

بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح هزینه بدهی و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

رضیه علی خانی^۱، میثم نورایی^۲

دکترارشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس^۱

دانشجوکارشناسی ارشد رشته حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد چالوس^۲

meisamnouraei@gmail.com

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح هزینه بدهی و مازاد بازده شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. جامعه آماری تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۹۰ لغایت ۹۴ می باشد که به روش حذفی سیستماتیک، ۶۹ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

به کمک رگرسیون چندگانه و با استفاده از نرم افزار Eviews8 سوال مورد نظر آزمون شد. پس از بررسی معنادار بودن مدل مربوط به سوال، نتایج تحقیق بیانگر این است که بین تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح هزینه بدهی و مازاد بازده رابطه معنی داری وجود ندارد؛ به عبارتی نرخ حاکمیت شرکتی تغییری در بازده سهام ایجاد نمی کند.

واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، نرخ حاکمیت شرکتی، بازده سهام

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

مقدمه

در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می توان به صورت شبکه ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور بوجود آید، تنها مسأله اقتصادی نیست بلکه به مسأله ای اجتماعی مبدل می شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد (حسینی و حقیقت، ۱۳۹۵). برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم با اهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی است. دو دیدگاه نظری عمده شامل تئوری نمایندگی و تئوری ذینفعان در این مورد مطرح است. هر یک از آن ها به صورت متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی می نگرند. تئوری نمایندگی به مشکل کارگزار و کارگمار و تئوری ذینفعان به مشکل کارگزار و ذینفعان می نگرند. در سال ۱۹۲۹ بحرانی بزرگ در بورس آمریکا پدید آمد که علت آن، مشکل نمایندگی بود. مشکل نمایندگی با جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح شد (دراپتر و همکاران^۱، ۲۰۰۴) و برای اولین بار توسط برل و مینز^۲ (۱۹۳۲) تجزیه و تحلیل شد. امروزه این جدایی با نام مشکل نمایندگی شناخته می شود و بدین معنا است که چگونه می توان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه گذاران استفاده خواهند کرد (دراپتر و همکاران، ۲۰۰۴ و جنسن و همکاران^۳، ۱۹۷۶). از طرفی یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازدهی سهام می باشد. بازدهی سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی از آن استفاده می نمایند (فائمی و همکاران، ۱۳۸۵). همچنین سرمایه گذاران در بازار سعی دارند پس اندازهای خود را در سرمایه گذاری هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشد (رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۹). حال مسأله اصلی تحقیق این است که آیا بین نرخ حاکمیت شرکتی و بازدهی سهام رابطه ای وجود دارد؟

ادبیات پژوهش

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن شرکت های تجاری، نظارت و کنترل می شوند. حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت ها را بین شرکای مختلف از قبیل هیئت مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان مشخص می کند و قوانین و رویه های تصمیم گیری در امور شرکت را تعیین می نماید. با انجام این کار، ساختارهایی فراهم می شوند که از طریق آن هدف های شرکت تبیین و ابزار رسیدن به این هدف ها و نظارت بر عملکرد نیز فراهم می شود (شوروزی و همکاران، ۱۳۹۴).

حاکمیت شرکتی در ایران

به رغم این که اصطلاح «حاکمیت شرکتی» در دو دهه اخیر بارها مورد توجه متخصصان مالی و اقتصاد دانان جهان قرار گرفته و گاه روایت های متفاوت و متضادی نیز پیدا کرده است، در ایران هنوز به گونه ای روشمند و علمی بررسی نشده است. دلیل نیز تا حدودی مشخص است، حجم فعالیت شرکت های سهامی عام در مقایسه با حجم عمومی فعالیت ها در اقتصاد بسیار پایین است، بازارهای مالی هنوز انسجام کافی نیافته اند و ساختار متناسب با اقتصادی در حال گذرا هنوز پیدا نکرده اند (ساروکلائی و سالاری ساردویی، ۱۳۹۷).

در ایران هر چند از اوایل دهه ۱۳۴۰ بورس اوراق بهادار تاسیس شد و در قانون تجارت و به ویژه در لایحه اصلاحی اسفند ماه ۱۳۴۷ در مواردی با تاسیس و اداره شرکت ها تا حدودی مطرح شده بود، ولی موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن، در چند سال اخیر مطرح شده است. این موضوع در اوایل دهه ۸۰ و در مصاحبه های مسئولان وقت سازمان بورس اوراق بهادار و در مرکز پژوهش های مجلس شورای اسلامی مطرح و بررسی می شد و در وزارت امور اقتصادی و دارایی کمیته ای به بررسی موضوع حاکمیت شرکتی و مباحث مربوط به آن پرداخته بود (داغستانی و همکاران، ۱۳۹۷).

¹ Drobtez et al.

² Berl & Meanz

³ Jensen et al.

موضوع حاکمیت شرکتی نخستین بار در کنفرانس مالی «بازار سرمایه، موتور محرک توسعه اقتصادی ایران»، که توسط دانشگاه علامه طباطبایی در ۷ و ۸ آذرماه ۱۳۸۳ در مرکز همایش های رازی برگزار شد، در مقاله «حاکمیت شرکتی و نقش آن در توسعه بازار سرمایه» توسط دکتر حساس یگانه ارائه شد و پس از آن توسط ایشان در مقطع دکتری حسابداری در درس توسعه عقاید و افکار حسابداری و حسابرسی تدریس می شود. پس از آن، موضوع در دو سمینار گزارشگری مالی و تحولات پیش رو و نظام حاکمیت شرکتی و حسابرسی داخلی به ترتیب در ۸ و ۹ دی ماه ۱۳۸۳ و ۳۰ آبان و اول آذرماه ۱۳۸۴ در مرکز همایش های رازی به همت انجمن حسابداران خیره ایران ارائه شد. در پی آن در اواخر سال ۱۳۸۳ مرکز تحقیقات و توسعه بازار سرمایه سازمان بورس اوراق بهادار دست به انتشار ویرایش اول آیین نامه حاکمیت شرکتی زد که در پایگاه اطلاع رسانی بورس اوراق بهادار در دسترس است. این آیین نامه در ۲۲ ماده و دو تبصره تنظیم شده و شامل تعریف ها، وظایف هیات مدیره، سهامداران، افشای اطلاعات و پاسخگویی و حسابرسی است (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۱). این آیین نامه با توجه به ساختار مالکیت و وضعیت بازار سرمایه و با نگرش به قانون تجارت حاضر تنظیم شده و با سیستم درون سازمانی (رابطه ای) حاکمیت شرکتی سازگار است. انتشار این آیین نامه یادآور تلاش ارزنده ای است که بررسی و تجدید نظر در برخی از موارد آن، می تواند در توسعه بازار سرمایه نقش موثری ایفا کند (ساروکلانی و سالاری ساردویی، ۱۳۹۷).

پیشینه پژوهش

بارانی و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان " بررسی تأثیر اصول حاکمیت شرکتی بر فروش و بازده سهام شرکت های صنعت خودرو سازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " به این نتیجه رسیدند که اصول حاکمیت شرکتی بر فروش و بازده سهام شرکت های صنعت خودرو سازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر بسزایی دارد. بدری و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان " بررسی ارتباط بین شتاب سود با بازده سهام " به این نتیجه رسیدند که بین شتاب سود مثبت با بازده سهام و هم چنین شتاب سود مثبت با سودهای آتی ارتباط وجود دارد. اما شواهدی در مورد ارتباط شتاب سود منفی با بازده و سودهای آتی بدست نیامد. دیلمی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان " بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام " به این نتیجه رسیدند که نوسان بازده سهام شرکت ها با شاخص هیئت مدیره و شاخص شفافیت اطلاعاتی رابطه منفی معناداری دارد اما بین نوسان بازده سهام شرکت ها و شاخص حقوق سهامداران رابطه معناداری یافت نشد. نمازی و همکاران (۱۳۹۵) در تحقیقی با عنوان " پیش بینی نرخ حاکمیت شرکتی با استفاده از شبکه های عصبی " به این نتیجه رسیدند که متغیرهای مربوط به ویژگیهای شرکتی در پیش بینی نرخ حاکمیت شرکتی دارای رابطه ی غیرخطی با نرخ حاکمیت شرکتی است. و مدل های غیرخطی در پیش بینی آن عملکرد مطلوبی داشته اند. پرونزیت و همکاران^۴ (۲۰۰۸) در تحقیقی با عنوان " رابطه ی کیفیت حاکمیت شرکتی با سود تقسیمی " به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبتی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و سود تقسیمی برقرار است. این نتایج بعد از کنترل ویژگی های شرکت از جمله اندازه، سودآوری، اثر مالیاتی و فرصت های رشد، نیز تغییر نمی کند. بلاک و همکاران^۵ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان " بررسی روابط میان حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت ها در کشور کره به این نتیجه رسیدند که در شرکت های با حاکمیت بهتر ۱- مخارج سرمایه ای و رشد فروش در حد پایین است، اما سرمایه گذاری حساسیت بیشتری به سودآوری دارد. ۲- سودآوری به فرصت های رشد بیشتر حساس است. چنگ و همکاران^۶ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان " مطالعه رابطه بین حاکمیت شرکتی و قیمت پیشنهادی انتشار اولیه سهام با استفاده از شبکه عصبی هوش مصنوعی " به این نتیجه رسیدند که، پیش بینی قیمت سهام ارتباط مستقیمی با چگونگی پیش بینی وضعیت حاکمیت شرکتی در نمونه مورد آزمایش دارد.

بالاچاندرا و همکاران^۷ (۲۰۱۱) در تحقیقی با عنوان " بررسی تاثیر اجزای تغییر در سود بر ارتباط سود و بازده " به این نتیجه رسیدند که اجزای تغییر در سود، شامل تغییر در سود باقیمانده، تغییر در هزینه سرمایه به کار گرفته شده، تغییر در هزینه بهره پس از مالیات و تغییر در نرخ هزینه سرمایه، بر رابطه سود و بازده تاثیر گذارند اما دارای اثر یکسانی بر این رابطه نمی باشند.

⁴ Pronzet et al.

⁵ Black et al.

⁶ Chang et al.

⁷ Balachandran et al.

نتایج این پژوهش نشان داد که با تجزیه سود به اجزای مذکور، تغییرات بازده سهام را بهتر می توان توضیح داد. سیامپی و همکاران^۸ (۲۰۱۳) در تحقیقی با عنوان "توان بالقوه متغیرهای حاکمیت شرکتی برای تبیین مدل های پیش بینی برای واحدهای تجاری کوچک" بیان می دارند با پیش بینی نرخ حاکمیت شرکتی، مبتنی بر متغیرهای آن می توان با استفاده از آنها در برآورد مدل های پیش بینی ورشکستگی به تخمین های مناسبتری دست یافت. کورنیادی و همکاران^۹ (۲۰۱۴) در تحقیقی با عنوان "بررسی ارتباط بین کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام در بازار بورس نیوزلند" به این نتیجه رسیدند که شرکت های با کیفیت حاکمیت شرکتی بالاتر، ریسک سهام کمتری را تجربه می کنند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی، از نظر ماهیت آزمون فرضیه، از نظر روش اجرا توصیفی-همبستگی و از نظر نوع اطلاعات و روش های گردآوری اطلاعات از نوع غیرآزمایشی است. مدل تحقیق برگرفته از تحقیقات دیدار و بیگی (۱۳۹۶) به شرح زیر می باشد:

$$R_{it} - R_m = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG_{it} CS_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} معرف بازده سهام CG_{it} نرخ حاکمیت شرکتی $SIZE_{it}$: اندازه شرکت $R_{it}-R_m$ نرخ بازده دارایی ها $BETA$ ریسک سیستماتیک

یافته های پژوهش

به منظور تشخیص از بین الگوی داده های ترکیبی یا تابلویی، از آزمون تشخیصی F لیمر استفاده شد که بر اساس نتایج آن، باید از مدل تابلویی استفاده کرد. از آنجا که در الگوهای تابلویی، باید نوع الگو از بین اثرهای ثابت و تصادفی مشخص شود، آزمون هاسمن به اجرا درآمد که نتایج آن نشان دهنده انتخاب الگوی اثرهای ثابت است.

جدول شماره ۱: نتایج آزمون F لیمر

مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	روش
	۱/۹۲۱۹	۰/۰۰۰۰	تابلویی

جدول شماره ۲: نتایج آزمون هاسمن

مدل	مقدار آماره	احتمال آماره	روش
	۱۳۷/۱۷۰۵	۰/۰۰۰۰	رد الگوی اثرهای تصادفی

جدول شماره ۳: نتایج آزمون برآورد مدل پژوهش

^۸ Sympy et al

^۹ Koermiadi et al.

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره F	احتمال آماره F
هزینه بدهی	۰/۳۲۷	۱/۸۷۷	۰/۰۵
حاکمیت شرکتی	۰/۸۸۵	۱/۲۵۱	۰/۲۱
حاکمیت شرکتی * هزینه بدهی	-۱/۰۳۳	-۰/۹۷۹	۰/۳۲
ریسک سیستماتیک	۰/۰۶۹۹	۲/۸۳۱	۰/۰۰۴۷
اندازه شرکت	۰/۴۲۳		
متغیر ثابت	-۰/۱۶۳۸		
ضریب تعیین		۰/۲۹	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۱	
آماره دوربین واتسون		۲/۰۷	
آماره F		۳/۵۸۷	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰	

هدف نهایی و اصلی تحقیق، بررسی تأثیر نقش تعدیل کنندگی متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین هزینه بدهی و مازاد بازده بود که با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون های انجام شده به تأیید نرسید. یکی از دلایل رد این فرضیه می تواند کسب رتبه پایین اکثر شرکت های بورسی از متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی باشد. با توجه به 69 عامل تعیین کیفیت استخراج شده از آیین نامه نظام راهبری مصوب برای شرکت های بورسی، متأسفانه مشاهده شد موارد مندرج در آیین نامه به ندرت در شرکت ها رعایت می شود. همچنین به جرأت می توان گفت برخی موارد این آیین نامه نظیر کمیته های هیئت مدیره، در بیشتر شرکت های بورسی شکل نگرفته یا افشا نشده است که یکی از دلایل رعایت نشدن آن، می تواند نبود سازوکار نظارتی مناسب و کارآمد برای اعمال صحیح حاکمیت شرکتی بر شرکت ها باشد. در مبنای نظری پژوهش بیان شد که حاکمیت شرکتی بر مدیران به منظور تعیین سطح بدهی نظارت می کند و می تواند بر تصمیم گیری آنها در این خصوص اثرگذار باشد؛ پس به طور کلی طبق مبنای نظری، انتظار داشتیم حاکمیت شرکتی، هم بر بدهی و هم بر مازاد بازده تأثیرگذار باشد، اما در پژوهش حاضر این فرضیه تأیید نشد که دلیل آن را می توان در پایین بودن امتیاز کسب شده توسط شرکت های بورس در خصوص این متغیر جستجو کرد.

نتایج این پژوهش نشان داد اعمال اصلاحات مستقیم در زمینه حاکمیت شرکتی در ایران ضروری است و می تواند مؤثر باشد. البته با استناد به نتایج پژوهش، به طور کلی می توان گفت حاکمیت شرکتی در شرکت های ایرانی، بازار سرمایه و محافل علمی، هنوز در ابتدای راه است و با مفهومی که در آیین نامه های مصوب از آن یاد میشود، فاصله بسیاری دارد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح هزینه بدهی و مازاد بازده معنی دار نمی باشد در نتیجه فرضیه تحقیق تأیید نمی شود. نتایج این آزمون با نتایج تحقیق بارانی و همکاران (۱۳۹۲) و بلک (۲۰۰۱) مغایر می باشد. به دلیل مشکلات نمایندگی امکان دارد مدیران شرکت ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحب نظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکتی ها می دانند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی می شود که می تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی بکاهد.

حاکمیت شرکتی پیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در دراز مدت را، هدف قرار داده و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان ها حفاظت کند. دو هدف حاکمیت شرکتی عبارت است از:

کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی.

بهبود کارایی دراز مدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت پذیری مدیریت اجرایی.

امکان دارد مدیران شرکت ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکرده و بدنبال پیگیری منافع شخصی خود باشند. صاحب نظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکتها می دانند. از طرفی یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازدهی سهام می باشد. بازدهی سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی از آن استفاده می نمایند (قائمی و همکاران، ۱۳۸۵). همچنین سرمایه گذاران در بازار سعی دارند پس اندازهای خود را در سرمایه گذاری هایی صرف کنند که بیشترین بازدهی را داشته باشد (رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۹). به نظر می رسد که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بتواند بر بازده سهام تغییر ایجاد کند. اما نتایج تحقیق نشان داد که بین نرخ حاکمیت شرکتی و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد؛ به عبارت دیگر نرخ حاکمیت شرکتی تغییری در بازده سهام ایجاد نمی کند. دلایل زیر را در کسب نتایج بدست آمده در این تحقیق می توان موثر دانست:

بازار سرمایه ایران از نظر کارایی اطلاعاتی ضعیف به حساب می آید. بهبود مکانیزم های نظارتی، اصلاح مقررات، ثبات بیشتر در سیاست گذاری ها و ایجاد سازو کار مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی بخش به سرمایه گذاران می تواند به آنها کمک کند تا به جای تصمیم گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی بدست آمده از منابع غیررسمی با مطالعه متغیرهای حسابداری تصمیم گیری خود را بهبود بخشند.

محدودیت های تحقیق علاوه بر محدودیت های اعمال شده توسط محقق مثل انتخاب جامعه، نمونه، دوره زمانی، مدل و روش تحقیق، محدودیت های دیگر عبارت است از:

۱- بورس اوراق بهادار تنها بخش کوچکی از شرکت های ایرانی است لذا تعمیم نتایج تحقیق به سایر شرکت ها باید محتاطانه صورت گیرد.

۲- تورم عاملی مهم است که می تواند نتایج تحقیق را احتمالاً تحت تاثیر قرار دهد.

۳- رویه های متفاوت در ارزیابی موجودی کالا می تواند نتایج تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد.

پیشنهاد می شود ضمن رعایت الزامات قانونی توسط شرکت ها، صورت های مالی حسابرسی شده به موقع انتشار و در اختیار سرمایه گذاران قرار گیرد تا در تصمیم گیری خود از آن استفاده کنند.

وجود یک بازار نیروی کار مدیریت فعال و کارآمد، نقش مهمی در نظارت و کنترل مدیران ایفا میکند؛ بنابراین، ایجاد چنین بازاری در کشور، ضروری به نظر میرسد. در نهایت ایجاد سازمان هایی که بتوانند شاخص حاکمیت شرکتی را محاسبه کنند الزامی است؛ زیرا وجود چنین شاخصی علاوه بر رتبه بندی شرکت ها می تواند برای حسابرسان، سیاست گذاران و عموم مردم در قضاوت راجع به شرکت ها مؤثر باشد.

از طرف دیگر در اختیار گرفتن سهام شرکت ها توسط شرکت های سرمایه گذاری و بیمه ها و بانک ها بر اساس تصمیمات عقلایی و منطقی صورت گرفته و به بالا رفتن قیمت سهام شرکت کم شایانی خواهد کرد. پیشنهاد می گردد سهام شرکت بیشتر در اختیار سهامداران نهادی قرار گیرد تا در اختیار سایر اشخاص زیرا معامله گری سهامداران نهادی بر اساس تجزیه و تحلیل منطقی و تصمیم گیری عقلایی است ولی معامله گری های سایر اشخاص ممکن است بر مبنای احساسات و تحت تاثیر شایعات قرار گیرد که در قیمت گذاری سهام در بازار بسیار تأثیر گذار است.

منابع و مأخذ

۱. بارانی، مهدی و حیدری نژاد، قدرت اله (۱۳۹۲)، "بررسی تأثیر اصول حاکمیت شرکتی بر فروش و بازده سهام شرکت های صنعت خودرو سازی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، استان گلستان، گرگان.
۲. بدری، احمد، فضیلت، فرهاد و شهابی، سعید (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط بین شتاب سود با بازده سهام"، مجله علمی-پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره اول، شماره ۲، پاییز ۱۳۹۳، صص ۴۱-۵۵.
۳. دیلمی، صفیه و صفری گرایلی، مهدی (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام"، پژوهش های تجربی حسابداری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۱۱۵-۱۳۶.

۴. رحمانی، علی، غلامی گاکیه، فردین و پاکیزه، کامران (۱۳۹۱)، "تاثیر انعطافپذیری مالی بر میزان سرمایه گذاری و ارزش آفرینی"، مجله ی پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره ی چهارم، پیاپی ۶۳/۳، صص ۵۳-۷۶.
۵. راهنمای رودپشتی، سیم بر، فرشید و طویان، صدیقه (۱۳۸۹)، "تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۵، شماره ۲، صص ۲۰۹-۲۳۶.
۶. داغستانی احمد، داوود خوش شکن، آزاده فرهادی (۱۳۹۴) بررسی رابطه میان اعتماد اجتماعی و توسعه اقتصادی با رویکردی تلفیقی، پنجمین کنفرانس بین المللی روانشناسی، دوره ی چهارم، پیاپی ۶۳/۳، صص ۵۳-۷۶.
۷. سیدی، مهدی، ثقفی، علی و احمدی، شاهی، (۱۳۹۰)، "بررسی محافظه کاری حسابداری و تأثیر کیفیت سود بر بازده داراییها و بازده سهام"، مجله دانش حسابداری، سال دوم، شماره ۶، پاییز ۱۳۹۰، صفحه ۱۲۹.
۸. قائمی، محمدحسین، لیوانی، علی جمال و ده بزرگی، سجاد (۱۳۸۵)، "کیفیت سود و بازده سهام شرکت ها"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ص ۷۱-۸۸.
۹. حسینی سید علی؛ حقیقت سرور (۱۳۹۵) رابطه بین حاکمیت شرکتی و تعهد به ایفای مسئولیت های اجتماعی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مقاله ۶، دوره ۶، شماره ۴ - شماره پیاپی ۲۳، زمستان ۱۳۹۵، صفحه ۱۰۳-۱۲۸
۱۰. علی نژاد ساروکلای مهدی؛ سالاری ساردویی صفیه (۱۳۹۷) تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی در به هنگام بودن اطلاعات سود، انتشار آنلاین از تاریخ ۰۸ خرداد
۱۱. نمازی، محمد و دریایی، عباسعلی (۱۳۹۵)، "پیش بینی نرخ حاکمیت شرکتی با استفاده از شبکه های عصبی"، دانش حسابرسی، شماره ۶۴، پاییز.
12. Basil Al-Najjar.(2009), " Corporate governance and institutional ownership: evidence from Jordan", <http://www.ssrn.com> . Leif Anders Fr- nningen and Nico van der Wijst" .Ownership structure and performance of the largest German companies".
13. Baltagi, B. H. , (2005) , "Econometric Analysis of Panel Data", 4th ed, John Wiley & Sons Inc, New York.
14. Black, B.(2001), " The Corporate Governance Behaviour and Market Value of Russian Firms", Emerging Market Review ,2,89-108.
15. Black, B.S., Love, I., Rachinsky, A., (2010), " the relationship between Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia", Journal of Emerging Markets Review 7, 361- 379.
16. Balachandran, S. and Mohanram, P (2011), "Using Residual Income to Refine the Relationship Between Earnings Growth and Stock Returns", Review of Accounting Studies, Vol. 16, No.3, 1041-1082.
17. Coyle, Brian,(2004), "Risk Awareness and Corporate Governance", Institute of Financial Services, United kingdom, 2nd Edition .
18. Ciampi, F & Gordini(2013), " The Potential of Corporate Governance Variables for Small Enterprise Default Prediction Modeling. Statistical Evidence from Italian Manufacturing Firms. Preliminary Findings." Cambridge Business & Economics Conference.
19. Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, and J. Lakonishok, (2006), "Earnings quality and stock returns", Journal of business, forthcoming.
20. Chang Chiou, C & Sen-Wei, W, (2010), " a Study on the relationship between corporate governance and pricing for initial public offerings: the application of artificial neural networks" ndvances in Intelligent decision technologies, Volume 4, pp 153-162.
21. Koerniadi H, Krishnamurti Ch, Tourani-Rad , A (2014), "Corporate Governance and the variability of stock returns", international journal managerial finance ,10(4), pp:494-510.