

پژوهش‌های تجربی حسابداری

سال دوم، شماره ۵، پاییز ۱۳۹۱، صص ۱ - ۲۰

رابطه خصوصی سازی، ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و اصلاح قوانین و مقررات با هزینه های نمایندگی در بنگاه های سابقاً دولتی

ویدا مجتهدزاده*، حمیده اثنی عشری**

تاریخ دریافت: ۹۱/۰۲/۲۲

تاریخ تصویب: ۹۱/۰۶/۰۱

چکیده

در این تحقیق، رابطه خصوصی سازی و هزینه های نمایندگی بنگاه های سابقاً دولتی با در نظر گرفتن سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و تغییر بستر قانونی بررسی شد. سازو کارهای نظام راهبری شرکتی با استفاده از معیارهای تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره، مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی و نوع حسابرس و هزینه های نمایندگی با استفاده از معیار نسبت به کارگیری دارایی ها اندازه گیری شد. در این راستا اطلاعات ۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ۱۳۸۲-۱۳۸۹ با در نظر گرفتن برخی ویژگی ها (۳۰۴ شرکت - سال) مورد بررسی قرار گرفت. برای تجزیه و تحلیل داده ها، روش داده های ترکیبی و جهت آزمون فرضیه ها از رگرسیون حداقل مربعات عادی استفاده شد. نتایج نشان می دهد هزینه های نمایندگی بنگاه های سابقاً دولتی به گونه ای معنی دار بعد از خصوصی سازی افزایش یافته است و با ساز و کارهای تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره، مالکیت مدیریتی و نهادی رابطه معنی داری دارد.

واژه های کلیدی: نظام راهبری شرکتی، هزینه های نمایندگی، خصوصی سازی، تغییر بستر قانونی

طبقه بندی موضوعی: M41

*دانشیار حسابداری دانشگاه الزهراء "س" (نویسنده مسئول) (vida.mojtahed@gmail.com)

**دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه الزهراء "س" (hamideh_181363@yahoo.com)

مقدمه

خصوصی سازی اولین بار توسط جمهوری فدرال آلمان و با واگذاری بخش عمده ای از سهام فولکس واگن در سال ۱۹۵۷ آغاز شد و سپس توسط دولت مارگارت تاچر در سال ۱۹۸۰ با خصوصی سازی صنعت مخابرات انگلیس و دولت شیراک در فرانسه با واگذاری بانک های بزرگ ادامه یافت. در طول سالیان گذشته، خصوصی سازی به عنوان یکی از محورهای اصلی سیاست و اقتصاد جنبه جهانی به خود گرفت و نقش بنگاه های دولتی را هم در کشورهای در حال توسعه و هم در کشورهای توسعه یافته به شدت کاهش داد [۲۷،۱۱].

بازارهای سرمایه، بستر مناسبی برای اجرای خط مشی های خصوصی سازی دولت ها فراهم می کنند. ورود به این بازارها موجب اصلاح ساز و کارهای نظارتی بنگاه های دولتی می شود، که تقلیل برخی عوامل ناکارآمدی اقتصادی از قبیل تضاد نمایندگی و عدم تقارن اطلاعاتی را به دنبال دارد. چنانچه دولت ها با تدوین قوانین و مقررات جدید یا اصلاح قوانین و مقررات موجود از سرمایه گذاران حمایت کنند، بازارهای سرمایه با تخصیص بهینه منابع موجب رشد و شکوفایی اقتصادی می شوند.

دولت ها برنامه های خصوصی سازی را به منظور بهبود کارآیی اقتصادی بنگاه های دولتی برمی گزینند و امیدوارند از این طریق بازارهای ملی سهام آن ها توسعه یابد و با تخصیص کارای منابع، رشد و شکوفایی اقتصادی فراهم گردد. از آن جا که مالکیت بنگاه های دولتی در اختیار «دولت» و به نوعی تمامی شهروندان در مجموع است، هیچ ناظری به تنهایی انگیزه کافی برای کنترل مدیران آن ها را ندارد. همین امر بنگاه های دولتی را ذاتاً ناکارآمد می سازد. عدم تقارن اطلاعاتی نیز از مدیران بنگاه های دولتی در برابر نظارت کارآمد حمایت می کند. با توجه به این که مدیران اطلاعات بیشتری درباره هزینه ها و عملیات بنگاه دارند، به هنگام مواجهه با ناظران سیاسی، بی تردید از مزیت مذاکراتی برخوردار خواهند شد [۳۴].

در کنار مشکلات نظارتی، موضوعاتی از قبیل کنترل دولتی برخط مشی های اجرایی بنگاه ها، تضاد نمایندگی و ناتوانایی مدیران در حصول اهداف تعیین شده نیز موجب تضعیف نظام راهبری شرکتی و اتلاف منابع در بنگاه های دولتی می شود [۲۷]. نظام راهبری شرکتی با حفظ تعادل بین اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده ی کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت ها در قبال سایر صاحب نفع های خود می گردد. مهمترین هدف نظام راهبری شرکتی همسویی منافع مدیران و سهامداران و کاهش

عدم تقارن اطلاعاتی بین آنان می باشد. به علاوه نظارت بر رفتار مدیران موجب بهبود عملکرد شرکت نیز می گردد. زیرا، نظارت موثر بر عملکرد مدیران هزینه های ناشی از رفتار فرصت طلبانه آن ها را کاهش می دهد.

هزینه های نمایندگی نقطه شروع شکل گیری نظام راهبری است. رابطه ی نمایندگی به عنوان یک قرارداد توصیف می شود که به موجب آن یک (یا چند) کارگمار (سهامدار)، فرد دیگری را به عنوان کارگزار (نماینده) برای انجام برخی خدمات بکار می گیرد. به همین دلیل کارگمار برخی از اختیارات تصمیم گیری خود را به کارگزار تفویض می کند و همین تفویض اختیارات است که موجب ایجاد مشکلات نمایندگی می شود. چرا که مدیر یک بنگاه کنترل زیادی بر امور اجرایی، تخصیص منابع و چگونگی افشای اطلاعات دارد و منفعت طلبی اش می تواند مانع از تخصیص منابع به فعالیت هایی گردد که ارزش بنگاه را حداکثر می سازد [۳۲]. این در حالی است که مالکان و سایر تامین کنندگان مالی نیز قادر به نظارت بر رفتار مدیر به گونه ای موثر و کارا نمی باشند. در بنگاه های دولتی مهمترین مساله نمایندگی تمرکز بیشتر بر اهداف سیاسی و تمرکز کمتر بر افزایش کارایی بنگاه می باشد. بنابراین کنترل سیاسی بر مدیر در کنار انگیزه های مدیریتی او مانع از حداکثر سازی ارزش می گردد [۱۴، ۱۹]. با کاهش نظارت بر مدیر و با توجه به انگیزه های منفعت طلبانه او، شکاف اطلاعاتی بین مدیر و تامین کنندگان مالی بنگاه افزایش می یابد و زمینه کسب رانت اقتصادی توسط مدیران فراهم می شود. عدم تقارن اطلاعاتی منجر به خطر اخلاقی و افزایش هزینه انتخاب نامطلوب و در نهایت افزایش هزینه مبادله، کاهش قیمت و حجم معاملات سهام می شود.

برای تقلیل مشکلات نمایندگی یا باید قدرت کارگمار و یا نظارت بر کارگزار را افزایش داد. هر یک از راه کارهای مذکور هزینه هایی را به طرفین تحمیل می نماید. افزایش قدرت کارگمار، وقت و سرمایه ی بیشتری را می طلبد و افزایش نظارت بر کارگزار خطر طرح دعاوی حقوقی از سوی کارگمار یا جامعه بر علیه او را بالا می برد.

نظام راهبری کارآمد، نظامی است که با افزایش هزینه های ناشی از سوء رفتار مدیریت، هزینه های نظارت بر او را کاهش دهد. این نظام نه تنها منافع سهامداران را تضمین می نماید؛ بلکه، موجب پاسخگویی بنگاه در برابر طلبکاران، بانک ها، مصرف کنندگان و نهایتاً جامعه می شود. پاسخگویی، شفافیت و حمایت از حقوق ذی نفعان از مهمترین شاخصه های یک نظام راهبری کارآمد می باشد. برابر اصل پاسخگویی هر کس که به نام شخص یا گروهی

عملی را انجام می دهد، باید به همان شخص یا گروه گزارش نیز بدهد و به نوعی در برابر آن‌ها مسئول باشد. در بنگاه های دولتی نظام پاسخگویی تا حدودی بهم می خورد، زیرا به سختی می توان تشخیص داد چه کسانی مالکان اصلی شرکتند. دولت یا ملت؟ برای این که مدیر پاسخگو باشد، لازم است تعریفی توافق شده از وظایف محوله، اندازه گیری عملکرد، کنترل منابع، وجود سیستم های نظارتی و گزارش دهی و در نهایت، مشوق ها و محدودیت ها وجود داشته باشد. این مهم می تواند از طریق ایجاد یک نظام راهبری شرکتی فراهم گردد. در سطره یک نظام راهبری کارآمد، مدیران شرکت ها مایلند با افشای اطلاعات از مجرای صورت های مالی و یادداشت های همراه، هزینه های نمایندگی را کاهش و ارزش شرکت را افزایش دهند.

پیشینه پژوهش

گل و همکاران (۲۰۱۲)، اثر سازو کارهای نظام راهبری شرکتی را بر تقلیل هزینه های نمایندگی شرکت های پذیرفته شده در بورس کراچی پاکستان، مورد آزمون قرار دادند. محققین از نسبت به کارگیری دارایی ها جهت اندازه گیری هزینه های نمایندگی و از متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت نهادی، مالکیت خارجی، اندازه هیئت مدیره، انتصاب توامان به سمت های ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل، ساختار پاداش و استقلال هیئت مدیره به عنوان سازو کارهای نظام راهبری شرکتی استفاده کردند. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت مدیریتی و نهادی و سایر سازو کارهای راهبری شرکتی (به استثنای اندازه هیئت مدیره و انتصاب توامان به سمت مدیرعامل و ریاست هیئت مدیره) رابطه ای مثبت با نرخ بازده دارایی داشته و موجب کاهش هزینه های نمایندگی می شوند. **گاگینی و همکاران (۲۰۱۲)**، رابطه بین هزینه های نمایندگی (افقی و عمودی) و ساختار مالکیتی و کنترلی را در نمونه ای متشکل از ۲۵۰۰۰ شرکت دولتی و خصوصی ثبت شده در انگلیس و ایرلند و در سال های ۲۰۰۵ الی ۲۰۰۹ مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد شرکت های خصوصی با هزینه های نمایندگی پایین تری نسبت به شرکت های دولتی روبرو هستند. به علاوه هزینه های نمایندگی در شرکت هایی که ساختار مالکیت تک مالکی دارند در مقایسه با سایر ساختارهای مالکیت، پایین تر است. به عبارتی دیگر، با پیچیده تر شدن ساختار مالکیت، هزینه های نمایندگی افزایش می یابد. محققین بیان کردند شرکت های با مالکیت مدیریتی (کنترلی) بیشتر، هزینه های نمایندگی بالاتری دارند. به بیان دیگر، وجود سهامداران بزرگ

خارج از تیم مدیریتی، هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهد. **هو و همکاران (۲۰۱۱)** به بررسی این موضوع پرداختند که آیا خصوصی سازی بنگاه‌های سابقاً دولتی در چین می‌تواند با تغییر در انگیزه‌های مدیران و کارکنان، موجب بهبود عملکرد در دوران پس از خصوصی سازی شود. آن‌ها با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵ شرکت خصوصی شده طی سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۵، به آزمون فرضیه‌های خود پرداختند. نتایج پژوهش محققین نشان داد خصوصی سازی دارای سه اثر بوده است شامل سلب مالکیت بیشتر از سهامداران بزرگ، طرح‌های پاداش حساس‌تر به عملکرد و کاهش سطح مزایای مصرفی مدیران و کارکنان به گونه‌ای که با رشد فروش با آهنگی آهسته افزایش و در زمان کاهش فروش به سرعت کاهش می‌یابد. این تغییر در انگیزه‌ها به توضیح بهبود عملکرد بنگاه‌های سابقاً دولتی در دوران پس از خصوصی سازی کمک می‌کند. **جان وی و همکاران (۲۰۱۱)** به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مکانیزم‌های راهبری شرکتی شامل ویژگی‌های هیئت مدیره، ساختار پاداش مدیریت، مالکیت مدیریتی، تمرکز مالکیت و تامین مالی از طریق بدهی موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود؟ آن‌ها هزینه‌های نمایندگی را با استفاده از چهار شاخص گردش دارایی، نسبت هزینه‌های اداری و عمومی به فروش، جریان‌های نقدی آزاد و نسبت نقدینگی دارایی اندازه‌گیری کردند. بازه زمانی تحقیق سال‌های ۲۰۰۶ الی ۲۰۰۹ و نمونه مورد بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در چین بود. محققین در ارتباط با هریک از شاخص‌های سنجش هزینه‌های نمایندگی، به نتیجه‌های متفاوتی دست یافتند. نتایج نشان دهنده اثرگذاری محیط راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی بود. **ولاج و لاک (۲۰۱۱)**، رابطه بین هزینه‌های نمایندگی، ساختار مالکیت و راهبری شرکتی را در شرکت‌های کوچک در نیوزلند در بازه زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۸ با استفاده از روش برآورد GMM مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد تمرکز مالکیت بیشترین اثر را بر راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی دارد. **مصطفی و احمد (۲۰۰۹)** به بررسی رابطه بین مالکیت مدیریت و هزینه‌های نمایندگی در ۸۶۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. محققین هزینه‌های نمایندگی را با دو نسبت هزینه‌های عملیاتی و استفاده از دارایی و مالکیت مدیریت را با تعداد سهام مدیران موظف اندازه‌گیری نمودند. نتایج نشان داد که بین مالکیت مدیریت و هزینه‌های نمایندگی رابطه منفی وجود دارد و هرچه درصد مالکیت مدیر در شرکت بیشتر شود هزینه‌های نمایندگی کاهش می‌یابد. **فلوراکز (۲۰۰۸)**، با استفاده

از دو شاخص نسبت کل فروش به کل دارایی‌ها (نسبت گردش دارایی‌ها) و نسبت هزینه‌های فروش^۵ اداری و عمومی به کل فروش به آزمون اثر سازو کارهای نظام راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های انگلیسی در بازه زمانی ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۳ پرداخت. محقق نتیجه گرفت که دو ویژگی ساختار سرمایه شامل بدهی بانکی و سررسید بدهی دو ابزار مهم سازو کار راهبری در شرکت‌های انگلیسی می‌باشند. به علاوه، مالکیت مدیریتی، پاداش مدیریت و تمرکز مالکیت نیز نقش مهمی در تخفیف هزینه‌های نمایندگی بر عهده دارند. اگر چه اثر سازو کارهای داخلی راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی متناسب با فرضت‌های رشد پیش روی شرکت‌ها، متغیر است. **ژانگ و لی (۲۰۰۸)**، رابطه بین هزینه‌های نمایندگی و اهرم‌های مالی را در ۳۲۳ شرکت انگلیسی در بازه ۲۰۰۴ الی ۲۰۰۵ مورد آزمون قرار دادند. محققین نسبت‌های هزینه‌های عملیاتی به فروش و بدهی به دارایی را به ترتیب برای اندازه‌گیری هزینه‌های نمایندگی و اهرم مالی به کار گرفتند. ضمن آن که از سه متغیر کنترلی عملکرد (بازده دارایی‌ها)، اندازه شرکت (لگاریتم فروش) و نوع صنعت نیز بهره بردند. نتایج پژوهش نشان داد بین هزینه‌های نمایندگی و سطح اهرم مالی رابطه منفی معنی داری وجود دارد. به علاوه، اندازه شرکت رابطه منفی معنی دار و شاخص عملکرد رابطه منفی و فاقد معنی با هزینه‌های نمایندگی دارند. **ان جی و همکاران (۲۰۰۰)**، هزینه‌های نمایندگی را برای ساختارهای مختلف مالکیتی و مدیریتی مورد بررسی قرار دادند. نمونه آن‌ها شامل ۱۷۰۸ شرکت کوچک بود. محققین به نتایج روبرو دست یافتند: (۱) رابطه منفی بین مالکیت مدیریت و هزینه‌های نمایندگی، (۲) افزایش هزینه‌های نمایندگی با افزایش تعداد سهامداران غیر مدیر و (۳) کاهش هزینه‌های نمایندگی با نظارت بیشتر توسط بانک‌ها

مجتهد زاده (۱۳۹۰)، رابطه مالکیت مدیریت با هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های حسابرسی مستقل و حق الزحمه مدیران را در ۲۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۵ الی ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار داد. نتایج حاکی از آن بود که مالکیت مدیریت رابطه‌ای با هزینه‌های نمایندگی، هزینه‌های حسابرسی مستقل و حق الزحمه مدیران ندارد.

فرضیه های پژوهش

به منظور پاسخ به سوالات پژوهش و به پشتوانه مبانی نظری موجود، فرضیه های زیر تدوین شد [۲۳، ۱۰].

۱. هزینه های نمایندگی بنگاه های سابقاً دولتی بعد از خصوصی سازی کاهش یافته است.
۲. بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و تغییر بستر قانونی و هزینه های نمایندگی بنگاه‌های سابقاً دولتی رابطه معنی داری وجود دارد.

روش تحقیق

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از بعد روش، توصیفی^۵ همبستگی می باشد. از آن جا که هر روش نیازمند رویه ها و تجزیه و تحلیل های متفاوتی است، طبقه بندی یک تحقیق بر حسب روش، گام نخست هم در اجرای تحقیق و هم در بررسی آن است. متغیرهای مستقل تحقیق: سازو کار های نظام راهبری شرکتی، خصوصی سازی و تغییر بستر قانونی، متغیر وابسته: هزینه های نمایندگی و متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت و رشد می باشد. بعد از محاسبه آماره های توصیفی و آزمون ایستایی متغیرهای پژوهش، ابتدا از ضریب همبستگی پیرسون برای بررسی رابطه بین متغیرها، سپس از روش تحلیل واریانس و نگاه ضرایب مدل رگرسیونی استفاده شد؛ تا معنی دار بودن ضرایب مدل (با بکارگیری P-Value محاسبه شده و سطح خطای مورد نظر α) تعیین شود. در پایان، پیش فرض های مدل بررسی شد تا در صورت درست بودن، نتایج آزمون مستقل بودن خطاها، ثابت بودن واریانس خطاها، نرمال بودن خطاها و متغیر وابسته و عدم خودهمبستگی پذیرفته شود.

به منظور آزمون فرضیه ها از مدل های زیر استفاده شده است:

مدل ۱

این مدل برای آزمون فرضیه اول استفاده شد [۲۳، ۱۰].

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{PRIV}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \epsilon_{it}$$

جهت نرمال نمودن توزیع متغیر وابسته، از لگاریتم طبیعی آن در برآورد رگرسیون استفاده شد.

PRIV_{it} = خصوصی سازی، برای سال t که ۳۰ درصد یا بیشتر از سهم دولت در آن

واگذار شده و سال های بعد از آن یک و در غیر این صورت صفر اختیار کرد [۵، ۱۰].

AuR_{it} (نسبت به کارگیری دارایی ها) = کل درآمدهای فروش (خدمات) طی سال مالی t

بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها در انتهای سال مالی t [۲۳]. هر چه این نسبت مقدار کمتری

را اختیار کند، ناکارایی تصمیمات سرمایه گذاری بیشتر بوده و یا منابع در جهت خرید دارایی‌های غیر مولد به مصرف می‌رسد؛ از اینرو، هزینه‌های نمایندگی برای سهامداران افزایش می‌یابد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) بیان کردند هر گاه درصد مالکیت مدیر در یک واحد تجاری کمتر از ۱۰٪ سهام موجود شود؛ آن‌گاه برای او انگیزه آفرینی می‌شود تا منابع شرکت را در راستای منافع شخصی خود به کار بندد؛ زیرا در چنین شرایطی، تمامی بهای اقدام خود را متحمل نمی‌شود.

$Size_{it}$ (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان دوره [۳۱]، که یک متغیر کنترلی می‌باشد.

$Growth_{it}$ (رشد): درصد تغییرات ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها در پایان دوره نسبت به سال مالی قبل [۱]، که یک متغیر کنترلی می‌باشد.

مدل ۲

این مدل برای آزمون فرضیه دوم به کار رفت [۲۳، ۱۰]:

$$\begin{aligned} \text{LnAuR}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{PRIV}_{it} + \alpha_2 \text{Owcon}_{it} + \alpha_3 \text{BIN}_{it} + \alpha_4 \text{PRIV}_{it} * \text{BIN}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{Mow}_{it} + \alpha_6 \text{PRIV}_{it} * \text{Mow}_{it} + \alpha_7 \text{Iow}_{it} + \alpha_8 \text{PRIV}_{it} * \text{Iow}_{it} + \alpha_9 \text{Aud}_{it} + \alpha_{10} \text{PRIV}_{it} \\ & * \text{Aud}_{it} + \alpha_{11} \text{Size}_{it} + \alpha_{12} \text{Growth}_{it} + \alpha_{13} \text{CHlow}_{it} + \alpha_{14} \text{CHlow}_{it} * \text{PRIV}_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۲)، با تفکیک نمونه بر مبنای متغیر خصوصی سازی (مستقل از نوع مجازی) و مدل بر حسب ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و تغییر بستر قانونی آزمون شد. جهت نرمال نمودن توزیع متغیر وابسته، از لگاریتم طبیعی آن در برآورد رگرسیون استفاده شد.

Owcon_{it} (تمرکز مالکیت): درصد سهم شناور آزاد [۲۱، ۱۸].

BIN_{it} (استقلال هیات مدیره): نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره به کل اعضا [۱۸، ۶].

Mow_{it} (مالکیت مدیریتی): درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیات مدیره [۱۸، ۹].

Iow_{it} (مالکیت نهادی): درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران نهادی [۱۰].

Aud_{it} (نوع حسابرس): به عنوان شاخصی از کیفیت حسابرسی و به عنوان یک متغیر دو وجهی در نظر گرفته شد، که شامل احتمال انتخاب سازمان حسابرسی به عنوان شاخصی از کیفیت (موفقیت = یک) و احتمال انتخاب سایر موسسات حسابرسی (شکست = صفر) است [۱۰].

Chlowit (تغییر بستر قانونی): طی چند سال اخیر در ایران، کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام راهبری شرکتی و اهمیت آن در بعد نظارت بر بنگاه‌های اقتصادی انجام شده است. نمونه‌ای از این تلاش‌ها، تصویب آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی توسط هیات مدیره شرکت بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۸۶/۸/۱۱ و ماده ۳۵ دستورالعمل پذیرش اوراق بهادار در بورس اوراق بهادار تهران (مصوب ۱۰/۱/۸۶) می‌باشد، که در اجرای ماده ۳۰ قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران و ماده ۱۶ آیین‌نامه اجرایی آن به تصویب سازمان بورس و اوراق بهادار رسید. به این منظور از یک متغیر دو وجهی جهت اندازه‌گیری تغییرات بستر قانونی به عنوان یک متغیر مستقل استفاده شد. این متغیر به ازای سال‌های ۱۳۸۶ به بعد (پس از تصویب آیین‌نامه و دستورالعمل پذیرش) مقدار یک و به ازای مابقی سال‌ها مقدار صفر اختیار کرد [۱۰].

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، که دولت در آن‌ها دارای مالکیت بوده و در دوره مورد بررسی بخشی از مالکیت خود یا تمام آن را از طریق بورس واگذار نموده است. نمونه آماری پژوهش نیز با در نظر گرفتن ویژگی‌های زیر تعیین شد:

۱. نام شرکت تا پایان سال ۱۳۸۱ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد.
۲. دوره مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند ماه باشد.
۳. طی دوره زمانی مورد بررسی، تغییر سال مالی یا فعالیت نداده و حذف نشده باشد.
۴. در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، هلدینگ، بانک و لیزینگ نباشد.
۵. داده‌های مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای پژوهش در دسترس باشد.
۶. در دوره مورد بررسی، شرکت ۳۰ درصد یا بیشتر از مالکیت خود را واگذار کرده باشد [۱۰، ۵].

در نتیجه، ۳۸ شرکت (۳۰۴ شرکت-سال) بررسی شد.

مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی و داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها از طریق مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی، گزارش های هیات مدیره به مجمع عمومی، بانک جامع اطلاعاتی پایگاه اینترنتی سازمان بورس و اوراق بهادار، نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین و سایت اینترنتی سازمان خصوصی سازی برای دوره ۱۳۸۲-۱۳۸۹ گردآوری شد.

روش آزمون فرضیه ها

برای تجزیه و تحلیل داده ها، روش داده های ترکیبی^۳ به کار گرفته و جهت آزمون فرضیه ها از رگرسیون حداقل مربعات عادی استفاده شد. داده های جمع آوری شده از طریق نرم افزار اکسل در قالب فایل های اطلاعاتی تهیه و محاسبات آماری با استفاده از نرم افزارهای Spss نگارش ۱۷ و Eviews نگارش ۷ انجام شد. برای بررسی نرمال بودن و پایایی داده ها، به ترتیب آزمون های کلموگروف^۴، اسمیرونف^۴، دیکی فولر افزوده شده^۵ و فیلپس^۶ پرون به کار گرفته شد.

آمار توصیفی

آماره های توصیفی متغیرها به شرح نگاره (۱)، می باشد:

نگاره (۱): آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف	مینیم	ماکزیمم
PRIV	۳۰۴	۰.۶۲۲	۱	۰.۴۸۶	۰	۱
Size	۳۰۴	۱۳.۶۴۴	۱۳.۵۰۹	۱.۶۷۷	۹.۷۹۷	۱۹.۶۱۸
Growth	۳۰۲	۰.۱۹۲	۰.۱۴۲	۰.۳۱۳	-۰.۷۲۷	۳.۵۱۱
LnAuR	۲۹۸	-۰.۳۵۲	-۰.۳۰۳	۰.۵۲۴	-۲.۷۲	۱.۰۰۵
Owncon	۳۰۴	۲۰.۳۴۶	۱۵.۶۴۰	۱۲.۵۴۲	۰	۶۰
BIN	۳۰۴	۰.۶۲۱	۰.۶۰۰	۰.۲۲۱	۰	۱
Mow	۳۰۴	۷۰.۳۹۳	۷۴.۰۹۵	۱۸.۸۱۵	۰	۱۰۰
Iow	۳۰۴	۶۹.۷۵۶	۸۱.۱۵۰	۲۶.۱۵۱	۰	۱۰۰
AUD	۳۰۴	۰.۳۸۵	۰	۰.۴۸۷	۰	۱

نگاره (۱): آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	میانه	انحراف	مینیم	ماکزیمم
CHLow	۳۰۴	۰.۵۰۰	۰.۵۰۰	۰.۵۰۱	۰	۱

با توجه به مقادیر آمار توصیفی متغیرهای پژوهش می‌توان نتیجه گرفت، در برخی متغیرها پراکندگی زیادی وجود دارد؛ که با توجه به مقدار انحراف استاندارد استنباط می‌شود. به علاوه، براساس فاصله میانگین و میانه می‌توان متقارن بودن یا نبودن (و وجود داده‌های پرت) را نتیجه گرفت که در این پژوهش، تا حدودی متغیرهای *PRIV*، *OWCON*، *IOW* غیرمتقارن و بقیه تقریباً متقارن هستند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول:

جهت آزمون این فرضیه از مدل رگرسیون (۱) استفاده شد. *LnAuR* متغیر وابسته، *PRIV* متغیر مستقل، *Size* و *Growth* متغیرهای کنترلی و ε_i خطای مدل است. ضرایب مدل برآورد شده، نتایج آزمون معنی‌داری هر یک و کل مدل در نگاره (۲) ارائه شده است:

نگاره (۲): نتایج آزمون فرضیه اول

ضریب	β_0	β_1	β_2	β_3
مقدار	۰.۵۱۳**	-۰.۰۹۵*	-۰.۰۶***	۰.۰۵۵
آماره <i>t</i>	۲.۱۱	-۱.۷۲	-۳.۴۰	۰.۳۹۹
<i>P-Value</i>	۰.۰۳	۰.۰۸	۰.۰۰۰	۰.۶۸
آماره	r^2		r^2 تعدیل شده	
مقدار	۰.۰۴۶		۰.۰۳۶۹	
آماره F	۴.۷۸***		<i>P-Value</i>	
	۰.۰۰		۲.۰۴	

*** معنی‌دار در سطح ۱ درصد، ** معنی‌دار در سطح ۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۱۰ درصد.

با توجه به معنی‌داری و منفی بودن ضریب β_1 ، نتیجه می‌شود بعد از خصوصی‌سازی هزینه‌های نمایندگی بنگاه‌های سابقاً دولتی افزایش یافته است. بنابراین فرضیه اول تایید نشد.

فرضیه دوم:

برای آزمون این فرضیه از ۶ مدل رگرسیون زیر استفاده شد:

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Owcon}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BIN}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Mow}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Iow}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{AuD}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$\text{LnAuR}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CHLow}_{it} + \beta_2 \text{Size}_{it} + \beta_3 \text{Growth}_{it} + \varepsilon_{it}$$

LnAuR متغیر وابسته، *Owcon*، *BIN*، *Mow*، *Iow*، *AuD* و *CHLow* متغیرهای

مستقل، *Size* و *Growth* متغیرهای کنترلی و ε_{it} خطای مدل است. به علت رفع هم خطی

بین متغیرهای مستقل، نمونه بر حسب متغیر مستقل خصوصی سازی و مدل بر حسب ساز و

کارهای نظام راهبری شرکتی و تغییر بستر قانونی تفکیک شده است. ضرایب مدل برآورد شده

نتایج آزمون معنی داری هر یک و کل مدل در نگاره (۳) ارائه شده است:

نگاره (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم

وضعیت	ضریب	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم	مدل ششم
بعد از خصوصی سازی	مقدار	-۰.۰۰۵	-۰.۲۹۳	۰.۰۰۵**	-۰.۰۰۱	-۰.۱۰	-۰.۰۰۴
	t آماره	-۱.۳۵	-۱.۵۳	۱.۹۹	-۰.۷۳	-۱.۰۶	-۰.۳۹
	P-Value	۰.۱۷	۰.۱۲۸	۰.۰۴۷	۰.۴۶۱	۰.۲۸	۰.۶۹
	r^2 تعدیل شده	۰.۰۴۹	۰.۰۵۲	۰.۰۶۰	۰.۰۴۲	۰.۰۴۶	۰.۰۴
	F آماره	۴.۲***	۴.۳۸***	۴.۹۶***	۳.۷۴***	۳.۹۵***	۳.۶***
قبل از خصوصی سازی	ضریب	مدل اول	مدل دوم	مدل سوم	مدل چهارم	مدل پنجم	مدل ششم
	مقدار	۰.۰۱***	-۰.۵۱***	-۰.۰۰۷***	-۰.۰۰۶***	-۰.۰۵	-۰.۰۲
	t آماره	۳.۶۴	-۲.۹۶	-۳.۵۰	-۳.۶۵	-۰.۷۲	-۰.۲۰
	P-Value	۰.۰۰۰	۰.۰۰۴	۰.۰۰۱	۰.۰۰۰	۰.۴۶	۰.۸۳
	r^2 تعدیل شده	۰.۱۲۹	۰.۰۹۵	۰.۱۲۲	۰.۱۳۰	۰.۰۲۵	۰.۰۲
F آماره	۶.۳۹***	۴.۸۱***	۶.۰۳***	۶.۴۲**	۱.۹۳	۱.۷۶	

*** معنی دار در سطح ۱ درصد، ** معنی دار در سطح ۵ درصد، * معنی دار در سطح ۱۰ درصد.

با توجه به معنی دار نبودن ضرائب مدل های پنجم و ششم در حالت قبل و بعد از خصوصی سازی، معنی دار نبودن ضرائب مدل های اول، دوم و چهارم در حالت بعد از خصوصی سازی و معنی دار و مثبت بودن ضریب مدل اول و معنی دار و منفی بودن ضرائب مدل های دوم و چهارم قبل از خصوصی سازی و نهایتاً معنی دار بودن ضریب مدل سوم در قبل و بعد از خصوصی سازی و افزایش آن در بعد از خصوصی سازی نسبت به قبل از آن، می توان گفت نسبت به کارگیری دارایی ها با ساز و کارهای استقلال هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و نهادی رابطه مثبت و با سازو کار تمرکز مالکیت رابطه منفی دارد و با ساز و کار نوع (کیفیت) حسابرسی و تغییر بستر قانونی رابطه معنی دار ندارد. به بیان دیگر، تغییر ساختار مالکیت و هیئت مدیره در دوران بعد از خصوصی سازی نسبت به قبل از آن، زمینه مساعدی را برای اخذ تصمیمات بهینه تر و سرمایه گذاری کارا تر در دارایی های مولد فراهم کرده است. ضمن آن که افزایش سهام شناور به دلیل عدم نظارت کارای سهامداران جزء بر مدیران و فقدان حمایت قوانین و مقررات حاکم بر بازار سرمایه از آنان، با افزایش هزینه های نمایندگی رابطه داشته است. بنابراین، فرضیه دوم در رابطه با چهار ساز و کار تمرکز مالکیت، استقلال هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی و نهادی تایید و در رابطه با یک سازو کار نوع (کیفیت) حسابرس و تغییر بستر قانونی تایید نشد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

کشورهای در حال توسعه نه تنها با محدودیت های متنوعی در منابع روبرو هستند بلکه اقتصاد دولتی آن ها از استفاده بهینه منابع نیز ممانعت به عمل می آورد. به بیان دیگر، اتلاف و کمبود منابع دو معضل بنگاه های دولتی در این کشورهاست و خصوصی سازی به عنوان یک از بهترین روش های حل این دو معضل مطرح است. عموماً در کشورهای در حال توسعه، زمانی به خصوصی سازی پرداخته می شود که بنگاه های دولتی از فقدان رویه های نظارتی درونی و بیرونی مناسب رنج می برند. در چنین شرایطی، هرچند انتقال مالکیت موجب تقویت نظام راهبری بنگاه ها می شود اما به تنهایی برای موفقیت فرآیند خصوصی سازی و حصول اهداف آن کافی نیست. در حرکت به سمت خصوصی سازی برقراری توازن بین اهداف متفاوت، مطالعه و برنامه ریزی از جایگاه ویژه ای برخوردار است. تدوین قوانین و مقررات مناسب به منظور حمایت از مصرف کننده در برابر قدرت انحصاری و ارتقای رقابت در

بلندمدت، در ظهور مزایای خصوصی سازی نقش اساسی دارند. خصوصی سازی عمدتاً به سه روش: فروش دارایی ها^۶، انتشار سهام^۷ یا فروش اسناد سهام^۸ انجام می شود [۲۸]. در روش اول، دولت مالکیت خود در بنگاه های دولتی را به شرکت های خصوصی موجود و یا گروه کوچکی از سرمایه گذاران واگذار می نماید. این نوع فروش عموماً از طریق مزایده شکل می گیرد. در روش دوم، دولت سهام سرمایه بنگاه را از مجرای بازارهای سرمایه به سرمایه گذاران حقیقی و یا حقوقی واگذار می کند. روش سوم نیز مشابه روش دوم است و در آن، سهام سرمایه بنگاه های دولتی در قالب اسناد (برگه هایی که نشان دهنده ادعا نسبت به مالکیت بنگاه است) و در سطح وسیع بین شهروندان توزیع می شود. دولت ها در انتخاب روش خصوصی سازی عوامل زیادی از جمله ویژگی های بازار سرمایه و سرمایه گذاران بالقوه، ویژگی های نهادی بنگاه های در حال واگذاری و اهداف سیاسی را مد نظر قرار می دهند.

خصوصی سازی، بستری مناسب برای بررسی اثرات نظام راهبری شرکتی بر عملکرد بنگاه های سابقاً دولتی فراهم می کند؛ زیرا، تغییر ساختار مالکیت در بطن آن قرار دارد. جدایی مالک از مدیر، موجب بروز مشکل نمایندگی می شود. این مشکل دقیقاً در بنگاه های دولتی هم وجود دارد، و این بنگاه ها عمدتاً از آن به منظور توجیح عملکرد ضعیف خود استفاده می کنند. در بنگاه های دولتی تضاد منافع بین عموم مردم به عنوان مالکان و سیاست گذاران به عنوان مدیران ایجاد می گردد. در این بنگاه ها سیاستمداران، کنترل را به دست دارند و اصلی ترین دغدغه شان حصول اهداف سیاسی است که لزوماً با هدف حداکثر سازی منافع سهامداران همگرا نیست. خصوصی سازی با تغییر ساختار مالکیت، تاکید بیشتری بر کارایی و کسب سود (منفعت) دارد [۱۶]. نظام راهبری شرکتی، با افزایش نظارت بر مدیر، احتمال رخداد رفتارهای فرصت طلبانه او را کاهش و کیفیت اطلاعات ارائه شده را افزایش می دهد. به عبارت دیگر، یک نظام راهبری مناسب به بنگاه در راستای ارزش آفرینی که از جمله اهداف اصلی خصوصی سازی است، کمک می کند. ایجاد ارزش برای یک بنگاه می تواند از منظر شاخص های حسابداری، بازار و یا کاهش هزینه سرمایه مطرح گردد [۳۲]. بنابراین سازو کارهای راهبری شرکت مانند کیفیت افشای اطلاعات، ساختار مالکیت، اعضای غیر موظف هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و سهامداران نهادی می توانند شرکت را به سمت عملکرد بهتر رهنمون گردند.

در این پژوهش رابطه خصوصی سازی با تقلیل هزینه های نمایندگی و تاثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و تغییر در بستر قانونی بر هزینه های نمایندگی در دوران بعد از خصوصی سازی در مقایسه با قبل از آن مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد هزینه های نمایندگی بعد از خصوصی سازی نه تنها کاهش نیافته، بلکه افزایش هم داشته است. در دوران بعد از خصوصی سازی تغییر ساختار مالکیت ناشی از مالکیت مدیریتی و نهادی و تغییر ترکیب هیئت مدیره و افزایش استقلال آن، هزینه های نمایندگی را به گونه ای منفی تحت تاثیر قرار داده است. به بیان دیگر، این ساز و کارها رابطه مثبت معنی داری با نسبت به کارگیری دارایی ها به عنوان شاخص اندازه گیری هزینه های نمایندگی داشته اند. افزایش این نسبت نشان دهنده بهبود تصمیمات مدیریت در مورد چگونگی به کار گیری دارایی ها و سرمایه گذاری در دارایی های مولد تر می باشد. اخذ چنین تصمیماتی موجب ارزش آفرینی بیشتر برای سرمایه گذاران و کاهش هزینه های نمایندگی می شود. از آنجا که بنگاه های سابقاً دولتی قبل از خصوصی سازی زیر چتر حمایتی دولت بوده و بی توجه به کارایی مدیریت، از توانمندی بالایی در درآمدزایی برخوردار بودند، ممکن است با ورود به بازار سرمایه و افزایش رقابت، اهمیت مهارت‌های مدیریتی این بنگاه ها جهت کسب بازده موجب افزایش هزینه های نمایندگی شده است. با توجه به آنکه پیش از خصوصی سازی نظارت چندانی توسط مالکان عمده بر مدیر صورت نمی گرفت با تغییر ساختار مالکیتی و بالطبع تغییر ترکیب هیئت مدیره، میزان نظارت بر عملکرد مدیر بهبود یافته است و احتمالاً همین موضوع بر رابطه بین هزینه های نمایندگی و مالکیت نهادی، مدیریتی و ترکیب هیات مدیره اثر داشته است. اگرچه تاثیر جمعی سایر عوامل، هزینه های نمایندگی را افزایش داده است. از آنجا که یکی از هدف های خصوصی سازی ارتقاء فرهنگ سهامداری در جامعه بوده و در این راستا توجهی به بستر سازی مناسب نشده است از اینرو، کاهش میزان تمرکز مالکیت و افزایش سطح سهام شناور آزاد نه تنها نتوانسته است به عنوان یک ساز و کار نظارتی موجب بهبود عملکرد شرکت شود؛ بلکه با کاهش سهم مالکیت سایر مالکان ناظر، بعضاً تاثیری منفی بر هزینه های نمایندگی نیز گذاشته است. نتایج پژوهش با برخی از یافته های موجود در ادبیات [۱۲،۳۱،۲۳] تطابق دارد و با نتایج برخی تحقیقات دیگر [۳۵،۲۲،۹] یکسان نمی باشد. اگر چه عواملی مانند روش خصوصی سازی، میزان توسعه بازار های سرمایه و حمایت های قانونی، شرایط اقتصادی و فرهنگی، بازه زمانی تحقیق و شرایط لازم جهت منظور نمودن شرکت ها در نمونه

و شاخص های مورد استفاده جهت سنجش نظام راهبری شرکتی و هزینه های نمایندگی، بر نتایج تحقیقات خصوصی سازی در کشورهای مختلف و یا در مقاطع زمانی متفاوت، اثر گذار می باشد و ممکن است به همین علت نتایج پژوهش با یافته های برخی تحقیقات انجام شده، تطابق نداشته باشد. این تحقیق محدودیت هایی را نیز پیش رو داشته که بستر مناسبی را برای تحقیقات آتی فراهم می آورد. از جمله آن که در این تحقیق واگذاری ۳۰ درصد یا بیشتر از مالکیت دولتی به عنوان شروع مرحله خصوصی سازی در نظر گرفته شده است؛ ضمن آن که متغیرهای مختلفی می توانست بر نتایج تحقیق اثر بگذارد که محققین صرفاً دو عامل اندازه و رشد را در نظر گرفته اند. از اینرو، پیشنهاد می شود ضمن منظور نمودن اثر سایر متغیرهای کنترلی مانند اثرات زمانی و استفاده از گروه کنترلی از بین شرکت های خصوصی جهت تعیین اثر دقیق تر عامل خصوصی سازی، حدود مرزی متفاوتی نیز جهت آغاز دوران خصوصی سازی در نظر گرفته شود. بسترسازی قانونی و حمایت از حقوق سرمایه گذاران نقش غیر قابل انکاری را در ایجاد جو اطمینان در بازارهای سرمایه و جذب مشارکت عموم بر عهده دارد. به علاوه خروج شرکت ها از مالکیت دولت، اهمیت سازو کارهای نظارتی را جهت کاهش تضاد منافع بین مدیر و سهامداران افزایش می دهد. از اینرو، پیشنهاد می شود سازمان خصوصی سازی به منظور تحقق هر چه بیشتر اهداف خصوصی سازی همچون تسریع در رشد اقتصادی، افزایش کارایی بنگاه های اقتصادی، کاهش بار مالی دولت و گسترش مالکیت عمومی، مذاقه بیشتری در واگذاری شرکت ها به بخش های غیر دولتی داشته باشد. واگذاری سهام شرکت های دولتی در قالب طرح توزیع سهام عدالت یا واگذاری به موسسات و نهادهای عمومی غیر دولتی نمی تواند بستر مناسبی را جهت تقویت محیط راهبری شرکتی و کاهش هزینه های نمایندگی و بالطبع شکوفایی بازارهای سرمایه فراهم آورد. به علاوه، سازمان بورس و اوراق بهادار نیز به عنوان یک نهاد ناظر بر بازارهای سرمایه، بایستی با تدوین قوانین، مقررات و دستورالعمل های لازم در کنار حمایت از حقوق سرمایه گذاران، به شفافیت اطلاعاتی بازار و افزایش اثرگذاری سازو کارهای نظام راهبری شرکتی کمک نماید. اگرچه سازمان با تصویب دستورالعمل کنترل های داخلی در اردیبهشت ماه ۱۳۹۱ و الزام آن برای شرکت های بورسی و فرابورسی، اقداماتی را در این راستا به انجام رسانیده است. آنچه در فرایند خصوصی سازی باید بدان توجه داشت اثری است که آن بر رفاه اجتماعی جامعه دارد. در صورتی که واگذاری بنگاه های دولتی به عنوان جزئی از یک برنامه اصلاحی وسیع تر در نظر گرفته نشود و با ایجاد شرایط و بسترهای لازم همراه نباشد، نه تنها

تحقق اهداف خصوصی سازی و ظهور مزایای آن میسر نخواهد بود بلکه با کاهش قدرت دولت، از رفاه اجتماعی جامعه نیز کاسته می شود.

پی نوشت ها

1. denationalization
2. Perk consumption
3. Pooled model
4. Kolmogorov - smirnov
5. Augmented Dicky Fuller (ADF)
6. .Asset sale
7. Share issue
8. Voucher privatization

منابعک "

۱. . کلود وی چانگ (۱۳۸۷). "خصوصی سازی و توسعه: نظریه، خط مشی و شواهد"، مترجم: محمد صفار، چاپ اول، انتشارات عترت.
۲. ابراهیمی کردلر، علی و اعرابی، محمد جواد. (۱۳۸۹). "تمرکز مالکیت و کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش های حسابداری مالی، شماره پیاپی ۴، صص ۹۵-۱۱۰
۳. بیردزال، نانسو و نیس، جان. (۱۳۸۹). "آثار توزیعی خصوصی سازی در کشورهای در حال توسعه"، مترجم: فرهاد مشتاق صفت، چاپ اول، انتشارات فرهنگ دهخدا.
۴. خواجهی، شکرالله و حسینی، سید حسین. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پیشرفت های حسابداری، شماره پیاپی ۵۸/۳، صص ۶۷-۸۴
۵. دانش جعفری، داود و برقی اسکویی، محمد مهدی. (۱۳۸۸). "بررسی اثرات اجرای سیاست های کلی اصل ۴۴ بر متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از رهیافت مدل CGE"، پژوهشنامه اقتصادی، شماره ۳(۳)، صص ۱۵-۳۸
۶. ستایش، محمد؛ قربانی، حسین و گل محمدی، مریم. (۱۳۸۹). "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۷(۳)، صص ۵۱-۳۴

۷. سید احمدی سجادی ، سیدعلی .(۱۳۸۸). " نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی " ، فصلنامه حقوق ، شماره ۴ (۳۹) ، صص ۲۷۶-۲۵۷
۸. کیکری، سونیتا و آیشو فاطیما کولو. (۱۳۸۷). "خصوصی سازی ، روندها و تحولات اخیر" ، مترجم : بابک جهانی ، چاپ اول ، انتشارات اوستا
۹. مجتهدزاده، ویدا.(۱۳۹۰). "رابطه نظریه نمایندگی و مالکیت مدیریت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " ، تحقیقات حسابداری و حسابرسی ، شماره ۱۰ (۲) ، صص ۴-۳۳
10. Al- akra, Mahmoud, Ian A.eddie and Muhammad Jahangir ali .(2010). "The Association between Privatisation and Voluntary Disclosure : Evidence from Jordan", *Accounting and Business Research* , Vol 40:1,PP 55-74
11. Al-zuhari, Mohammad .(2008). "Privatisation Program ,Ownership Structure and Market Development :The Role of Country Characteristics in Defining Corporate Governance Standard",A Thesis in George Washington University
12. . ANG JAMES S, REBEL A. COLE, and JAMES WUH LIN.(2000)." Agency Costs and Ownership Structure",[online] available at www.ssrn.com
13. Armstrong christopher S,Wayen R.Guay , Joseph P.weber .(2010)."the role of information and financial reporting n corporate governance and debt contracting",[online] available at www.ssrn.com
14. Astami, Emita,W.Greg Tower , Rusmin Rusmin and John Neilson .(2010). "The Effect of Privatization on Performance of State-owned-enterprises in Indonesia " ,*Asian review of Accounting* , vol18:no1,PP5-19
15. Bhagat sanjai and brain bolton .(2008). "corporate governance and firm performance " , *journal of corporate governance* ,vol14,PP257-273
16. Boubakri narjess , jean-claude cosset and omrane guedhami .(2003)."post privatisation corporate governance :the role of ownership structure and investor protection" ,[online] available at www.ssrn.com
17. Bushman robert.M and abbie j.smith .(2003). "trancparency ,financial accounting information and corporate governance " , *frbny economic policy review* ,april ,PP65-87
18. Bugshun Turki.(2005)." Corporate Governance , Earning management and the information content of accounting earnings : theoretical model and Empirical test" , a dissertation in Bond university
19. Estrin saul , jan hanousek , evzen kocenda and jan svejnar .(2009)."effect of privatization and ownership in transition economies " , policy research working paper

20. Chrisostomos Florackis. (2008)."Agency costs and corporate governance mechanisms: evidence for UK firms", *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4 Iss: 1, pp.37 ° 59
21. Ginglinger edith ,jacques hamon.(2007)."ownership , control and market liquidity",[online] available at www.ssrn.com
22. Gogineni Sridhar, Scott C. Linn, Pradeep K. Yadav.(2012)."Ownership Structure, Management Control and Agency Costs: Direct Empirical Evidence",[online] available at www.ssrn.com
23. Gul sajid, Muhammad sajid ,Nasir Razzaq , Farman Afzal. (2011)." Agency cost , corporate governance and ownership structure : the case of pakistan",*international journal of business and social science* ,Vol3(9),PP 268-377
24. Henry Darren.(2010)."agency costs,ownership structure and corporate governance compliance: A private contracting perspective", *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 18, Issue 1, PP 24° 46
25. . Ho Joanna L. Y, Xiongsheng Yang, and Xiang Li .(2011). "Control Privatization, Corporate Governance, and Firm Performance: Evidence from China",. *Journal of International Accounting Research*: Fall 2011, Vol. 10, No. 2, pp. 23-56.
26. Junwei Wang , Lu Guiqin , He ping .(2011)." Study on relation between agency costs and corporate governance mechanisms : Evidence From china's A share Listed companies",[online] available at www.seiofbluemountain.com
27. Megginson william , Robert C.Nash ,Jeffry M.Netter,Annetee B.Poulsen.(2001)."the choice of private vs public capital markets : evidence from privatizations", [online] available at papers.ssrn.com
28. Megginson william , maria K.boutchkova .(2000)."the impact of privatization on capital market development and individual share ownership",[online] available at www.oecd.org
29. Mckenize.M (2008)."privatization and economic growth in australia :the shorthand of a long process ", *applied economics* ,vol 40 ,PP 1953-1967
30. Muslumov alovsat.(2005)."the financial and operating performance of privatized companies in the turkish cement industry ",*Metu studies in development* ,32(june)-pp59-101
31. Mustapha Mazlina, Ayoib Che Ahmad. (2011)."Agency theory and managerial ownership: evidence from Malaysia", *Managerial Auditing Journal*, Vol. 26 Iss: 5, pp.419 - 436
32. Ramly zulkufly,hafiz majidi abdul rashid.(2010)."critical review of literature on corporate governance and the cost of capital : the value creation perspective", *african journal of business management* ,vol.4(11)-pp2198-2204

33. Selvi yakup and fatih yilmaz .(2010)."the importance of financial reporting during privatisation : turkish case " , *annals universitatis apulennsis series oeconomica* ,12(2),PP672-692

34. vickers John , George yarrow.(1991)."economic perspectives on privatization", *journal of economic perspective* ,Vol.5(2)-PP111-132

35. wellalage Nirosha Hewa , Stuart Locke.(2011)."agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms : A case study in newzland unlisted small companies " , *International Research Journal of Finance and Economics* , Issues 78, pp 178-192

