

## تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر معیارهای عملکرد و محافظه کاری غیر شرطی شرکت های ایرانی

دکتر حبیب اله نخعی

استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران. (نویسنده مسئول)  
habibollahnakhaei@yahoo.com

جعفر احمدپور

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد قاینات، دانشگاه آزاد اسلامی، قاینات، ایران.  
J.ap60@yahoo.com

شماره ۲۲/بهار ۱۳۹۹ (جلد دوم) صص ۸۲-۱۰۱  
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

### چکیده

از آنجایی که حاکمیت شرکتی دربرگیرنده مجموعه قواعد، سیاستها و روابط بین سهامداران، مدیران و سایر افراد ذینفع می باشد که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور تأمین منافع ذینفعان و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است و می تواند از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت شود، لذا تضاد منافع سهامداران و مدیران موضوع اصلی در ادبیات حاکمیت شرکتی می باشد. سرمایه گذاران انگیزه و قدرت کافی برای نظارت مدیران را دارند و اغلب از هیات مدیره به عنوان اهرم اجرایی اصول حاکمیت شرکتی یاد می کنند. شرکت ها نیز معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحد های تجاری را تسهیل و قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذینفعان می باشد. بر این مبنا هدف این تحقیق بررسی و تجزیه و تحلیل تأثیر ساختار هیات مدیره (شامل دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیات مدیره و استقلال مدیران) و مکانیزم های حاکمیت شرکتی (شامل تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت حسابرس مستقل) بر معیارهای عملکرد مالی (شامل سود تقسیمی هر سهم، نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت کیوتوبین و بازده سهام) و محافظه کاری غیرشرطی می باشد. از اطلاعات ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ استفاده شده و روش تحقیق تجربی و همبستگی می باشد. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار هیات مدیره بر نسبت کیوتوبین تأثیر مثبت داشته و برای سایر متغیرها معنی دار نمی باشد. حاکمیت شرکتی نیز بر معیارهای سود تقسیمی، نرخ بازده دارایی ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و محافظه کاری غیرشرطی تأثیر مثبت دارد، لکن برای نسبت کیوتوبین و بازده سهام معنی دار نیست.

**واژگان کلیدی:** ساختار هیات مدیره، حاکمیت شرکتی، معیارهای عملکرد، محافظه کاری غیرشرطی.

### مقدمه

با جدایی مالکیت از مدیریت شرکتها، این امکان به وجود می آید که مدیران تصمیم هایی اتخاذ نمایند که در راستای منافع خود و مغایر با منافع سهامداران باشد. تضاد منافع که از آن به عنوان مسئله ی نمایندگی تعبیر می شود، ناشی از دو علت عمده است: اول اینکه هر یک از صاحب نفع های شرکت های سهامی عام ترجیحات متفاوتی دارند و دیگر این که هیچ کدام

اطلاعات کاملی در مورد اقدام‌ها، دانش و ترجیحات دیگری ندارد (برل و مینز، ۱۹۳۲). رسوایی‌های گسترده مالی اخیر و افزایش بحران‌ها و جرائم مالی در موارد مشابه دیگر در سطح جهان به مسئله‌ی نمایندگی مربوط می‌باشد. بر همین اساس، جهت کاهش جرائم مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها باید ساز و کارهای نظارتی ایجاد کرد که با اجرای آن فاصله‌ی ایجاد شده بین مالکیت و کنترل کاهش یابد. از جمله چنین سازوکارهای نظارتی، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد. تا دهه ۱۹۸۰ تعارض نمایندگی بین سهامداران و مدیران موضوع اصلی در ادبیات حاکمیت شرکتی بود. به طور کلی این موضوع مورد قبول همگان بود که تمرکز مالکیت موجب کاهش مسائل نمایندگی می‌شود و این خود موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد (جنسن و مک لینگ<sup>۱</sup>، ۱۹۷۶). محققین این عامل را این طور توجیه می‌کردند که افزایش تمرکز مالکیت موجب خواهد شد تا سرمایه‌گذاران بزرگ وارد ساختار مالکیت شرکت‌ها شوند. این سرمایه‌گذاران انگیزه و قدرت کافی برای نظارت بر مدیران دارند و نظارت آنان موجب خواهد شد تا مدیران در جهت اهداف بلندمدت شرکت گام بردارند (شیفر و ویشنی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۷).

رسوایی‌های انرون<sup>۳</sup> و ولدکام<sup>۴</sup> در سال ۲۰۰۲ موجب شد تا تحقیقات زیادی در زمینه حاکمیت شرکتی انجام شود. بسیاری از محققین دریافته‌اند که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب بر عملکرد شرکت و ارزش بازار آن تأثیر مثبت دارد (برون و کیلر<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶ و گمپرس، ایشی و میتریگ<sup>۶</sup>، ۲۰۰۳). حاکمیت شرکتی دربرگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده احتمالی است. ماگ<sup>۷</sup> (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی در جهت نظارت بر مدیریت تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. هر چه میزان سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است، در نتیجه موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی‌نفعان می‌باشند. تحقیقات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی بر مبنای تئوری نمایندگی است و بر مسئله تضاد منافع تمرکز می‌کند. تضاد منافع زمانی پیش می‌آید که منافع مدیران و مالکان در یک راستا نباشند. تئوری نمایندگی بیان می‌دارد، شرکت‌های دارای ساختار حاکمیت شرکتی بهتر، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند و این امر را ناشی از پایین بودن هزینه‌های نمایندگی می‌داند. تئوری نمایندگی همچنین بیان می‌دارد که شرکت‌ها زمانی بهتر اداره و نظارت می‌شوند که دارای تمرکز مالکیت باشند، زیرا سهامداران عمده دارای انگیزه و توانایی کافی برای نظارت مدیر و افزایش کارایی شرکت هستند (وانگ، سامی و زهو<sup>۸</sup>، ۲۰۰۹). همچنین انتظار می‌رود که اگر مدیر عامل و رئیس هیات مدیره یکی باشد، این ساختار به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیات مدیره را به طور مؤثری کنترل کند و بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد (فاما و جنسن<sup>۹</sup>، ۱۹۸۳). برون و کایلر<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۶)، دیتمار و اسمیت<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۷)

<sup>1</sup> Jense and Meckling

<sup>2</sup> Shleifer and Vishny

<sup>3</sup> Enron

<sup>4</sup> worldcom

<sup>5</sup> Brown and Caylor

<sup>6</sup> Gompers, Ishii and Metrick

<sup>7</sup> Maug

<sup>8</sup> Wang, Sami and Zhou

<sup>9</sup> Fama and Jensen

<sup>10</sup> Brown, Caylor

<sup>11</sup> Dittmar and Smith

در تحقیقات انجام شده خود نشان دادند، شرکت‌هایی با داشتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بازار بالاتری هستند. هدف این تحقیق بررسی تأثیر ساختار هیات مدیره (دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیات مدیره، استقلال مدیران) و حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، کیفیت حسابرس مستقل) بر معیارهای عملکرد شرکتی (سود تقسیم، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ حقوق صاحبان سهام، نسبت کیو توبین، بازده سهام) و محافظه‌کاری غیرشرطی می‌باشد.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### تأثیر ساختار هیات مدیره بر عملکرد شرکت

بر اساس تئوری نمایندگی، مدیران (نمایندگان) شرکت ممکن است تابع مطلوبیت خود را به قیمت زیر پاگذاری منافع سهامداران حداکثر نمایند. از این رو سهامداران کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت را به هیات مدیره واگذار نموده‌اند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). یکی از مباحث طرح شده در زمینه‌ی موضوع هیات مدیره، بر مسئله‌ی ترکیب هیات مدیره تمرکز دارد. ترکیب هیات مدیره به‌عنوان نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل تعداد اعضای هیات مدیره نگریسته می‌شود. هر چه ترکیب هیات مدیره از اعضای مستقل‌تری تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی کمتر می‌گردد (هرمالین و ویسیچ، ۱۹۹۱). معمولاً هیات مدیره موظف هم تراز مدیرعامل قرار دارد. مدیر عامل بالاترین مقام اجرایی شرکت است و در انتخاب مدیران اجرایی (موظف)، قدرت کامل دارد. از این رو با توجه به ارتباط تلویحی اعضای موظف هیات مدیره با مدیرعامل، مدیران موظف شاید نتوانند وظایف نظارتی خود را به نحو اثربخش انجام دهند. ضمن آنکه مدیران موظف ممکن است از موقعیت خود از طریق کنترل بر طرح‌های حقوق و مزایا و امنیت شغلی سوء استفاده نمایند. برخلاف مدیران موظف، مدیران غیرموظف از مدیریت شرکت مستقل هستند و به همین دلیل در ایفای نقش نظارتی خود مؤثرتر عمل می‌نمایند. از این رو از دیدگاه نظری، هنگامی که هیات مدیره مستقل و از نسبت بالایی از اعضای غیرموظف تشکیل شده باشد، عملکرد شرکت ارتقا می‌یابد (مد و دونالدسون، ۱۹۹۸). در کشور انگلستان و استرالیا، حضور حداقل سه عضو غیرموظف در ترکیب هیات مدیره الزامی است. همچنین قوانین موجود در آمریکا، شرکت‌ها را ملزم نموده‌اند که حداقل دو سوم ترکیب هیات مدیره، متشکل از اعضای غیرموظف باشد (باگات و برنارد، ۲۰۰۰). گزارش‌های کادبری و هیگز نیز تأکید زیادی بر هیات مدیره‌ی مستقل و دارای حداقل سه عضو غیرموظف داشته‌اند. نتایج شواهد تجربی در زمینه‌ی ارتباط بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره (معیاری برای استقلال هیات مدیره) و عملکرد شرکت، پیچیده و متضاد است. در تحقیقی که به وسیله‌ی قالیباف اصل و رضایی (۱۳۸۶) انجام شد، آزمون‌ها نشان دادند که بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد. فورست و کنگ (۲۰۰۰) با بررسی ۹۴۷ شرکت آمریکایی، دریافتند مدیران غیرموظف تأثیری مثبت و قوی بر عملکرد و ارزش بازار شرکت دارند. راجدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و استقلال هیات مدیره، رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. آنگ (۲۰۰۰) مشکلات نمایندگی را در شرکت‌های کوچک، مورد بررسی قرار دادند و دریافت که هیات مدیره‌ی مستقل باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. نتایج تحقیق فوسبرگ (۱۹۸۹) و بی‌هاجات و بلک (۲۰۰۲) نیز موید عدم رابطه بین وجود اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره و شاخص‌های مختلف عملکرد از قبیل Q توبین، دوره‌ی بازگشت سرمایه و دوره بازگشت دارایی‌ها بوده است. حال ترکیب هیات مدیره به‌عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین‌کننده‌ی قدرت هیات مدیره

است. لذا، ترکیب هیات مدیره، عامل مهمی در تبیین توانایی اعضاء برای انجام وظایف و کمک به عملکرد شرکت می‌باشد (زهرا و پیرس، ۱۹۸۹). یکی از اصول مهم حاکمیت شرکتی، هیات مدیره‌ی شرکت است. هیات مدیره با استفاده از قدرت قانونی خود از طریق استخدام، اخراج و جبران گروه‌های مدیریت سازمان، مقدمات کنترل مدیریت را فراهم می‌سازد. میلیگرام (۱۹۷۴) نشان داد که انسان اشتیاقی ذاتی به اطاعت از قدرت دارد. او اعتقاد دارد که اطاعت غیرارادی افراد؛ مانند مدیران اجرایی شرکت که از قدرت قانونی برخوردار می‌باشند، جزء ذات انسان است. این واکنش غیرارادی، اعضای هیات مدیره را به فرمانبرداری از مدیرعامل وامی‌دارد و چون با مفاهیم اخلاقی؛ همچون وفاداری، اعتماد و تعهد در ارتباط است، غلبه بر آن مشکل خواهد بود. او پیشنهاد می‌کند که اعضای مستقل، اعضای غیرموظف هیات مدیره‌ها و کمیته‌هایی که تمام اعضای آن‌ها مستقل باشند، به رهایی هیات مدیره از اطاعت غیرارادی کمک کنند. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره‌ی شرکت‌ها، به کاهش تعارض‌های منافع سهامداران و مدیریت شرکت کمک می‌کند، چراکه مدیران غیرموظف با داشتن رأی مستقل، نقش نظارتی را ایفا می‌نمایند.

### تأثیر ساختار هیات مدیره بر محافظه‌کاری

در ادبیات حسابداری؛ محافظه‌کاری، شناسایی به موقع یک زیان مهم حسابداری محسوب می‌شود. شرکت‌ها می‌توانند از شناسایی به موقع زیان به‌عنوان یک عامل کنترلی و نظارتی بر عملکرد مدیریت استفاده کنند (فرانسیس، مارتین، ۲۰۰۹). از آنجایی که مدیران به‌عنوان تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی، تمایل به ارائه مطلوب‌تر وضعیت مالی شرکت دارند، لذا شناسایی به موقع زیان می‌تواند به‌عنوان مکانیزمی بازدارنده جهت کاهش خوش‌بینی بیش از حد عمل کند؛ چرا که شناسایی به موقع زیان‌ها و تأخیر در شناسایی سودها و افزایش ارزش‌ها می‌تواند تمایل مدیران جهت ارائه مطلوب‌تر وضعیت مالی شرکت را تعدیل کند. محافظه‌کاری در ادبیات حسابداری به دو دسته تقسیم شده است. بال (۲۰۰۰) محافظه‌کاری را به دو دسته محافظه‌کاری در صورت سود زیان و محافظه‌کاری در ترازنامه طبقه‌بندی نموده است. چاندر و واسلی (۲۰۰۴) عبارت محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی را به کار بردند. بیرو و رایان (۲۰۰۰) محافظه‌کاری حسابداری را تفاوت ارزش بازار و ارزش دفتری دارایی‌ها عنوان می‌کنند. احمد و دوئلمن (۲۰۰۷) نیز محافظه‌کاری را به‌عنوان کم‌نمایی پیوسته ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نسبت به ارزش بازار می‌دانند. این، تعریف محافظه‌کاری حسابداری از دیدگاه ترازنامه است. حاکمیت شرکتی نقش مهمی در استفاده از محافظه‌کاری ایفا می‌کند. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از رویه‌هایی است که برای کسب اطمینان نسبت به استفاده کارا از دارایی‌های شرکت و عدم به‌کارگیری آن‌ها در جهت اهدافی مغایر با اهداف ذینفعان پیاده می‌شوند. ساختار حاکمیت شرکتی قوی منجر به نظارت بهتر مدیریت، تولید اطلاعات حسابداری به موقع، و افزایش سرعت شناسایی اخبار بد برای مطلع ساختن هیات مدیره و انجام اقدامات لازم خواهد گردید. محافظه‌کاری نیز تمامی منافع ذکر شده در بالا را به دنبال خواهد داشت (گارسیا، ۲۰۰۵). هیات مدیره‌ها نقش اساسی در تصمیم‌سازی دارند و حیاتی‌ترین جزء ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، نظارت داشتن بر مدیریت است (احمد، دوئلمن، ۲۰۰۷). محافظه‌کاری به‌عنوان ابزاری مفید برای هیات مدیره برای اجرای کامل وظایف کلیدی همچون تعیین استراتژی‌ها، نظارت همه‌جانبه بر مدیران اجرایی شرکت، اطمینان نسبت به پاسخگویی به سهامداران و ذینفعان در سال‌های جدید مطرح شده است (جو آن هو، ۲۰۰۹). محافظه‌کاری ایجادکننده سیستمی است که از اضافه پرداخت به مدیران جلوگیری کرده و مانعی برای هرگونه خوش‌بینی افراطی مدیران خواهد بود (واتز، ۲۰۰۳). نبود سیستم حسابداری محافظه‌کارانه باعث می‌شود که مدیران همچنان پروژه‌هایی با خالص ارزش

فعلی منفی را ادامه داده تا زبانی نسبت به فروش‌های خود گزارش نکنند (بال، ۲۰۰۱). با شناسایی سریعتر زیان‌ها، محافظه‌کاری به هیات مدیره در تمایز قائل شدن بین پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی با دیگر پروژه‌ها کمک می‌کند (احمد و دوئلمن، ۲۰۰۷). مدیران برای جلوگیری از عزل خود سعی در پنهان کردن زیان‌ها دارند. تحمل زیان‌ها و یا پذیرش پروژه‌های با خالص ارزش فعلی منفی می‌تواند سهامداران را به سمت برکنار کردن مدیران سوق دهد. به‌کارگیری محافظه‌کاری، شناسایی به‌موقع زیان‌ها را سرعت بخشیده و برای هیات مدیره و سهامداران شواهدی از ناکارایی عملیات فراهم آورده و آنان را نسبت به پیگیری زیان و بررسی دلایل آن هوشیار می‌سازد. چنین بررسی‌هایی می‌تواند منجر به کنارگذاری مدیر و حذف پروژه‌هایی که ارزش فعلی خالص منفی دارند، شود. به دلیل وجود چنین تضادی بین منافع و انگیزه‌های مدیران، سهامداران و سایر تأمین‌کنندگان سرمایه، ساز و کارهای ساختار حاکمیت شرکتی به کارگرفته تا با نظارت مؤثر بر قراردادهای رفتار مدیریت، مشکلات نمایندگی را کاهش دهند. ادبیات تحقیق در زمینه ساختار حاکمیت شرکتی بر نقش اعضاء مستقل هیات مدیره در کاهش مشکلات ناشی از مسئله نمایندگی، از طریق نظارت و هدایت رفتار مدیریت اجرایی و طراحی مشوق‌هایی برای آنان تأکید می‌کنند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). با توجه به اینکه مسائل نمایندگی به احتمال زیاد هنگام عدم همسویی مالکان و مدیران شدیدتر خواهد بود و اگر محافظه‌کاری واقعاً نقشی در اداره مشکلات نمایندگی ایفا کند، آنگاه انتظار می‌رود با افزایش تضاد منافع مدیران و مالکان، تقاضا برای محافظه‌کاری افزایش یابد، می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی همچون وجود اعضای مستقل در هیات مدیره و یا مالکیت مدیران می‌توانند به عنوان راهکارهایی در جهت حفظ منافع سهامداران (از جمله به‌وسیله محافظه‌کاری اتخاذ شده در روش‌های حسابداری) به شمار آیند. به این ترتیب شرکت‌هایی با ساختار حاکمیت شرکتی مناسب‌تر، درجه بالاتری از محافظه‌کاری را نیز نشان می‌دهند (گارسیا، ۲۰۰۵) این بدین معنی است که انتظار می‌رود حساسیت بازده به اخبار بد نسبت به اخبار خوب در بین شرکت‌هایی با ساختار حاکمیت شرکتی قوی‌تر، بیشتر باشد (باسو، ۱۹۹۷). با توجه به این که مفاهیم نظری گزارشگری مالی ایران که محافظه‌کاری را به‌عنوان یکی از خصوصیات کیفی قابل اتکا بودن در نظر گرفته و همچنین فوایدی که درباره محافظه‌کاری بیان شد و با در نظر گرفتن اهمیت ویژگی‌های حاکمیت شرکتی، این سؤال مطرح می‌گردد: که آیا ویژگی‌های حاکمیت شرکتی باعث محافظه‌کاری بیشتر در گزارشگری مالی می‌شوند یا خیر؟

ژو و وانگ<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی در بورس چین پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بر میزان سوددهی شرکت‌ها تأثیر مثبت دارد. گدا جلویک و شاپیرو<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) در تحقیقی به بررسی رابطه بین تمرکز مالیکت و عملکرد مالی در شرکت‌های ژاپنی پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین این دو متغیر رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. گامپرز، ایشی و میتریگ<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتی پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که شرکت‌ها با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر، ارزش بالاتر و بازده سهام بالاتری هستند.

بای، سونگ و زهانگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) به بررسی رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت‌های بورسی در چین پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد که مالکیت دولتی با ارزش بازار شرکت رابطه‌ی منفی معنی داری دارد.

<sup>1</sup> Xu and Wang

<sup>2</sup> Gedajlovic and Shapiro

<sup>3</sup> Gompers, Ishii and. Metrick

میولر و اسپیتز<sup>۲</sup> (۲۰۰۶) ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های خصوصی متوسط و کوچک را در آلمان مورد مطالعه قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان داد که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای ۴۰ درصد، در حال بهبود است.

کاپالوس و لازاری تو<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت را با استفاده از اطلاعات ۱۷۵ شرکت یونانی مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد که ساختار مالکیت متمرکزتر با سودآوری شرکت رابطه‌ی مثبت و معنی داری دارد.

وانگ، سامی و زهو<sup>۴</sup> (۲۰۰۹) در تحقیق خود به بررسی تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداخت. وی در تحقیق خود از دو رویکرد حاکمیت شرکتی استفاده کرد. ابتدا به بررسی تأثیر هر یک از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها و سپس به بررسی تأثیر تمام ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداخت. نتایج تحقیق نشان داد که شرکت‌های با داشتن رژیم حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند. هم چنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش بازار رابطه‌ی مثبت و معنی داری وجود دارد.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آن‌ها شامل ۶۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بود. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه معنی داری وجود دارد.

حساس یگانه، مرادی و هدی (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها برای آزمون فرضیه تحقیق خود از رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند. نتایج تحقیق آنان نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت بود.

طی تحقیق مرادزاده فرد، بنی مهد و دینداریزیدی (۱۳۹۰) نشان دادند بین محافظه‌کاری و درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره، رابطه مستقیم وجود دارد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف و مستقل در هیات مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان (به‌عنوان افرادی مستقل) به کاهش تضاد منافع میان سهامداران و به مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند.

کریمی، حسینی و حسینی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت بر میزان محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین درصد مالکیت اعضای هیات مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با محافظه‌کاری و رابطه منفی بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و محافظه‌کاری است.

نهندی، حسن زاده و محمودزاده باغبانی (۱۳۹۰) به بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی پرداختند. در این مقاله، محافظه‌کاری با استفاده از ۲ مدل باسو (۱۹۹۷) و رویچوداری و واتز (۲۰۰۶) اندازه‌گیری شده و مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال اعضای هیات مدیره به‌عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده

<sup>1</sup> Bai, song and zhang

<sup>2</sup> Mueller and Spitz

<sup>3</sup> Kapopoulos and Lazaretou

<sup>4</sup> wang, sami and zhou

از روش نمونه‌گیری حذفی، ۶۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است. با استفاده از مدل‌های رگرسیون چند متغیره، نتایج بیانگر عدم وجود رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی است.

مهرانی و صفرزاده (۱۳۹۰) به بررسی تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی پرداختند، آن‌ها نشان دادند که؛ شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی با محافظه‌کاری سود ارتباط معناداری دارد. مؤلفه استفاده از اعضای غیرموظف و ثبات مدیرعامل با محافظه‌کاری سود ارتباط منفی و معناداری دارد همچنین مؤلفه جدایی نقش مدیرعامل از رئیس هیات مدیره با محافظه‌کاری سود رابطه معناداری ندارد. بیکس، پاپ و یانگ (۲۰۰۴) رابطه مثبتی بین درصد اعضا غیرموظف هیات مدیره با محافظه‌کاری حسابداری یافتند.

### فرضیه های پژوهش

۱. بین ساختار هیات مدیره و سود تقسیمی هر سهم رابطه مثبت وجود دارد.
۲. بین ساختار هیات مدیره و نرخ بازده دارایی ها رابطه مثبت وجود دارد.
۳. بین ساختار هیات مدیره و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت وجود دارد.
۴. بین ساختار هیات مدیره و نسبت کیو توبین رابطه مثبت وجود دارد.
۵. بین ساختار هیات مدیره و بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد.
۶. بین ساختار هیات مدیره و محافظه‌کاری رابطه مثبت وجود دارد.
۷. بین حاکمیت شرکتی و سود تقسیمی هر سهم رابطه مثبت وجود دارد.
۸. بین حاکمیت شرکتی و نرخ بازده دارایی‌ها رابطه مثبت وجود دارد.
۹. بین حاکمیت شرکتی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت وجود دارد.
۱۰. بین حاکمیت شرکتی و نسبت کیو توبین رابطه مثبت وجود دارد.
۱۱. بین حاکمیت شرکتی و بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد.
۱۲. بین حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری رابطه مثبت وجود دارد.

### روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر مانند بیشتر تحقیق های حسابداری بر اساس طرح تحقیق نیمه تجربی انجام شده است. ویژگی بارز پژوهش های نیمه تجربی این است که داده های آن بدون دخالت محقق اتفاق افتاده و گردآوری می‌شود. این تحقیق از لحاظ تحلیلی از نوع همبستگی می‌باشد. جامعه آماری مورد نظر در این پژوهش حاضر، کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که از سال ۱۳۹۴ و یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد. دلیل انتخاب شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این است که قابلیت دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت‌ها بیشتر است، همچنین، به خاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات گزارش‌های مالی این شرکت ها همگن تر است. در این پژوهش، برای انتخاب شرکت‌های مورد بررسی از غربالگری استفاده شده است. از بین کلیه شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نیستند، حذف شده و در نهایت کلیه شرکت های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند.

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.
  ۲. در طی دوره زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداده باشد.
  ۳. در طی دوره زمانی پژوهش به طور فعال در بورس حضور داشته باشد.
  ۴. اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده‌ها در دسترس باشد.
  ۵. شرکت سرمایه‌گذاری و یا واسطه‌گری مالی نباشد.
- در نهایت، برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش از اطلاعات ۱۳۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. در این تحقیق از داده‌های سالانه دوره‌ی زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۷ استفاده شده است.

### روش جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش برای گردآوری داده‌های مورد نظر، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و انگلیسی جمع‌آوری و سپس داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و با استفاده از نرم افزارهای داناسهم و تدبیرپرداز و همچنین لوح‌های فشرده اطلاعات مالی شرکت‌های بورسی جمع‌آوری شد. تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها با نرم‌افزار Eviews7 انجام شده است.

### بهترین برآورد خطی نارایب

با توجه به فرض‌های مدل کلاسیک رگرسیون خطی، روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی، شرایط برآورد کننده‌ی مطلوب را دارد. اگر پذیره‌های اساسی یک رگرسیون برای جمله‌ی اخلال برقرار باشد، برآورد کننده‌ی حاصل از روش رگرسیون حداقل مربعات، بدون تورش و دارای حداقل واریانس است (هنری، ۱۹۶۱). به این ترتیب یک معیار برای انتخاب مدل رگرسیونی که بهتر از سایر مدل‌ها تغییرات متغیر وابسته را برحسب متغیر مستقل توضیح می‌دهد، این است که ضرایب رگرسیون واریانس کمتری نسبت به سایر تخمین‌ها داشته باشد. ملاک دیگر برای این انتخاب استفاده از  $R^2$  تعدیل شده است.

### متغیرها و مدل‌های پژوهش

برای بررسی آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است:

برای آزمون فرضیه اول و هفتم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه دوم و هشتم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه سوم و نهم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه چهارم و دهم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$Q\text{-}TOBIN_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

برای آزمون فرضیه پنجم و یازدهم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$RETURN_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$



برای آزمون فرضیه ششم و دوازدهم پژوهش از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$MTB_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$$

DIV: سود تقسیمی سهامداران

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها که از تقسیم سود خالص بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و از تقسیم سود خالص بر مجموع حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

Q-TOBIN: نسبت کیوتوبین که از رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\text{Tobin's } Q = (MVCS + BVPS + BVLTD + BVINV + BVCL - BVCA) / BVTA$$

که در آن، MVCS برابر با ارزش بازار سهام عادی شرکت، BVPS برابر با ارزش دفتری سهام ممتاز، BVLTD برابر با ارزش دفتری تسهیلات مالی دریافتی بلندمدت، BVINV برابر با ارزش دفتری موجودی کالا، BVCL برابر با ارزش دفتری بدهی‌های جاری، BVCA برابر با ارزش دفتری دارایی‌های جاری و BVTA برابر با ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها.

RETURN: برای به دست آوردن بازده سهام از رابطه زیر استفاده شده است.

$$R = \frac{(1 + a_1 + a_2)P_1 + DPS - P_0 - a_1(\text{par value})}{P_0 + a_1(\text{par value})}$$

که در معادله مزبور  $\alpha_1$ ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی،  $\alpha_2$ ، درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها و (par value)  $\alpha$ ، درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده‌های نقدی به ارزش اسمی هر سهم است.

MTB: محافظه‌کاری غیرشرطی و از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

BOARD\_SCORE: مجموع ویژگی‌های هیات مدیره در شرکت‌های نمونه است. در این پژوهش از ویژگی‌های زیر استفاده شده است:

۱. DUAL: دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اگر رئیس هیات مدیره، مدیرعامل هم باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

۲. SIZE: اندازه هیات مدیره که از لگاریتم طبیعی تعداد اعضای هیات مدیره استفاده شده است.

۳. INDEP: استقلال مدیران که از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره بر تعداد کل اعضا به دست می‌آید.

CG\_SCORE: مجموع ویژگی‌های حاکمیت شرکتی در شرکت‌های نمونه است. در این پژوهش از ویژگی‌های زیر استفاده شده است.

۱. CONS: برابر است با نسبت مالکیت سهامداران بالای ۵ درصد در ساختار مالکیت

۲. INS: برابر است با نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت، سهامداران نهادی شامل بانک‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی می‌باشد.

۳. MANAGE: برابر است با نسبت مالکیت مدیران در ساختار مالکیت

۴. AQ: کیفیت حسابرسی و متغیری دامی است، اگر حسابرس مستقل شرکت، سازمان حسابرسی باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

SIZE: متغیری کنترلی است و برابر با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در پایان سال خواهد بود.

LEV: متغیری کنترلی است و نسبت بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها می‌باشد.

## آمار توصیفی پژوهش

نتایج ارائه شده زیر آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. میانگین سود تقسیمی هر سهم ۶ درصد می‌باشد. با توجه به این که این متغیر و متغیر سود خالص بر مجموع دارایی‌ها تقسیم شده است هر دو متغیر را می‌توان برحسب مجموع داراییها با هم مقایسه کرد، این مقدار برای نسبت سود خالص بر مجموع دارایی‌ها برابر ۱۰ درصد است. با توجه به این مقادیر می‌توان نتیجه گرفت که شرکت ها حدود ۶۰ درصد از سود خالص کسب شده خود را بین سهامداران به‌عنوان سود سهام تقسیم می‌نمایند. نرخ بازده حقوق صاحبان سهام نیز برابر با ۳۴ درصد می‌باشد. نسبت کیوتوبین که نشان‌دهنده ارزش بازار است و بر مجموع دارایی‌ها تقسیم شده است برابر با ۹۵ درصد است، با توجه به این مقدار میانگین ارزش بازار شرکت‌ها کمتر از ارزش اسمی مجموع دارایی‌های آن‌ها است. همچنین میانگین بازده سهام شرکت‌ها ۲۶ درصد مثبت و نشان‌دهنده نرخ رو به رشد شرکت‌ها در دوره زمانی تحقیق است. میانگین نسبت اهرمی نیز ۷۱ درصد بوده و نشان می‌دهد که بسیاری از شرکت‌ها برای تأمین نقدینگی و تأمین دارایی‌های سرمایه‌ای خود از تأمین مالی برون سازمانی استفاده می‌کنند.

جدول (۱): آمار توصیفی

شرح	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد
DIV	۰,۰۶	۰,۰۳	۰,۶۶	-۰,۰۰۷	۰,۰۸
ROA	۰,۱۰۷	۰,۰۹	۴,۲۱	-۰,۷۷	۰,۲۱
ROE	۰,۳۴	۰,۲۹	۱۷,۱۳	-۴,۶۲	۰,۹۹
Q-TIBIN	۰,۹۵	۰,۷۷	۱۰,۵۶	-۶,۶۷	۰,۸۵
RETURN	۰,۲۶	۰,۰۶	۸,۲۱	-۶,۷۷	۰,۸۹
MTB	۱,۸۲	۱,۴۶	۴۸,۲۹	-۳۶,۴۵	۴,۰۸
BOARD	۱,۱۵	۱,۰۹	۲,۷۱	۰,۶۰۲	۰,۵۱
CG	۲,۰۱	۲,۰۱	۶,۸۳	۰	۰,۹۱
SIZE	۵,۷۱	۵,۶۷	۷,۸۵	۴,۰۵	۰,۵۴
LEV	۰,۷۱	۰,۶۶	۶,۷۹	۰,۰۹	۰,۴۳

## آزمون مانایی داده‌ها

قبل از تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها مانایی متغیرهای تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است. پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور از آزمون ایم، پساران و شین<sup>۱</sup> و آزمون فیلیپس، پرون<sup>۲</sup> استفاده شده است که نتایج آن در نگاره زیر ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که قابلیت اطمینان تمامی متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی در سطح پایا هستند.

<sup>1</sup> Im & Pesaran and Shin

<sup>2</sup> Philips & Peron

جدول (۲): آزمون مانایی متغیرها

فیلیس، پرون		ایم، پسران و فیشر		شرح
احتمال	آماره	احتمال	آماره	
۰,۰۰۰	-۲۵,۳۸	۰,۰۰۰	-۲۵,۲۶	DIV
۰,۰۰۰	-۲۴,۹۹	۰,۰۰۰	-۲۴,۹۹	ROA
۰,۰۰۰	-۲۴,۹۱	۰,۰۰۰	-۲۴,۸۴	ROE
۰,۰۰۰	-۲۳,۹۱	۰,۰۰۰	-۲۳,۷۹	Q-TIBIN
۰,۰۰۰	-۲۷,۱۵	۰,۰۰۰	-۲۶,۵۵	RETURN
۰,۰۰۰	-۲۵,۹۱	۰,۰۰۰	-۱۹,۴۹	MTB
۰,۰۰۰	-۲۸,۸۳	۰,۰۰۰	-۲۸,۲۱	BOARD
۰,۰۰۰	-۲۱,۱۳	۰,۰۰۰	-۲۱,۰۸	CG
۰,۰۰۰	-۲۱,۳۹	۰,۰۰۰	-۲۱,۶۴	SIZE
۰,۰۰۰	-۲۴,۶۲	۰,۰۰۰	-۲۴,۶۲	LEV

### آزمون ناهمسانی واریانس

در پژوهش‌ها همواره حالت‌هایی فرض می‌شود که اگر این حالت‌ها وجود نداشته باشد، آزمون‌های آماری مربوطه مورد تردید قرار خواهند گرفت. یکی از این حالت‌ها که با تخمین مدل از طریق رگرسیون حداقل مربعات در ارتباط می‌باشد، همسانی واریانس است. در این پژوهش برای تخمین ناهمسانی واریانس از آزمون آرچ<sup>۱</sup> استفاده شده است و نتایج آن در جدول (۳) ارائه گردیده است. نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره آزمون F و سطح معنی‌داری که بیشتر از ۵ درصد می‌باشد فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود. بنابراین همسانی واریانس پذیرفته شده و هیچ یک از مدل‌های پژوهش دارای ناهمسانی واریانس نمی‌باشند.

جدول (۳): آزمون آرچ برای ناهمسانی واریانس

سطح معناداری	F آماره	شرح
۰,۶۸	۰,۱۶	مدل اول (سود تقسیمی)
۰,۷۶	۰,۰۹	مدل دوم (نرخ بازده دارایی‌ها)
۰,۹۳	۰,۰۰۷	مدل سوم (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام)
۰,۸۸	۰,۰۲	مدل چهارم (نسبت کیو توبین)
۰,۶۱	۰,۲۶	مدل پنجم (بازده سهام)
۰,۶۹	۰,۱۵	مدل ششم (محافظ کاری غیرشرطی)

<sup>1</sup> Arch

## آزمون هم خطی

برای بررسی عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاص مدل ها از آزمون هم خطی استفاده شده است. در این پژوهش برای بررسی هم خطی از آزمون LM و آزمون DW استفاده شده است. نتایج آزمون DW به همراه آزمون فرضیه‌ها ارائه گردیده است، برای اطمینان بیشتر از آزمون LM نیز استفاده شده است که نتایج آن در جدول (۴) مشاهده می‌شود. اگر جملات اخلاص مدل با یکدیگر همبستگی داشته باشند، این امر منجر خواهد شد تا ضرایب متغیرها در مدل بدون تورش بوده و در نتیجه کارا نباشند. نتایج حاصل از آزمون نشان می‌دهد که با توجه به مقدار آماره آزمون F و سطح معنی‌داری که بیشتر از ۵ درصد می‌باشد، مدل‌های پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها دارای همبستگی جملات اخلاص نبوده و از این رو نتایج آزمون فرضیه‌ها کارا می‌باشد.

جدول (۴): آزمون هم خطی مدل‌ها

شرح	F آماره	سطح معناداری
مدل اول (سود تقسیمی)	۱,۹۸	۰,۱۳
مدل دوم (نرخ بازده دارایی‌ها)	۱,۷۶	۰,۱۷
مدل سوم (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام)	۰,۱۵	۰,۸۶
مدل چهارم (نسبت کیو توبین)	۱,۴۸	۰,۲۲
مدل پنجم (بازده سهام)	۰,۳۶	۰,۶۹
مدل ششم (محافظه‌کاری غیرشرطی)	۱,۹۴	۰,۱۴

## برازش مدل پژوهش

### آزمون‌های تشخیصی در داده‌های ترکیبی

برای تعیین مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده شده است.

### آزمون چاو

آزمون چاو<sup>۱</sup> برای تعیین به‌کارگیری مدل اثر ثابت در مقابل تلفیق کل داده‌ها (یکپارچه شده) انجام می‌شود. فرضیات این آزمون به صورت زیر است:

$H_0$ : Pooled Model

$H_1$ : Fixed Effect Model

فرضیه‌ی صفر بر اساس مقادیر مقید و فرضیه‌ی مقابل آن بر اساس مقادیر غیرمقید است. آماره‌ی آزمون چاو بر اساس مجموع مربعات خطای مدل مقید و مدل غیر مقید به صورت زیر است:

$$\text{Chow} = \frac{(\text{RRSS} - \text{URSS}) / (N - 1)}{(\text{URSS}) / (\text{NT} - N - K)}$$

این آماره دارای توزیع F با N-1 و NT-N-K درجه‌ی آزادی است. اگر ارزش آماره‌ی F مقید محاسبه شده از ارزش آماره‌ی F جدول کمتر باشد، در سطح معنی‌دار تعیین شده، فرضیه‌ی  $H_0$  رد می‌شود و اثر معنی‌داری برای مقاطع وجود خواهد داشت.

<sup>1</sup> Chow Test

بنابراین، مدل اثر ثابت انتخاب می‌شود. در غیر این صورت، از مدل داده‌های تلفیق شده استفاده می‌شود (اشرف زاده و مهرگان ۱۳۸۷).

### آزمون هاسمن

آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از مدل اثر ثابت در مقابل مدل اثر تصادفی انجام می‌شود. آزمون هاسمن بر پایه‌ی وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون تخمین زده شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر چنین ارتباطی وجود داشته باشد، مدل اثر تصادفی و اگر این ارتباط وجود نداشته باشد، مدل اثر ثابت کاربرد خواهد داشت. فرضیه‌ی  $H_0$  نشان‌دهنده‌ی عدم ارتباط متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه‌ی  $H_1$  نشان‌دهنده‌ی وجود ارتباط است:

$H_0$ : Random Effect

$H_1$ : Fixed Effect

### نتایج آزمون چاو

جدول (۵) نشان‌دهنده نتیجه آزمون چاو می‌باشد. نتیجه این آزمون نشان می‌دهد که مقدار آماره‌ی  $F$  و سطح معناداری آن برای مدل‌های سود تقسیمی، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و محافظه‌کاری غیرشرطی بیانگر رد فرض  $H_1$  می‌باشد. به بیان دیگر، برای این مدل‌ها اثرات فردی و یا گروهی وجود ندارد و باید از روش داده‌های اثرات مشترک برای برآورد مدل‌ها استفاده شود. اما برای مدل‌های نسبت کیو توبین و بازده سهام مقدار آماره‌ی  $F$  و سطح معناداری آن بیانگر رد فرض  $H_0$  می‌باشد. به بیان دیگر، برای این مدل‌ها اثرات فردی و یا گروهی وجود دارد و باید از روش داده‌های اثرات ثابت برای برآورد مدل‌ها استفاده شود.

جدول (۵): نتیجه آزمون چاو

شرح	آزمون	آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل اول (سود تقسیمی)	F	۰,۳۵	۰,۸۴	مدل اثرات مشترک
مدل دوم (نرخ بازده دارایی‌ها)	F	۰,۴۲	۰,۷۹	مدل اثرات مشترک
مدل سوم (نرخ بازده حقوق صاحبان سهام)	F	۱,۲۶	۰,۲۸	مدل اثرات مشترک
مدل چهارم (نسبت کیو توبین)	F	۴,۸۱	۰,۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل پنجم (بازده سهام)	F	۸,۲۶	۰,۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل ششم (محافظه‌کاری غیرشرطی)	F	۱,۶	۰,۱۷	مدل اثرات مشترک

### نتایج آزمون هاسمن

جدول (۶) نتیجه آزمون هاسمن را نشان می‌دهد. همان‌طور که نتیجه نشان می‌دهد، سطح معنی‌داری آماره  $F$  برای هر دو مدل کمتر از ۵ درصد بوده و از این‌رو فرض  $H_0$  (مدل اثرات تصادفی) رد شده و بنابراین با توجه به نتایج آزمون چاو و هاسمن برای برازش مدل‌ها باید از اثرات ثابت استفاده شود.

جدول (۶): نتیجه آزمون هاسمن

شرح	آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل چهارم (نسبت کیو توبین)	۱۹,۲۱	۰,۰۰۰	مدل اثرات ثابت
مدل پنجم (بازده سهام)	۳۳,۰۴	۰,۰۰۰	مدل اثرات ثابت

## آزمون مدل اول

در زیر نتیجه آزمون مدل اول که با استفاده از داده‌های اثرات مشترک و برای فرضیه اول و هفتم می‌باشد ارائه شده است. در این فرضیه‌ها به بررسی تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر سود تقسیمی شرکت‌ها پرداخته شده است. همان طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دوربین-واتسون نیز مؤید عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره بر میزان سود های تقسیمی رابطه منفی و حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت معنادار دارند. در عین حال ضرایب به دست آمده برای ساختار هیات مدیره در سطح خطای ۵ درصد پذیرفته نیست. همچنین اندازه شرکت نیز با سودهای تقسیمی رابطه مثبت و نسبت اهرمی رابطه منفی معنادار دارند. نتایج حاصل با ادبیات حسابداری و فرضیه قراردادهای بدهی سازگاری دارد.

جدول (۷): آزمون مدل اول

$DIV_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
۰,۲۶	۱,۱۲	۰,۰۱	C
۰,۵۷	-۰,۵۶	-۰,۰۰۱	BOARD_SCORE
*۰,۰۰۰	۴,۶۶	۰,۰۰۷	CG_SCORE
*۰,۰۰۰	۳,۷۴	۰,۰۱	SIZE
*۰,۰۰۰	-۱۱,۶۹	-۰,۰۶	LEV
	۰,۲۱		Adjusted R-squared
	۴۵,۴۵		F-statistic
	۰,۰۰۰		Prob (F-statistic)
	۱,۶۱		D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد

## آزمون مدل دوم

مدل دوم به بررسی آزمون تأثیر ساختار هیات مدیره و مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر نرخ بازده دارایی‌ها می‌پردازد. تخمین این مدل با استفاده از داده‌های اثرات مشترک انجام شده است. همان طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دوربین-واتسون نیز مؤید عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت دارند. در عین حال ضرایب به دست آمده برای ساختار هیات مدیره در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نیست. همچنین نسبت اهرمی که از عوامل مهم و مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود با سودهای آتی رابطه منفی معنادار دارد.

جدول (۸): آزمون مدل دوم

$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
*،،،،،	۹،۳۴	۰،۲۲	C
،،۵۶	-،،۵۷	-،،۰۰۱	BOARD_SCORE
*،،،،،	۶،۱۴	۰،،۰۱	CG_SCORE
،،۱۶	-۱،۳۹	-،،،،۰۰۵	SIZE
*،،،،،	-۱۴،،۰۷	-،،،،۰۱۷	LEV
	،،،،،۰۲۶		Adjusted R-squared
	۵۹،،۷۱		F-statistic
	،،،،،،،،،،،		Prob (F-statistic)
	۱،،،،،۶		D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد

### آزمون مدل سوم

در زیر نتیجه آزمون مدل سوم که با استفاده از داده‌های اثرات مشترک و برای فرضیه سوم و نهم می‌باشد ارائه شده است. در این فرضیه‌ها به بررسی تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها پرداخته شده است. همان‌طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دورین - واتسون نیز مؤید عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر میزان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر مثبت دارند. در عین حال ضرایب به دست آمده برای ساختار هیات مدیره معنی‌دار نیست. نسبت بدهی نیز بر نرخ بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی معنادار دارد.

جدول (۹): آزمون مدل سوم

$ROE_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
*،،،،،	۸،،۹۱	۰،،۴۸	C
،،،،،۰۸۵	،،،،،۰۱۸	،،،،،،،،،،،	BOARD_SCORE
*،،،،،	۴،،۸۲	،،،،،۰،۰۲	CG_SCORE
*،،،،،	-۳،،،،،۰۵	-،،،،،،،،،،،	SIZE
،،،،،،،،،،،	-۱،،،،،۷۶	-،،،،،،،،،،،	LEV
	،،،،،،،،،،،		Adjusted R-squared
	۸،،،،،۳۷		F-statistic
	،،،،،،،،،،،		Prob (F-statistic)
	۱،،،،،۶۴		D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد

### آزمون مدل چهارم

مدل چهارم به بررسی تأثیر ساختار هیات مدیره و مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر نسبت کیوتوبین می‌پردازد. تخمین این مدل با استفاده از داده‌های اثرات ثابت انجام شده است. همان‌طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دوربین-واتسون نیز مؤید عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره بر نسبت کیوتوبین تأثیر منفی معنادار و حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت دارند. در عین حال ضریب حاکمیت شرکتی در سطح معنی‌داری ۹۵ درصد معنی‌دار نیست. نسبت اهرمی که از عوامل مهم و مؤثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود با نسبت کیوتوبین رابطه مثبت معنادار دارند. همچنین اندازه شرکت نیز بر نسبت کیوتوبین تأثیر منفی دارد.

جدول (۱۰): آزمون مدل چهارم

Q-TOBIN <sub>it</sub> =α+β <sub>1</sub> BOARD_SCORE <sub>it</sub> +β <sub>2</sub> CG_SCORE <sub>it</sub> +β <sub>3</sub> SIZE <sub>it</sub> +β <sub>4</sub> LEV <sub>it</sub> +ε <sub>it</sub>			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
*.۰۰۰	۵,۳۹	۱,۸۹	C
**۰,۰۲	-۲,۲۲	-۰,۱۳	BOARD_SCORE
.۰,۰۶	۱,۸۴	۰,۰۶	CG_SCORE
*.۰۰۰	-۳,۴۱	-۰,۲	SIZE
*.۰۰۰	۴,۹۱	۰,۳۶	LEV
.۰,۰۶			Adjusted R-squared
۱۰,۹۴			F-statistic
.۰,۰۰۰			Prob (F-statistic)
۱,۶۹			D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد، \*\* معنی‌دار در سطح خطای ۵ درصد

### آزمون مدل پنجم

در زیر نتیجه آزمون مدل ششم که با استفاده از داده‌های اثرات ثابت و برای فرضیه پنجم و یازدهم می‌باشد ارائه شده است. در این فرضیه‌ها به بررسی تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر بازده سهام شرکت‌ها پرداخته شده است. همان‌طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دوربین-واتسون نیز مؤید عدم وجود خود همبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره بر میزان بازده سهام رابطه مثبت و حاکمیت شرکتی تأثیر منفی دارند. در عین حال ضرایب به دست آمده در سطح خطای ۵ درصد قابل پذیرش نمی‌باشد. نسبت بدهی نیز بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیر منفی دارد.

جدول (۱۱): آزمون مدل پنجم

RETURN <sub>it</sub> =α+β <sub>1</sub> BOARD_SCORE <sub>it</sub> +β <sub>2</sub> CG_SCORE <sub>it</sub> +β <sub>3</sub> SIZE <sub>it</sub> +β <sub>4</sub> LEV <sub>it</sub> +ε <sub>it</sub>			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
.۰,۰۵	۱,۹۵	۰,۷۲	C
.۰,۸۹	۰,۱۳	۰,۰۰۸	BOARD_SCORE
.۰,۰۸	-۱,۷۲	-۰,۰۶	CG_SCORE



۰,۹۱	-۰,۱۱	-۰,۰۰۷	SIZE
*۰,۰۰۰	-۵,۳۸	-۰,۴۱	LEV
۰,۰۴			Adjusted R-squared
۸,۱۱			F-statistic
۰,۰۰۰			Prob(F-statistic)
۲,۱۹			D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد

### آزمون مدل ششم

در زیر نتیجه آزمون مدل ششم با استفاده از داده‌های اثرات مشترک ارائه شده است. در این مدل تأثیر ساختار هیات مدیره و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی بررسی شده است. همان‌طور که در این نگاره مشاهده می‌شود، معنی‌داری کل مدل در سطح خطای ۱ درصد تأیید می‌شود. نتایج آزمون دوربین-واتسون نیز مؤید عدم وجود خودهمبستگی بین جملات اخلاقی است. ساختار هیات مدیره و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر محافظه‌کاری غیرشرطی به ترتیب دارای تأثیر منفی و مثبت هستند. در عین حال ضرایب به دست آمده برای ساختار هیات مدیره، فاقد معناداری کافی می‌باشد. متغیرهای کنترل که شامل اندازه شرکت و نسبت اهرمی هستند دارای تأثیر منفی هستند.

جدول (۱۲): آزمون مدل ششم

$MTB_{it} = \alpha + \beta_1 BOARD\_SCORE_{it} + \beta_2 CG\_SCORE_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \epsilon_{it}$			
Prob.	t-Statistic	Coefficient	شرح
*۰,۰۰۰	۶,۵۱	۲,۴۲	C
۰,۷۶	-۰,۲۹	-۰,۰۲	BOARD_SCORE
*۰,۰۰۰	۴,۶۴	۰,۱۳	CG_SCORE
۰,۱۱	-۱,۵۸	-۰,۱	SIZE
*۰,۰۰۰	-۶,۴۲	-۰,۶۷	LEV
۰,۰۸			Adjusted R-squared
۱۶,۲۳			F-statistic
۰,۰۰۰			Prob(F-statistic)
۱,۸۹			D.W

\* معنادار در سطح خطای ۱ درصد

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش

در این تحقیق تأثیر متغیرهای ساختار هیات مدیره و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر معیارهای عملکرد مالی و محافظه‌کاری غیرشرطی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. متغیرهای ساختار سرمایه در این تحقیق شامل دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیات مدیره، استقلال مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی شامل تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و کیفیت حسابرس مستقل بودند. معیارهای عملکرد مالی نیز سود تقسیمی هر سهم، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت کیو تو بین و بازده سهام هستند. برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون‌های ایم، شین، پساران و فیلیس،

پرونده استفاده شد. همچنین برای معنادار بودن مدل از آزمون آرچ و آزمون LM استفاده شد. برای برازش مدل داده‌های ترکیبی از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده گردید. نتایج تحقیق نشان داد که ساختار هیات مدیره بر نسبت کیو توپین تأثیر مثبت دارد. در عین حال نتایج به دست آمده برای سایر متغیرها در سطح معنی‌داری ۹۵ درصد، معنی‌دار نیست. حاکمیت شرکتی نیز بر معیارهای سود تقسیمی، نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، محافظه‌کاری غیرشرطی تأثیر مثبت دارد. ولی نتایج به دست آمده برای نسبت Q توپین و بازده سهام، در سطح معنی‌داری ۹۵ درصد معنی‌دار نیست. با توجه به نتایج به دست آمده به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود، در زمان اخذ تصمیمات اقتصادی به متغیرهای مالی توجه داشته و به محققین توصیه می‌گردد در تحقیقات آینده اثرات ساختار مدیریتی و ساختار سرمایه را در تدوین مدل‌های خود مد نظر داشته باشند. به سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه پیشنهاد می‌شود که قبل از سرمایه‌گذاری علاوه بر توجه به ساختار هیات مدیره و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی آن‌ها به معیارهای عملکرد شرکت نیز که در این پژوهش معرفی گردید، توجه نمایند.

### پیشنیهایی برای پژوهش های آتی

۱. توصیه می‌شود با توجه به امکان سوء استفاده مدیران جهت تغییر در وضعیت مالی شرکت، تأثیر ساختار هیات مدیره را بر سایر عوامل دیگر و رای معیارهای عملکرد مورد بررسی قرار گیرد.
۲. توصیه می‌گردد با استفاده از مدل ارائه شده برای تخمین ساختار هیات مدیره در این پژوهش اقدام به بررسی سایر عوامل تأثیرگذار بر معیارهای عملکرد و بسط مدلی با توان پیش بینی بالاتر اقدام گردد.

### منابع

- ✓ بادآور نهنندی، یونس، برادران حسن زاده، رسول، محمود زاده باغبانی، سعید، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، تحقیقات حسابداری، دوره ۳، شماره ۹، صص ۱۳۰-۱۴۵.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- ✓ حساس یگانه، یحیی، احمدی، مرتضی، (۱۳۹۲)، رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و محافظه‌کاری، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۲۹-۵۲.
- ✓ قائمی، محمدحسین، شهریار، مهدی، (۱۳۸۸)، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۱۳-۱۲۸.
- ✓ قالیباف اصل، حسن، رضایی، فاطمه، (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳، صص ۳۳-۴۸.
- ✓ کرمی غلامرضا، حسینی، سیدعلی، حسنی، عباس، (۱۳۸۹)، بررسی برخی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، دوره ۲، شماره ۷، صص ۲۰-۴۱.
- ✓ مراد زاده فرد، مهدی، بنی مهد، بهمن، دیندار یزدی، مهدی، (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین محافظه کاری و نظام راهبری شرکتی، حسابداری مدیریت، دوره ۴، شماره ۸، صص ۸۹-۱۱۵.

- ✓ مهرانی، کاوه، صفرزاده، محمد حسین، (۱۳۹۰)، تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۷، صص ۶۸-۹۸.
- ✓ مهربانی، مهدی، زلفی، حسن، ملیحی، سیدعلی، (۱۳۹۴)، بررسی ویژگی‌های هیات مدیره بر محافظه‌کاری حسابداری، دانش حسابداری، دوره ۴، شماره ۵۸، صص ۱۷۱-۱۸۸.
- ✓ نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۴، صص ۸۳-۱۰۰.
- ✓ نیکبخت، محمدرضا، سیدی، سیدعزیز، هاشم الحسینی، روزبه، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر عملکرد شرکت. پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۲، شماره ۱، صص ۲۵۱-۲۷۰.
- ✓ Antonio L, S. S. & Miller, (2012), Do Increased corporate governance, audit stements audited by a large Azchharmvssh unwilling to commit the management of operational profits through accounting choices or decisions, Accounting Forum 38 (1), 38- 54.
- ✓ Ask. Joakim and Holm. Mattias LJ, (2016), Audit Fee Determinants in different Ownership Structures, Uppsala University Department for Business Studies Supervisor Mattias Hamberg Master thesis in Accounting Auditing and Business Analysis, 30 Credits Spring Semester.
- ✓ Desnder, C. R., & Steiner, T. L. (2011), Managerial ownership and agency conflicts: A non linear simultaneous equation analysis of managerial ownership, risk taking, debt policy, and dividend policy, Financial Review, 34, 119-136.
- ✓ Dechow, P.M, R.G.Sloan, &A.P.Sweeney, (1995), Detecting Earning Management, Accounting Review, April, 193-225.
- ✓ Defond, M.L, J.R.Francis, and T.J.Wong, (2000), Auditor industry specialization and market segmentation: Evidence from Hong Kong. AUDITING: A Journal of practice & Thory; Spring, 49-66.
- ✓ Ferguson, A., Lennox, C. & Taylor, S. (2011), Audit Fee Rigidities in the Presence of Market Frictions: Evidence and Explanations, Working paper, University of New South Wales.
- ✓ Gul, Ferdinand A., J.Tsui, Charles J.P.Chen, (1998), Agency Costs and Audit Pricing: Evidence on Discretionary Accruals, Working paper, City University of Hong kong.
- ✓ Kim, Y., Li, H., & Li, S, (2011), CEO Equity Incentives and Audit Fees, aaahq.org /AM2011/abstract.cfm? SubmissionID=2344.
- ✓ Jensen, M.C., Meckling, W, (1976), Thory of the firm: Managrial behavior, agency costs , and capital structure, Jurnal of Financail Economics, 3, 305-360.
- ✓ Menon, K. & D Williams, (2000), Long term trends in audit fee, Auditing a Journal of practice and Thory, March, 20 (1), 115-136.
- ✓ Namazi, M. (1985), Thorytical Developments of Principal Agent Employment Contract In Accounting: the Stste of the Art, Jurnal Of Acconting Literatuer, 4, 113-163.
- ✓ Nikkinen, Jussi & Petre Sahlstrom, (2005), Risk in Audit pricing: The Role of Firm-Spasific Dimensions of Risk, Advance in International Acconting, 19, 141-151.
- ✓ Palmrose, Z, (1986), Audit fees and auditor Size: Further evidence, Jurnal of Acconting research, 24, 97-110.

- ✓ Rahman Khan, A. & Mahboob Hossain, D. & Siddiqui, j, (2011), Corporate Ownership Concentration and Audit Fees: The Case of an Emerging Economy, *Advance in Accountin*, incorporating *Advances in International Account*, 27 (1), 125–131.
- ✓ Seok Woo Jeong, Kyueon Jung, Suk -Jun Lee; The effect of mandatory Auditor assignment and non -audit service on audit fees: Evidence from Korea *International Journal of Accounting*, 40, (2005), 233-248.
- ✓ Simunic, D.A., (1980), the pricing of Audit Services: Thory and Evidence: *Jurnal of Acconting research*, Spring, 161-190.
- ✓ Sunder, Shyam, (1997), *Thory of Accounting & Control*, USA, Cincinnati: Southwest College.
- ✓ Sharma, S.S, (2016), Market response to product-strategy and capital-expenditure announcements in Singapore: Investment opportunities and free cash flow, *Financial Management*, 26, 82-88.
- ✓ Taylor, Mark .h. & Daniel T, Simon. (1999), Determinats of Audit Fee: The I mportance of Litigation, Disclosure and Regulatory Burdens in Audit Engagements in 20 Countries, *The International Journal of Accounting*, 34, 3, 375-388.

