شرکت‌ها و در نتیجه فرایند توسعه سازمان‌ها و به‌دنبال آن جامعه است و این امر نه تنها به نفع این شرکت‌ها، بلکه برای کل اقتصاد جامعه مؤثر است. بنابراین با توجه به نتایج حاصله از برازش الگو، ارزیابی خروجی‌های به‌دست آمده و استنتاجات بیان شده در بالا در زمینه بررسی عوامل مربوط به حکمرانی شرکتی که در عملکرد شرکت‌های بورسی وابسته به دفاع هستند، می‌توان به موارد زیر توجه نمود:

(۱) با استناد به برازش انجام شده، فرضیه آزمون در خصوص تأثیر مستقیم و معنادار متغیرهای اندازه هیئت مدیره، وضعیت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، سابقه و پیشینه مدیرعامل، مالکیت سهامداران عمده مورد پذیرش واقع شده و این بیان می‌کند که اتخاذ روش‌هایی زیربنایی و ساختاری در زمینه مباحث حکمرانی شرکتی و بهبود وضعیت شاخص‌های نام برده شده، برای دستیابی به بهبود عملکرد شرکتی مورد نیاز است.

(۲) نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که وضعیت حسابرسی در شرایط خوبی قرار ندارد و بر وضعیت عملکرد این شرکت‌ها مؤثر نبوده است.

(۳) گزارش داده‌ها در بسیاری از شرکت‌ها به شکل ضعیفی انجام شده است که در این زمینه نیاز به نظارت و واپایش بیشتری می‌باشد.

با توجه به مباحث ارائه شده و نتایج به‌دست آمده در این تحقیق، پیشنهادهای سیاستی که می‌توان به مدیران و مسئولان و همچنین محققان آینده نمود، به شرح زیر می‌باشد:

۱. به نظر می‌رسد در بهبود وضعیت عملکرد شرکت‌های منتخب پذیرفته شده در بورس وضعیت و شرایط حکمرانی شرکتی بسیار مؤثر و اثرگذار می‌باشد. بنابراین توجه به مباحث کیفی همچون پیشینه و سابقه اعضای که به‌عنوان مدیر عامل انتخاب می‌شوند و نیز مالکیت سهامداران عمده می‌تواند تأثیر چشمگیری بر بهبود عملکرد شرکت‌ها داشته باشد.
۲. پیشنهاد می‌شود که در زمینه واپایش و نظارت بر مباحث مالی اقدامات مؤثری انجام پذیرد. یکی از نقطه ضعف‌های مهم که در این شرکت‌ها به چشم می‌خورد، بحث مربوط به گزارش‌های حسابرسی می‌باشد. بسیاری از صورت‌های مالی هستند که هنوز حسابرسی نشده‌اند و یا در گزارش‌ها به‌صورت نامطلوب و یا مشروط گزارش شده‌اند. این به آن معناست که در این زمینه توجه بسیاری مورد نیاز می‌باشد.
۳. همچنین نمی‌توان گفت عدم معنی ضریب مربوط به گزارش حسابرسی به مفهوم بی‌تأثیر بودن همیشگی این متغیرها در عملکرد شرکت‌ها می‌باشد. به نظر می‌رسد شاید در مراحل اولیه بهبود عملکرد شرکت‌ها بیشتر توجه باید معطوف به مباحث ساختاری شود و در مراحل بعدی، یعنی ایجاد ساختارها و زیربنای مناسب، بی‌شک متغیرهای دیگری همچون این متغیر می‌توانند در تسریع این موضوع نقش داشته باشند.
۴. ایجاد و یا توسعه پایگاه‌های داده در بخش بازار سرمایه و یا سایت کدال از جمله نکات دیگری است که ضروری به نظر می‌رسد، تا بتواند به محققان در زمینه انجام کارهای مطالعاتی دقیق‌تر و موفق‌تر باشند و نتایج به‌دست آمده در اختیار مدیران و مسئولان به درستی قرار گیرد.
۵. همچنین با توجه به اهمیت نقش مدیران غیرموظف در تقویت و بهبود عملکرد شرکت‌ها، لازم است با ارائه راهکارهایی، عملکرد مدیران غیرموظف را در ترکیب هیئت مدیره تقویت کرد.

هرچند مرور بر مطالعات گذشته که در خلال نگارش این تحقیق انجام شده، به نظر می‌رسد مطالعات انجام شده در زمینه وضعیت عملکرد شرکت‌ها از تنوع و کیفیت قابل توجهی برخوردار نیست، بنابراین با توجه به اهمیت موضوع و کمبودهایی که در زمینه مطالعات مربوط به وضعیت عملکرد شرکت‌ها و نقش حاکمیت شرکتی مشاهده می‌شود و همچنین در نظر گرفتن نکاتی که در خلال کارهای انجام شده در این مطالعه ظاهر می‌شود، به نظر می‌رسد مطالعات آینده می‌تواند در محورهای زیر انجام پذیرد:

۱. بررسی تأثیر سایر متغیرهای کیفی همچون سهامداران نهادی در عملکرد شرکت‌ها.
۲. بررسی تأثیر کیفیت حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره (همانند بررسی سابقه و پیشینه مدیرعامل) در عملکرد شرکت‌ها.
۳. انجام مطالعات تطبیقی در گروه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و شرکت‌های غیربورسی در این زمینه.
۴. انجام مطالعات تطبیقی در گروه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با دیگر شرکت‌های سایر استان‌ها در این زمینه.

## منابع و یادداشت‌ها

### الف. منابع فارسی

- (۱) اتاق بازرگانی، (۱۳۸۲)، حاکمیت شرکتی، *نشریه اتاق بازرگانی و صنایع و معادن ایران*، شماره ۷.
- (۲) آیین‌نامه نظام راهبری شرکت، مصوب ۱۳۸۶، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران.
- (۳) باباجانی، جعفر و مجید عبدی، (۱۳۸۹)، رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، شماره سوم.
- (۴) حاکمیت شرکتی: از حرف تا عمل، یکشنبه ۲۵ دی ۱۳۹۰، گفت‌وگوی منتشرشده در *نشریه دنیای اقتصاد*.
- (۵) حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۳)، مبانی نظری حاکمیت شرکتی، *نشریه حسابدار*، شماره ۱۶۸.
- (۶) حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران، *فصلنامه حسابرس*، شماره ۳۲.
- (۷) حساس یگانه، یحیی، *فلسفه حسابرسی*، انتشارات علمی و فرهنگی.
- (۸) حساس یگانه، یحیی، زهره رئیسی و سیدمجتبی حسینی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، سال چهارم، شماره ۱۳.
- (۹) شهریاری، مهدی، (۱۳۸۶)، نقش حاکمیت شرکتی در عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران.
- (۱۰) کردلویی، حمیدرضا و بهزاد جعفرپور، (۱۳۹۳)، *حاکمیت شرکتی*، دانشگاه آزاد اسلامی.
- (۱۱) وکیلی فرد، حمیدرضا و لیدا باوندپور، (۱۳۸۹)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله مطالعات مالی*، شماره هشتم.

### ب. منابع لاتین

- (1) Baltagi, B.H, (2005), *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons, Ltd, Third Edition.
- (2) Berle, A. and, Means, G, (1932), *The Modern Corporate and Private Property*, New York.
- (3) Cadbury Code, (December 1992), Report of the committee on Financial Aspects of Corporate Governance: the Cod of Best Practice, Gee Professional Publishing, London.
- (4) Cadbury, A, (2002), *Corporate Governance and Chairmanship*, A personal

- Oxford University Press, View, Oxford.
- (5) Khan, Humera (2011)," A Literature Review of Corporate Governance, International Conference on E-business, Management and Economics IPEDR Vol.25, Singapore
  - (6) OECD, (2004), OECD Principles of Corporate Governance, OECD, Paris.
  - (7) Parkinson, J.E, (1994), Corporate Power and Responsibility, Oxford University Press Oxford.
  - (8) Solomon. J, & Solomon. A, (2004), Corporate Governance and Accountability, John Wiley & Sons, England.

