

## The Effect of Corporate Governance on Corporate Performance in Moral Hazard Circumstances

*Sadaf Nakhjavani*<sup>۱</sup>  
*Bitā Delnavaz Asghari*<sup>۳\*</sup>

(Receipt: ۲۰۲۳,۰۹,۲۶- Acceptance: ۲۰۲۳,۰۹,۲۸)

### Abstract

Following the separation of the management of companies from their ownership and the creation of representation issues, as well as the increase of information asymmetry between managers and owners, the issue of the quality of internal controls and the corporate governance system has become very important and can act as a tool to protect the interests of interest groups. and enable the correct use of management resources for optimal investment with the aim of maximizing the wealth of the owners and providing efficiency. This research aims to study an aspect of the economic consequences of the position of corporate governance in Iran, and examines the impact of corporate governance on the performance of the company in the conditions of moral hazard in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In this regard, ۱۱۰ companies were selected for the period of ۲۰۱۶-۲۰۲۱. The purpose of applied research and its methodology is post-event type. The combined data approach has been used to test the research hypotheses. Eviews statistical software was used to test research hypotheses. The results showed that corporate governance mechanisms improve the company's performance. Also, when moral risks are high, the existence of corporate governance mechanisms improves performance.

**Key Words:** Corporate Governance, Company Performance, Moral Hazard.

---

۱. Master's student in accounting, Islamic Azad University, Tabriz Branch, Iran [sadafnakhjavani@gmail.com](mailto:sadafnakhjavani@gmail.com) .

۲. Lecturer of accounting Department, Islamic Azad University, Tabriz branch, Iran.

\*.corresponding author: [Delbita۱۳۰۸@yahoo.com](mailto:Delbita۱۳۰۸@yahoo.com)

## تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرایط مخاطرات اخلاقی

صدف نخجوانی<sup>1</sup>  
بیبا دلنواز اصغری<sup>2\*</sup>

(دریافت: 1402/07/04-پذیرش نهایی: 1402/07/06)

### چکیده

به دنبال تفکیک مدیریت شرکتها از مالکیت آنها و ایجاد مسائل نمایندگی و نیز افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان، موضوع کیفیت کنترل‌های داخلی و سیستم حاکمیت شرکتی اهمیت بسیار زیادی یافته است و می‌تواند به عنوان ابزار مراقبت از منافع گروه‌های ذینفع عمل نموده و موجبات استفاده صحیح مدیریت از منابع برای سرمایه‌گذاری بهینه و با هدف حداکثرسازی ثروت مالکان و بهبود عملکرد را فراهم نماید. این پژوهش با هدف مطالعه جنبه‌ای از پیامدهای اقتصادی جایگاه حاکمیت شرکتی در ایران به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرایط مخاطرات اخلاقی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در این راستا، تعداد 110 شرکت برای دوره زمانی 1395-1400 انتخاب گردید. هدف پژوهش کاربردی و روش‌شناسی آن از نوع پس‌رویدادی است. از رویکرد داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار آماری Eviews استفاده شد. نتایج نشان داد که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شوند. همچنین زمانی که مخاطرات اخلاقی بالا است، وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت، مخاطرات اخلاقی

1. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، ایران [sadafnakhjavani@gmail.com](mailto:sadafnakhjavani@gmail.com)

2. مدرس گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تبریز، ایران

\* نویسنده مسئول: [Delbita1358@yahoo.com](mailto:Delbita1358@yahoo.com)

## مقدمه

حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیسم‌های هدایت و کنترلی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی می‌باشد که تعادل مناسب و معقولی میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت‌مدیره از سوی دیگر برقرار می‌نماید. سیستم حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این سیستم قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرآیندهای تصمیم‌گیری در شرکت اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی باعث کاهش مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود. کیفیت این مکانیسم‌ها امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکتی دیگر متفاوت است و فرض می‌شود که در کلیه مراحل ارزش‌آفرینی در شرکت وجود داشته است (وهبا، 2013).

از این رو به نظر می‌رسد که وجود سهامداران نهادی کوتاه مدت گرا و بلندمدت گرا تأثیر متفاوتی بر رفتار مدیریت سود شرکت‌ها داشته باشد. با توجه به اینکه سهام داران نهادی بلندمدت‌گرا دید بلند مدتی دارند بهتر می‌توانند فعالیت‌های مدیران در جهت افزایش منافع شخصی را کنترل کنند. همچنین به نظر می‌رسد افزایش رقابت در بازار محصول به دلیل افزایش عدم تقارن اطلاعاتی بتواند موجب تمایل بیشتر مدیران به سمت دستکاری سودهای شرکت شود (مولر و اونر، 2006). تئوری نمایندگی و تحقیقاتی که متعاقب آن در اقتصاد انجام شده بر ساختار مالکیت تأکید دارند. نظریه‌پردازان اقتصاد و مالیه نوین با در نظر گرفتن این فرض که واحدهای تجاری در نهایت از آن مصرف‌کنندگان می‌باشند، هدف طبیعی یک واحد تجاری را حداکثرکردن سود می‌دانند. در این خصوص تئوری نمایندگی مدعی است وزنی که مدیران به سودآوری می‌دهند، تابع میزان سهمی است که مدیران در واحد تجاری دارند تحقیقات بعدی نشان داد که در عمل توزیع مالکیت بین تعداد زیادی از افراد، همراه با حمایت‌های قانونی و نظارت اعتبار دهندگان می‌تواند نیروی محرکه واحد تجاری برای حداکثر کردن سود باشند (ماسولیس و همکاران، 2007).

## چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

نظام راهبری شرکت، در برگرفته 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 سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد. حاکمیت شرکتی معمولاً به عنوان روشی برای هدایت، سازماندهی و کنترل شرکت درک می‌شود. حاکمیت شرکتی سیستمی است که برای هدایت حرفه‌ای شرکت بر اساس اصول حاکمیت شرکتی خوب طراحی شده است. اصول حاکمیت شرکتی خوب عبارتند از: شفافیت، پاسخگویی، مسئولیت‌پذیری، استقلال و انصاف. عملکرد حاکمیت شرکتی به شدت تحت تأثیر طرف‌های درگیر در سیستم مدیریت یک شرکت مانند سهامداران، سرمایه‌گذاران، طلبکاران، کارمندان و دولت است. انتظار می‌رود حاکمیت شرکتی خوب عملکرد شرکت را افزایش دهد. هدف اصلی اجرای حاکمیت شرکتی خوب، بهینه‌سازی ارزش برای سهامداران و ذینفعان در بلندمدت است (مهادو و سائون، 2019). این تحقیق سعی دارد ثابت کند که حاکمیت شرکتی که به خوبی اجرا شود می‌تواند عملکرد شرکت را بهبود بخشد. به طور کلی، این مطالعه با هدف بررسی اینکه آیا مکانیسم‌ها و اصول حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد یا خیر. ایسکندر و همکاران (2012) در یک مقاله مهم و پر استناد، تأثیر حاکمیت شرکتی را بر عملکرد شرکت در طول دهه 1990 مطالعه کردند. آنها دریافتند که بازده سهام شرکت‌هایی که حقوق سهامداران قوی دارند، بر اساس ریسک تعدیل‌شده، 8.5 درصد در سال بهتر از بازده شرکت‌هایی با حقوق سهامداران ضعیف است. با توجه به این نتیجه، نگرانی‌های جدی را می‌توان در مورد

فرضیه بازار کارآمد مطرح کرد، زیرا این پورتفولیوها می‌توانند با داده‌های در دسترس عموم ساخته شوند. در حوزه سیاست، طرفداران حاکمیت شرکتی به طور برجسته این نتیجه را به عنوان شواهدی ذکر کرده‌اند که حاکمیت شرکتی کارا که توسط این محققان اندازه‌گیری شده است تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد (باقات و بلتون، 2008).

سه راه جایگزین برای تفسیر عملکرد بازده برتر شرکت‌هایی با حقوق سهامداران قوی وجود دارد. اولاً، این نتایج می‌تواند مختص دوره نمونه باشد. از این رو، شرکت‌هایی با حقوق سهامداران قوی در دهه جاری 2000 ممکن است عملکرد بازدهی بالاتری از خود نشان نداده باشند. در واقع، در یک مقاله بسیار جدید، اندرسون و همکاران (2003) با دقت مستند می‌کنند که در دهه جاری بازده سهام شرکت‌هایی که حقوق سهامداران قوی دارند، از شرکت‌هایی که حقوق سهامداران ضعیفی دارند بهتر عمل نمی‌کند. دوم، تعدیل ریسک ممکن است به درستی انجام نشده باشد. به عبارت دیگر، عامل حاکمیت ممکن است با برخی از عوامل خطر غیرقابل مشاهده مرتبط باشد. سوم، رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد ممکن است درونزا باشد و شک و تردیدهایی را در مورد توضیح علیت ایجاد کند. مجموعه قابل توجهی از ادبیات نظری و تجربی در حسابداری و امور مالی وجود دارد که روابط بین حاکمیت شرکتی، گردش مالی مدیریت، عملکرد شرکت، ساختار سرمایه شرکت، و ساختار مالکیت شرکتی را در نظر می‌گیرد. از این رو، از دیدگاه اقتصادسنجی، برای مطالعه رابطه بین هر دو از این متغیرها باید سیستمی از معادلات همزمان را فرموله کرد که روابط بین این متغیرها را مشخص کند.

یک رشته مرتبط از ادبیات وجود دارد که ویژگی‌های هیئت مدیره شرکت را به عنوان عوامل تعیین کننده مهم حاکمیت شرکتی در نظر می‌گیرد: استقلال هیئت مدیره (هو و همکاران، 2012)، مالکیت سهام اعضای هیئت مدیره و اینکه آیا مناصب رئیس و مدیر عامل توسط یک فرد یا دو فرد متفاوت اشغال شده است. آیا یک مشخصه هیئت مدیره می‌تواند به تنهایی و بصورت جداگانه معیاری موثر برای حاکمیت شرکتی موثر باشد؟ در حالی که، در نهایت، این سوال تجربی است، در هر دو زمینه اقتصادی و اقتصادسنجی، ممکن است یک ویژگی هیئت مدیره واحد به عنوان معیاری موثر برای حاکمیت شرکتی باشد. هیئت مدیره شرکت‌ها قدرت اتخاذ یا حداقل تصویب کلیه تصمیم‌های مهم از جمله تصمیم‌گیری در مورد سیاست سرمایه گذاری، سیاست جبران خسارت مدیریت و خود حاکمیت هیئت مدیره را دارند. قابل قبول است که اعضای هیئت مدیره با مالکیت سهام مناسب انگیزه ای برای نظارت و نظارت مؤثر بر تصمیمات شرکتی مهم ذکر شده در بالا داشته باشند. از این رو استقلال یا مالکیت هیئت مدیره می‌تواند نماینده خوبی برای حاکمیت شرکتی خوب بصورت کلی باشد. در نهایت، در حالی که ویژگی‌های هیئت مدیره، مفاد منشور شرکت، و ویژگی‌های جبران خسارت مدیریت، حاکمیت شرکت را مشخص می‌کنند، ساخت یک شاخص حاکمیتی مستلزم وزن‌دهی متغیرهای فوق است. وزن‌هایی که یک شاخص خاص به ویژگی‌های هیئت مدیره، مفاد منشور و غیره اختصاص می‌دهد مهم است. اگر وزن‌ها با وزن‌هایی که شرکت‌کنندگان آگاه بازار در ارزیابی رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت استفاده می‌کنند، سازگار نباشد، استنباط‌های نادرستی در مورد رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت انجام می‌شود (هوانگ و وانگ، 2015).

مشکل مخاطرات اخلاقی، یکی از ابعاد مهم عدم تقارن اطلاعاتی می‌باشد و در مورد تصمیم‌گیری‌های استراتژیک بویژه در خصوص مدیران اجرایی شرکت‌ها آشکارتر است. مدیر اجرایی توسط مالکان شرکت استخدام می‌شود تا تصمیمات استراتژیک شرکت را اتخاذ و اجرا نماید. از جمله تصمیمات استراتژیک که مدیر اجرایی با آن روبرو است شامل قیمت‌گذاری محصولات شرکت، افزایش حجم تولید، توسعه یک استراتژی تحقیق و توسعه، انتخاب بازار مناسب برای رقابت و مواردی از این قبیل می‌باشد. هرگونه شکست مدیر اجرایی در انجام این تصمیمات، می‌تواند هزینه‌های قابل توجهی را برای صاحبان این شرکت‌ها تحمیل نماید (گریگوری، 2001). خطر اخلاقی مدیران می‌تواند به پیامدهای متعدد از جمله عدم نقدشوندگی سهام و کاهش ارزش شرکت منجر گردد. نقدشوندگی یک موضوع مهم برای اوراق بهادار معامله شده در بازارهای مالی

می‌باشد و به معنای امکان انجام معاملات با سرعت بالا، با هزینه اندک و بدون تأثیر قرار دادن شدید قیمت می‌باشد (فاسو و همکاران، 2016).

نتایج مطالعات صورت گرفته توسط مختاری (1400) و لین و همکاران (2012) حاکی از آن است که عدم تقارن اطلاعاتی بالاخص خطر اخلاقی مدیران باعث تضعیف عملکرد سهام می‌شود. ارزش شرکت می‌تواند برای مقایسه شرکت‌ها در یک صنعت مشابه یا برای تجزیه و تحلیل سرمایه‌گذاری‌ها مورد استفاده قرار گیرد (لوکو و همکاران؛ 2021). وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت و استفاده بهینه از آن‌ها، زمینه ساز توسعه فعالیت‌های شرکت می‌باشد و این موضوع به نوبه خود باعث افزایش ارزش شرکت می‌گردد. عدم تقارن اطلاعاتی و مشکلات نمایندگی باعث ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌گردد و این امر با تضعیف عملکرد مالی شرکت منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود (ناکابا‌یاشی، 2006).

فوسو و همکاران (2016) در پژوهشی به این نتیجه دست یافتند که عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت تأثیر منفی داشته و اهرم شرکت این اثر را کاهش می‌دهید. همچنین اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر ارزش شرکت در مورد شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالایی دارند، بیشتر است و بر عکس.

مارتین (2019) در پژوهشی تحت عنوان خطر اخلاقی در تصمیم‌گیری‌های استراتژیک به این نتیجه می‌رسد که سطح خطر اخلاقی را می‌توان با یک قرارداد مشوق بهبود بخشید و بهترین نوع پرداخت دستمزد به مدیر شامل گزینه‌های دارای ارزش پولی است. یافته پژوهش، کارایی مشوق‌های پولی به منظور همراه ساختن مدیران با منافع سهامداران و کاهش خطر اخلاقی مدیران را تأیید می‌نماید.

جول و همکارانش (2020) بر اساس تحقیقی که بر روی ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت در مورد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس مالزی انجام داده‌اند، به بررسی تأثیر تعداد جلسات هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، اندازه آن، میزان دانش مالی و حسابداری اعضای هیئت مدیره بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. آنها اطلاعات مالی و غیر مالی 700 شرکت را در بورس مالزی طی سال 2009 بررسی کردند. نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره تأثیری بر روی عملکرد شرکت ندارد این در حالی بود که اندازه هیئت مدیره و توانایی‌های مالی و حسابداری آنها ارتباط مثبتی با عملکرد شرکت داشتند. از طرفی آنها دریافته‌اند که سعی و تلاش هیئت مدیره برای برقراری جلسات بیشتر تأثیر معکوسی بر روی عملکرد شرکت دارد.

یئونگ و لئو (2021) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عدم شفافیت سود را در شرکت‌های چینی مورد بررسی قرار می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی با کاهش میزان عدم شفافیت سود در شرکت‌های چینی مرتبط است. علاوه بر این، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کاهش عدم شفافیت سود پس از اصلاحات قانون ساربنز-آکسلی تشدید می‌شود.

دان لو (2022) ارتباط بین مخاطرات اخلاقی و محیط اطلاعاتی شرکت را مورد بررسی قرار داد. وی بیان می‌کند که بسیاری از انگیزه‌های مدیران شرکت به قیمت سهام مربوط می‌شود. در نتیجه، یک شرکت می‌تواند محیط اطلاعاتی شرکتی خود را برای مقابله با مشکل مخاطرات اخلاقی مدیر خود طراحی کند. وی بیان کرد که افشای بهینه اطلاعات برای ایجاد انگیزه برای تلاش، نقش اساسی در ترغیب مدیران دارد، زیرا از مدیر در مقابل جنبه‌های منفی پروژه محافظت می‌کند و بازار منطقی سهام را برای مجازات عدم افشاء ترغیب می‌کند.

خدامی پور و همکاران (1393) در پژوهش خود به بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت با توجه به رقابت بازار پرداختند. در همین راستا آنها داده‌های مورد نیاز خود را از 120 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی 1383 تا 1389 استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده کرده‌اند. آنها

در پژوهش خود از نسبت اعضای غیرموظف، درصد مالکیت هیئت مدیره و تعداد اعضای هیئت مدیره به عنوان ویژگی‌های هیئت مدیره استفاده کرده‌اند. در همین راستا بود که شش فرضیه برای بررسی این موضوع در دو نمونه از شرکت‌های با رقابت در بازارهای قوی و ضعیف در نظر گرفته اند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که هیئت مدیره در هیچ یک از سطوح رقابتی تاثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد به عبارت دیگر در بازار ایران هیات مدیره فاقد کارایی لازم بوده و ارتباط آن با عملکرد شرکت تحت تاثیر رقابت بازار قرار نمی‌گیرد.

تقفی و طالبی نجف آبادی (1395) تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بر خلاف نظریه های مطرح شده، اصول حاکمیت شرکتی شامل وجود کمیته حسابرسی، تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با ارزش شرکتی که عرضه اولیه شده رابطه معناداری ندارد. به نظر می رسد رقابت در محیط بورس و اوراق بهادار تهران، به اندازه کافی نیست و ساختار کمیته‌های حسابرسی عمدتاً مشکل داشته و زیر نظر همان اداره کنندگان شرکت است و اختیارات منظور در منشور کمیته های حسابرسی عملاً غیر قابل اجرا است.

رضایی و محمدزاده (1397) تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. برای بررسی رابطه بین متغیرها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده دلالت بر این دارد که کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر معنی داری بر بازده کل دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان و ارزش شرکت دارد. همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر معنی‌داری بر بحران مالی ندارد.

قدرت اله برزگر و همکاران (1400) تاثیر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سیاست‌های تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج نشان دادند که سرمایه اجتماعی با سود تقسیمی رابطه مثبت و معناداری دارد و اما حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سود تقسیمی اثرگذار نیست. با توجه به وجود ارتباط مثبت و معنادار بین سرمایه اجتماعی و سود تقسیمی می‌توان اینگونه نتیجه گرفت که این متغیر خارج شرکتی در تصمیمات داخلی شرکت تاثیر دارد که می‌تواند به عنوان عاملی کمک کننده برای کاهش نظارت تلقی شده و بدین ترتیب می‌تواند هزینه‌های نمایندگی را نیز کاهش دهد.

### فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اصلی اول: مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت تاثیر دارد.
- فرضیه فرعی اول: بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی دوم: بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی سوم: بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه اصلی دوم: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی چهارم: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی پنجم: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.
- فرضیه فرعی ششم: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

### روش شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می‌دهند. به سبب تفاوت در افشای اطلاعات و ساختارهای راهبری شرکتی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، مؤسسات مالی، شرکت‌های هلدینگ و

لیزینگ از جامعه آماری پژوهش حذف شده‌اند. در این پژوهش شرکت‌هایی مد نظر قرار گرفتند که از شرایط ذیل برخوردار بودند:

1. به منظور همگن بودن نمونه سال مالی آنها پایان اسفند هر سال باشد؛
  2. برای مقایسه نتایج، شرکت‌ها طی سال‌های 1395 تا 1400 تغییر سال مالی نداده باشند؛
  3. تا پایان سال مالی 1395 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  4. اطلاعات تمام متغیرها در طول دوره پژوهش در دسترس باشد.
- با توجه به معیارهای ذکر شده، 110 شرکت (660 سال - شرکت) طی 6 سال جهت آزمون فرضیه‌ها انتخاب شدند.

### مدل و متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون فرضیه اول و دوم به ترتیب از رابطه 1 و 2 استفاده می‌شود:

$$QT_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{i,t} + \alpha_2 LEV_{i,t} + \alpha_3 AGE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در این رابطه:

$QT_{i,t}$ : عملکرد شرکت؛  $CG_{i,t}$ : حاکمیت شرکتی؛  $SIZE_{i,t}$ : اندازه شرکت؛  $LEV_{i,t}$ : اهرم مالی؛  $ROA_{i,t}$ : بازده دارایی. درآمدی نحوه اندازه‌گیری این متغیرها ارائه می‌شود:

رابطه 2)

$$i,t = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 MH_{i,t} + \beta_3 INDE = MH_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} QT$$

### حاکمیت شرکتی

برای سنجش حاکمیت شرکتی از سه شاخص استقلال اعضای هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و مالکیت مدیریتی استفاده می‌شود.

استقلال اعضای هیئت مدیره (BINDE): این متغیر نشان دهنده نسبت اعضاء غیرمؤلف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره می‌باشد. مدیر غیر مؤلف؛ عضو پاره وقت هیات مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد. به منظور اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرمؤلف هیأت مدیره از صورتجلسات مجامع عمومی برای کلیه شرکت‌های مورد بررسی جمع آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرمؤلف محاسبه شود (چن و همکاران، 2006).

تمرکز مالکیت (CONOWN): معیار وجود سهامداران بزرگ در یک شرکت را تمرکز مالکیت می‌گویند (رشید، 2014). سهامداران بزرگ، انگیزه‌های بیشتری برای نظارت مدیریت دارند، زیرا هزینه‌های مرتبط با نظارت مدیریت کمتر از منافع موردانتظار سهامداران بزرگ در شرکت است. در شرکت‌های با مالکیت متمرکز هیئت مدیره و سهامداران بزرگ یا سهامداران عمده می‌توانند به عنوان ناظرینی عمل کنند که قادر به افزایش کیفیت مدیریت و نیز ارتقای سطح کارایی شرکت باشند (مولر و پیو، 2007). رامسی و بلیر (1993) نشان دادند که تمرکز مالکیت زیاد انگیزه‌های کافی را برای سهامداران بزرگ جهت نظارت مدیران فراهم می‌کند.

برای محاسبه تمرکز مالکیت نهادی از شاخص هرfindال - هریشمن استفاده شده است. شاخص هرfindال - هریشمن شاخص اقتصادی است که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌گردد. بدین ترتیب درصد سهام هر یک از مالکان نهادی به توان دو رسیده و با هم جمع می‌شوند:

$$\text{رابطه 3)} \quad \text{MANOWN} = (\text{درصد مالکیت هر نهاد})^2$$

مالکیت مدیریتی (MANOWN): مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام متعلق به مدیران شرکت تعریف می‌شود. مالکیت مدیریتی به عنوان درصد سهام در اختیار مدیران داخلی شرکت تعریف می‌شود. مالکیت مدیریتی به طور گسترده‌ای در ادبیات پیشین همانند یک سازوکار حاکمیت شرکتی در جهت همسو کردن منافع عمل می‌کند (اسکندر و همکاران، 2012). مالکیت مدیریتی باعث مشارکت فعال مدیران در راهبری جریان‌های نقد آزاد شرکت برای اطمینان از سرمایه‌گذاری در طرح‌های دارای ارزش افزوده، می‌شود. مالکیت مدیریتی نقش با اهمیتی را در اطمینان دهی نسبت به استفاده درست از جریان‌های نقد آزاد در طرح‌های سودآور بلندمدت و حداکثرسازی منافع سهامداران، ایفا می‌کند. بر اساس نظریه نمایندگی، مالکیت مدیریتی به تامین منافع هر دوی مدیران و مالکان کمک می‌کند (فلوراکیس و همکاران، 2014). این متغیر بصورت مجموع درصد سهام هر یک از اعضای هیئت مدیره در شرکت محاسبه می‌شود. نحوه تعیین مالکیت اعضای هیئت مدیره برای هر یک از شرکت خاص به صورت رابطه زیر است: تعداد سهام در اختیار هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل سهام منتشره شرکت.

### متغیر وابسته: عملکرد شرکت

عملکرد شرکت حاصل فعالیت‌ها و بازده سرمایه‌گذاری‌های آن در یک دوره معین است. در ادبیات مالی برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از معیارهای متفاوتی مانند بازده دارایی‌ها، شاخص توبین، بازده سرمایه‌گذاری‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم استفاده می‌شود. که هر کدام از این معیارها دارای مزایا و محدودیت‌هایی هستند. در این تحقیق از شاخص کیوتوبین به عنوان عملکرد مالی شرکت استفاده شده است. شاخص کیوتوبین از جمله شاخص‌هایی است که اولین بار توسط جیمز توبین (1969) به منظور اندازه‌گیری ارزش شرکت‌ها مطرح گردید. در حال حاضر در مباحث مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری از اشکال مختلف این شاخص بصورت گسترده برای اندازه‌گیری ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استفاده می‌شود (ساکار و همکاران، 2008). شاخص فوق بیانگر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت است. که برای محاسبه آن از رابطه 4 استفاده شده است:

$$\text{رابطه 4)} \quad \text{QTOBIN} = \frac{\text{MV}_{it} + \text{DEBT}_{it}}{\text{BV}_{it}}$$

MV: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

DEBT: ارزش دفتری بدهی‌ها

BV: ارزش دفتری دارایی‌ها

MV: ارزش روز سهام \* تعداد سهام

متغیر تعدیل گر (مخاطرات اخلاقی): خطر اخلاقی مدیران به عنوان متغیر تعدیل گر پژوهش حاضر می‌باشد و برای سنجش آن از مدل عبدی گلزار و همکاران (1400) استفاده می‌گردد که به صورت رابطه (4) ارائه گردیده است. (رابطه 4)



$$\text{MoralHazard} = 0.283 \text{IOCONCENT} + 0.099 \text{EU} + 0.127 \text{HHI} + 0.070 \text{LEVERAGE} + 0.099 \text{FC} \\ + 0.111 \text{FCF} + 0.067 \text{CAPEX} + 0.093 \text{IRISK} + 0.051 \text{CLC}$$

**IOCONCENT**: از شاخ هرفیندال - هیرشمن برای محاسبه تمرکز مالکیت استفاده می‌گردد. در این شاخ بعد از اینکه درصد سهام هر یک از مالکین نهادی به توان دو رسید، با هم جمع می‌شوند. حاصل بین صفر تا یک است و هرچه به یک نزدیک تر باشد تمرکز بیشتر است.

**EU**: برای سنجش عدم اطمینان محیطی از ضریب تغییرات فروش استفاده می‌شود. زیرا با افزایش نوسان فروش، عدم اطمینان محیطی فعالیت شرکت افزایش می‌یابد.

**HHI**: انحصار در بازار محصول که از مجذور تقسیم فروش یک شرکت خاص در صنعت بخصوص به فروش یک صنعت بخصوص بدست می‌آید.

**LEVERAGE**: اهرم مالی که از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بدست می‌آید.

**FC**: محدودیت مالی: برای اندازه‌گیری محدودیت مالی از شاخص کاپلان و زینگالس (1997) استفاده شده است. بر اساس این شاخ محدودیت مالی ترکیبی خطی از 4 عام نسبت وجه نقد، سود تقسیمی، نسبت بدهی و ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است.

**IRISK**: ریسک درونی شرکت از طریق انحراف معیار باقیمانده های خاص از برآورد رگرسیون مدل بازار (CAPM) با استفاده از داده‌های بازدهی ماهانه در طول یک سال مالی محاسبه می‌شود.

**CLC**: چرخه عمر شرکت یک متغیر مجازی صفر یا یک است بدین معنا، شرکت‌هایی که در مراحل ظهور و رشد قرار دارند عدد صفر و شرکت‌های حاضر در مراحل بلوغ و افول عدد 1 می‌گیرند. در پژوهش حاضر برای تعیین مراحل چرخه عمر شرکت از مدل آنتونی و رامش (1992) استفاده می‌شود و از چهار متغیر نسبت سود تقسیمی، رشد فروش، مخارج سرمایه‌ای و سن شرکت به منظور تقسیم شرکت‌ها به مراحل چرخه عمر استفاده می‌شود. برای اندازه‌گیری شاخص مخاطرات اخلاقی ابتدا این شاخص از طریق متغیرهای ذکر شده محاسبه سپس از این شاخص میانه گرفته می‌شود به اعداد بالای میانه عدد 1 و به اعداد پایین میانه عدد صفر داده می‌شود. بنابراین، اعداد بالای میانه نشان دهنده بالا بودن خطر اخلاقی می‌باشند.

### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش از متغیرهای کنترلی زیر استفاده می‌شود این متغیرها رابطه تنگاتنگی با متغیر وابسته عملکرد شرکت دارند:

**SIZE<sub>i,t</sub>** (اندازه شرکت): لگاریتم طبیعی کل فروش شرکت در سال  $t$

اندازه شرکت میزان بزرگی و کوچکی دارایی‌های شرکت را نشان می‌دهد. مطابق اظهارات چن و همکاران و هاتن و همکاران (2009) شرکت‌های بزرگ به دلیل افزایش معامله و همچنین سودآوری بیشتر و دسترسی به وجه نقد بالا، توانایی بیشتری در بهبود عملکرد دارند.

**LEV<sub>i,t</sub>** (اهرم مالی): نسبت کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها در سال  $t$

اهرم مالی یکی از متغیرهای مهم در ساختار سرمایه شرکت است که میزان ریسک شرکت را نشان می‌دهد. انتظار می‌رود که بین اهرم مالی و عملکرد شرکت نقش دوگانه‌ای وجود داشته باشد. بدین ترتیب، شرکت‌هایی که اقدام به اخذ وام می‌کنند سعی می‌کنند معمولاً با بدهی‌های زیادی روبه رو هستند که این امر موجب می‌شود که عملکرد شرکت در دوره مورد بررسی بطور معکوسی تحت تأثیر قرار گیرد. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که وام‌ها را اتخاذ می‌کنند این وام‌ها را در عملیات شرکت سرمایه‌گذاری کنند که موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود.

$AGE_{i,t}$  (سن شرکت): مدت فعالیت شرکت از سال تاسیس تا دوره مورد بررسی در سال  $t$

سن شرکت قدمت و اعتبار شرکت را نشان می‌دهد به طوری که شرکت‌هایی با سن بالاتر عملکرد بهتری دارند زیرا این شرکت‌ها به دوره بلوغ خود رسیده‌اند و از سودهای سرشاری برخوردار هستند.

$ROA_{i,t}$  (بازده دارایی): سود عملیاتی تقسیم بر جمع کل دارایی‌های شرکت در سال  $t$

بازده دارایی نشان دهنده این حقیقت است که از جمع دارایی‌های شرکت چقدر می‌توان در سال جاری سود برد. در واقع ان شاخص میزان سودآوری شرکت را نشان می‌دهد. با توجه به این که بازده دارایی عملکرد شرکت را نشان می‌دهد افزایش عملکرد شرکت به معنای بهبود عملیات شرکت است. از این رو زمانی که بازده دارایی افزایش یابد انتظار می‌رود که عملکرد شرکت بهبود یابد.

### یافته‌های پژوهش

جدول 1 آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. میانگین مالکیت مدیریتی، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت به ترتیب برابر 0/420، 0/552 و 0/675 است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانگین عملکرد شرکت نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد نظر به طور میانگین 18/5 درصد از طریق استفاده از دارایی‌ها از طریق بکارگیری دارایی‌ها اقدام به تولید سود کرده‌اند. میانگین فرصت‌های رشد نیز نشان می‌دهد ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بیشتر از ارزش دفتری آن است.

جدول (1): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکتها

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
عملکرد شرکت (کیو توبین)	1/640	1/324	0/881	0/721	7/106
مالکیت مدیریتی	0/420	0/320	0/221	0/015	0/625
استقلال هیات مدیره	0/552	0/6000	0/2000	0/2000	0/8000
تمرکز مالکیت	0/475	0/337	0/185	0/061	0/695
اندازه شرکت	11/92	11/85	0/697	10/265	14/965
اهرم مالی	0/653	0/642	0/285	0/058	2/775
بازده دارایی	0/185	0/136	0/171	-0/148	0/714
لگاریتم سن شرکت	3/325	2/850	0/496	1/459	4/630

جدول (2) فراوانی متغیر مخاطرات اخلاقی را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که 45/9 درصد شرکت‌ها دارای مخاطرات اخلاقی بالا هستند در حالی که 54/1 درصد شرکت‌ها دارای مخاطرات اخلاقی پایین هستند.

جدول (2) توزیع فراوانی متغیر مخاطرات اخلاقی

مقادیر متغیر	فراوانی هر طبقه	درصد هر طبقه	درصد تجمعی
0 (مخاطرات اخلاقی پایین)	357	54/1	54/1
1 (مخاطرات اخلاقی بالا)	303	45/9	100
کل	660	100	

### آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

نتایج آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن برای فرضیه‌های پژوهش در جدول (3) ارائه شده است:

گام اول: تشخیص همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون لیمر (چاو)

جدول (3). نتایج آزمون F لیمر (همسانی عرض از مبدأ مقاطع)

نتیجه آزمون	P-Value	Statistic	مدل آزمون	فرضیه صفر ( $H_0$ )
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	5/308	فرضیه اول	عرض از مبدأ تمامی مقاطع با هم یکسان است
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	6/209	فرضیه دوم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	7/745	فرضیه سوم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	5/943	فرضیه چهارم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	5/157	فرضیه پنجم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	6/068	فرضیه ششم	

در آزمون F لیمر، فرضیه  $H_0$  استفاده از روش داده‌های تلفیقی را در مقابل فرضیه  $H_1$  یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی نشان می‌دهد. با توجه به سطح معناداری به دست آمده از جدول 4، نتیجه این آزمون بیانگر این مطلب است که مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی بوده، بنابراین استفاده از روش‌های داده‌های تابلویی برای هر 6 مدل مناسب تر است. بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی توسط آزمون لیمر، آزمون هاسمن انجام گرفت. در این آزمون در صورت پذیرفته شدن  $H_0$  از مدل اثرات تصادفی و در صورت پذیرفته شدن  $H_1$  از مدل اثرات ثابت استفاده می‌گردد. خلاصه نتایج آزمون هاسمن به شرح نگاره 4 ارائه شده است:

جدول (4). نتایج آزمون هاسمن (انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی)

نتیجه آزمون	P-Value	آماره کای دو	مدل آزمون	فرضیه صفر ( $H_0$ )
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	20/421	فرضیه اول	تفاوت در ضرایب سیستماتیک نیست. (مدل اثرات تصادفی است)
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	26/566	فرضیه دوم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	28/621	فرضیه سوم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	27/450	فرضیه چهارم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	29/648	فرضیه پنجم	
فرض $H_0$ رد می شود	0/000	33/926	فرضیه ششم	

همانطور که نتایج جدول 4 نشان می‌دهد، مقدار این آماره برای تمام مدل‌ها غیر معنی‌دار است و سطح معنی‌داری گزارش شده در جدول 4 برای 6 مدل کمتر از 0/05 است و بیانگر رد فرضیه  $H_0$  و پذیرش فرضیه  $H_1$  در سطح اطمینان 95 درصد بوده و بر استفاده از روش اثرات ثابت دلالت دارد.

### آزمون فرضیه اول

این فرضیه بیان می‌دارد، بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه  $H_0$ : بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه  $H_1$ : بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول 5 نشان می‌دهد که بین استقلال هیات مدیره و عملکرد شرکت ارتباط مثبت (0/149) و معنی‌داری (0/000) وجود دارد. بنابراین فرضیه اول در سطح معنی‌داری 5 درصد پذیرش می‌شود. بنابراین با افزایش استقلال اعضای هیات مدیره، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 54/9 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر مستقل استقلال هیات مدیره و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/05 می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی اول مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 5) ارتباط بین استقلال هیات مدیره و عملکرد شرکت

SIZE <sub>it</sub> + e <sub>it</sub> = $\beta_0 + \beta_1 INDE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta$					
متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/028	-2/195	0/117	-0/258	ضریب ثابت
1/166	0/000	3/981	0/037	0/149	INDE <sub>it</sub>
1/025	0/015	2/427	0/026	0/064	LEV <sub>it</sub>
1/263	0/000	6/968	0/009	0/065	AGE <sub>it</sub>
1/367	0/017	-2/374	0/060	-0/143	ROA <sub>it</sub>
1/213	0/000	3/720	0/009	0/036	SIZE <sub>it</sub>
0/548					R <sup>2</sup> تعدیل شده
1/868					دوربین واتسون
8/028					F آماره
0/000					احتمال آماره F

## آزمون فرضیه فرعی دوم

این فرضیه بیان می‌دارد، بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه H<sub>0</sub>: بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه H<sub>1</sub>: بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول 6 نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط مثبت (0/210) و معنی‌داری (0/000) وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح معنی‌داری 5 درصد پذیرش می‌شود. بنابراین با افزایش تمرکز مالکیت، عملکرد سودآوری شرکت بهبود می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 55/4 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر مستقل تمرکز مالکیت و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/05 می‌باشد که

حاکمی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی دوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 6) ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت

متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
$SIZE_{it} + e_{it} \leq QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 COMOWN_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta$					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/241	-1/172	0/122	-0/143	ضریب ثابت
1/166	0/000	4/815	0/043	0/210	CONOWN <sub>it</sub>
1/025	0/014	2/450	0/026	0/064	LEV <sub>i,t</sub>
1/263	0/000	6/589	0/009	0/062	AGE <sub>i,t</sub>
1/367	0/023	-2/269	0/060	-0/136	ROA <sub>i,t</sub>
1/213	0/001	3/292	0/009	0/032	SIZE <sub>i,t</sub>
0/554					R <sup>2</sup> تعدیل شده
1/868					دوربین واتسون
8/196					F آماره
0/000					احتمال آماره F

### آزمون فرضیه فرعی سوم

این فرضیه بیان می‌دارد، بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه H<sub>0</sub>: بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه H<sub>1</sub>: بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم در جدول 7 نشان می‌دهد که بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط مثبت (0/062) و معنی‌داری (0/000) وجود دارد. بنابراین فرضیه سوم در سطح معنی‌داری 5 درصد پذیرش می‌شود. بنابراین با افزایش مالکیت مدیریتی، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 54/9 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر مستقل اندازه مالکیت مدیریتی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/05 می‌باشد که حاکمی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی سوم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 7) ارتباط بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت

متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
$SIZE_{it} + e_{it} \leq QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 MANOWN_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta$					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/014	-2/451	0/116	-0/284	ضریب ثابت
1/166	0/000	4/106	0/015	0/062	MANOWN <sub>it</sub>
1/025	0/021	2/311	0/026	0/061	LEV <sub>i,t</sub>

1/263	0/000	7/289	0/009	0/068	AGE <sub>i,t</sub>
1/367	0/006	-2/711	0/060	-0/164	ROA <sub>i,t</sub>
1/213	0/000	3/482	0/009	0/034	SIZE <sub>i,t</sub>
0/549					R <sup>2</sup> تعدیل شده
1/812					دوربین واتسون
8/051					F آماره
0/000					F احتمال آماره

### آزمون فرضیه چهارم

این فرضیه بیان می‌دارد، مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه H<sub>0</sub>: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه H<sub>1</sub>: مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول 8 نشان می‌دهد که مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت تاثیر منفی (-0/187) و معنی‌داری (0/015) وجود دارد. بنابراین فرضیه چهارم در سطح معنی‌داری 5 درصد پذیرش می‌شود. بنابراین در شرکت‌هایی با مخاطرات اخلاقی بالا، بهره‌گیری از اعضای هیئت مدیره مستقل موجب کاهش عدم تقار اطلاعاتی و بهبود عملکرد می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 55/8 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر تعاملی مخاطرات اخلاقی و استقلال هیئت مدیره مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/5 می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی چهارم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 8) تاثیر مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین استقلال اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت

$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 INDE_{it} + \beta_2 MH_{it} + \beta_3 INDE * MH_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/066	-1/838	0/117	-0/214	ضریب ثابت
1/166	0/000	4/304	0/014	0/063	INDE <sub>it</sub>
1/242	0/000	-5/184	0/039	-0/203	MH <sub>i,t</sub>
1/193	0/015	2/494	0/075	0/187	INDE <sub>it</sub> * MH <sub>it</sub>
1/156	0/025	2/242	0/026	0/058	LEV <sub>i,t</sub>
1/263	0/000	7/179	0/009	0/066	AGE <sub>i,t</sub>
1/367	0/009	-2/616	0/059	-0/154	ROA <sub>i,t</sub>
1/324	0/000	3/623	0/009	0/034	SIZE <sub>i,t</sub>
0/571					R <sup>2</sup> تعدیل شده
1/761					دوربین واتسون
8/574					F آماره
0/000					F احتمال آماره

### آزمون فرضیه پنجم

این فرضیه بیان می‌دارد، مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت تأثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه  $H_0$ : مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه  $H_1$ : مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم در جدول 9 نشان می‌دهد که مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت تأثیر مثبت (0/125) و معنی‌داری (0/013) وجود دارد. بنابراین فرضیه پنجم در سطح معنی‌داری 5 درصد پذیرش می‌شود. بنابراین با افزایش استقلال هیات مدیره در شرکت‌هایی با مخاطرات اخلاقی بالا، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 50/2 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر تعاملی مخاطرات اخلاقی بالا و استقلال هیات مدیره مستقل و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگر مستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/05 می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی پنجم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 9) تأثیر مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت

$QT_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONOWN_{it} + \beta_2 MH_{it} + \beta_3 CONOWN * MH_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + e_{it}$					
متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/266	-1/113	0/117	-0/130	ضریب ثابت
1/166	0/000	-5/540	0/106	0/590	CONOWN <sub>it</sub>
1/350	0/000	-4/369	0/037	-0/162	MH <sub>it</sub>
1/356	0/013	2/604	0/048	0/125	CONOWN <sub>it</sub> * MH <sub>it</sub>
1/265	0/008	2/646	0/026	0/068	LEV <sub>it</sub>
1/932	0/000	6/539	0/009	0/061	AGE <sub>it</sub>
1/251	0/038	-2/075	0/059	-0/122	ROA <sub>it</sub>
1/367	0/000	3/514	0/009	0/033	SIZE <sub>it</sub>
					R <sup>2</sup> تعدیل شده
					دوربین واتسون
					آماره F
					احتمال آماره F

### آزمون فرضیه ششم

این فرضیه بیان می‌دارد، مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت تأثیر دارد و فرضیه صفر و فرضیه مقابل به صورت زیر تنظیم می‌شود:

فرضیه  $H_0$ : مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود ندارد.

فرضیه  $H_1$ : مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت ارتباط وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ششم در جدول 10 نشان می‌دهد که مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت تأثیر مثبت (0/134) و معنی‌داری (0/028) وجود دارد. بنابراین فرضیه ششم در سطح معنی‌داری 5 درصد تایید می‌شود. بنابراین با افزایش مالکیت مدیریتی در شرکت‌هایی با مخاطرات اخلاقی بالا، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد.

ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود 56/6 درصد از تغییرات متغیر وابسته عملکرد شرکت توسط متغیر تعاملی مالکیت مدیریتی و مخاطرات اخلاقی و سایر متغیرها قابل تبیین است. آماره دوربین واتسون بین 1/5 و 2/5 بوده و می‌توان تایید نمود که خطاها یا تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده به وسیله مدل رگرسیون، از یکدیگرمستقل هستند. مقدار سطح معنی‌داری F برابر با 0/000 و کوچکتر از 0/05 می‌باشد که حاکی از معنی‌داری کل مدل است. همچنین در آزمون فرضیه فرعی ششم مقدار آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از 10 بود، بنابراین مشکل هم خطی بین متغیرهای پژوهش وجود نداشت.

جدول 11) تاثیر مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت

متغیر وابسته: عملکرد شرکت					
VIF	سطح معنی‌داری	t	ضرایب استاندارد نشده		متغیرها
			میزان خطا	ضریب	
-	0/341	-0/951	0/124	-0/118	ضریب ثابت
1/546	0/000	3/761	0/014	0/056	MANOWN <sub>it</sub>
1/567	0/000	-4/798	0/044	-0/213	MH <sub>it</sub>
1/675	0/028	2/271	0/059	0/134	MANOWN <sub>it</sub> * MH <sub>it</sub>
1/276	0/022	2/284	0/026	0/059	LEV <sub>it</sub>
1/865	0/000	6/645	0/009	0/062	AGE <sub>it</sub>
1/461	0/014	-2/458	0/060	-0/146	ROA <sub>it</sub>
1/456	0/001	3/201	0/009	0/031	SIZE <sub>it</sub>
		0/566			R <sup>2</sup> تعدیل شده
		1/814			دوربین واتسون
		8/419			F آماره
		0/000			F احتمال آماره

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مطابق با تئوری نمایندگی، مدیران اطلاعات برتری راجع به سودآوری و بازده مورد انتظار دارند به همین دلیل تضاد اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران شکل می‌گیرد. با این وجود مدیران می‌توانند بطور بالقوه تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهامداران نباشد. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی یک نقش گواهی‌دهی و تایید کنندگی برای واحدهای تجاری دارند و به عنوان یک میانجی بین مدیران و سهامداران عمل می‌کنند. از این رو، بدین ترتیب هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرایط مخاطرات اخلاقی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد که بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. در حقیقت زمانی که نظارت در سازمان افزایش یابد مدیران تلاش می‌کنند که منافع سهامداران را دنبال کنند زیرا درک می‌کنند که مکانیزم‌هایی عملکرد آنها را رصد می‌کند از این رو افزایش مکانیزم‌های نظارتی موجب بهبود عملکرد شرکت و کاهش تضادهای نمایندگی می‌شود. همچنین نتایج نشان داد که مخاطرات اخلاقی بر رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت تاثیر دارد. بدین ترتیب، زمانی که مخاطرات اخلاقی بالا است، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نقش فعال‌تر نسبت به زمانی که مخاطرات اخلاقی پایین است، دارند. بنابراین بهره‌گیری از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در چنین شرایطی موجب بهبود عملکرد شرکت از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و محدودسازی منافع شخصی می‌شود. نتایج سازگار با یافته‌های ژنگ و همکاران (2003)؛ مارتین (2008)، چن و همکاران (2010)، کوستاواسکای (2015)، فوسو و همکاران (2016) و یئونگ و لئو (2021) است. با توجه به نتایج پژوهش پیشنهادی پژوهش به شرح ذیل می‌باشد.



1. نتایج نشان می‌دهد که وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نقش ویژه‌ای در بهبود عملکرد شرکت دارد. از این رو به شرکت‌ها توصیه می‌شود که مکانیزم‌های نظارتی درون و برون سازمانی حاکمیت شرکتی را در شرکت مستقر کنند تا از تضییع حقوق سهامداران جلوگیری شود. وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موجب بهبود سیستم کنترل داخلی می‌شود و تا حد زیادی هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌شود زیرا نظارت مستمر در شرکت وجود دارد. از سوی دیگر، شرکت نیز دیگر نگران وضعیت صورت و سود و زیان خود نیستند و می‌دانند که درآمدها و هزینه‌ها به طور صحیح ثبت و گزارش می‌شود و هیچ راهی برای دستکاری سود وجود ندارد. سرمایه‌گذاران نیز می‌توانند با آسودگی خاطر بیشتری اقدام به سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با مکانیزم‌های موثر حاکمیت شرکتی کنند زیرا نظارت کافی بر اطلاعات منتشر شده از سوی شرکت وجود دارد.

2. به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود که مخاطرات اخلاقی را در شرکت مورد توجه اساسی قرار دهند زیرا وجود مخاطرات اخلاقی به رشد صحیح سودها آسیب می‌زند و در بلندمدت عملکرد شرکت را تضعیف می‌کند اما زمانی که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به طرز صحیح استقرار یابد افزایش مالکیت مدیریتی، تمرکز مالکیت و استقلال هیات مدیره می‌توانند اثرات منفی مخاطرات اخلاقی را خنثی کرده و موجب بهبود سودآوری شود. همچنین به بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌گردد که اقدامات اساسی جهت شناسایی شرکت‌هایی با مخاطرات اخلاقی بالا برگزیند و جهت خنثی‌سازی آن نیز مکانیزم‌های نظارتی مناسبی نیز توصیه نماید.



## منابع

- § برزگر، قدرت اله. کامیابی، یحیی. ابراهیمی، جمیل. (1400). تاثیر تعدیل کنندگی حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سرمایه اجتماعی و سیاست‌های تقسیم سود نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری مالی، 8 (1): 120-93.
- § ثقفی، علی. طالبی نجف آبادی، عبدالحسین. (1395). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های عرضه اولیه شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، 13 (50): 9-32.
- § خدای پور، احمد. قربانی، رامین. نیک کار، جواد و بزرایی، یونس. (1393). بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت در سطوح متفاوت رقابت بازار، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال 6، شماره 24.
- § رضائی، شاهده. محمدزاده، امیر. (1397). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت توسعه و تحول، 10 (32): 81-88.
- § عبدی گلزار، بهمن. بادآور نهندی، یونس. زینالی، مهدی. (1400). ارائه مدلی برای سنجش خطر اخلاقی مدیران بر مبنای داده‌های مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. 11 (4): 181-200.
- § مختاری، ویدا. (1400). مطالعه تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین همزمانی قیمت و نقدشوندگی سهام، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، 4 (39): 133-145.

Anderson, K., Deli, D., Gillan, S., r, (۲۰۰۳) “Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings”, SSRN Working Pape.

Bhagat, S. Bolton, B. (۲۰۰۸). Corporate governance and firm performance, Journal of Corporate Finance, ۱۴ (۳): ۲۵۷-۲۷۳.

Dan Lu, (۲۰۲۲). Moral Hazard and Corporate Governance, International Conference on Edge Computing and Applications (ICECAA).

Chen, G., Firth, M., Gao, D.N. and Rui, O.M. (۲۰۰۶), “Ownership structure, corporate governance, and fraud: evidence from China”, Journal of Corporate Finance, ۱۲ (۳): ۴۲۴-۴۴۸.

Dan Lou. (۲۰۲۲). Moral Hazard and the Corporate Information Environment, SSRN.

Florackis, CH., Kanas, A., Kostakis, A. (۲۰۱۴). Dividend Policy, Managerial Ownership and Debt Financing: A Non-Parametric Perspective, European Journal of Operational Research, doi: ۱۰.۱۰۱۶/j.ejor.۲۰۱۴.۰۸.۰۳۱.

Fosu, S., Danso, A., Ahmad, W., & Coffie, W. (۲۰۱۶). Information asymmetry, leverage and firm value: Do crisis and growth matter? International Review of Financial Analysis, ۴۶, ۱۴۰-۱۵۰.

- Gregory, H. J. (۲۰۰۱). International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice—Developing and Emerging Markets. New York, NY: Weil, Gotshal and Manges LLP.
- Hu, N., Li, X., Liu, L. and Tian, B. (۲۰۱۲), “Can government policies induce earnings management behavior? – evidence from Chinese public listed firms”, *Journal of International Financial Management and Accounting*, ۲۳ (۳): ۱۸۷-۲۰۷.
- Huang, Y.S. and Wang, C.J. (۲۰۱۵), “Corporate governance and risk-taking of Chinese firms: the role of board size”, *International Review of Economics and Finance*, ۳۷ (۲): ۹۶-۱۱۳.
- Iskandar, T. M., Bukit, R., and Sanusi, Z. M. (۲۰۱۲). The moderating effect of ownership structure on the relationship between free cash flow and asset utilization. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*. ۸ (۱): ۶۹-۸۹.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (۱۹۷۶). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure.” *Journal of Financial Economics*, ۳ (۴): ۳۰۵-۳۶۰.
- Johl, K. S., Kaur, S., & Cooper, B. J. (۲۰۱۵), Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Firms, *Journal of Economics, Business and Management*, ۳ (۲): ۲۳۹-۲۴۳.
- Kouki, M., Elkhaldi, A., Atri, H., Souid, S., (۲۰۱۱), "Does Corporate Governance Constrain Earnings Management? Evidence from U.S. Firms". *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, ۳۵ (۳): ۵۸-۷۱.
- Martin C. Byford. (۲۰۱۷), Moral Hazard in Strategic Decision Making, *International Journal of Industrial Organization*, ۳(۱): ۵۸-۷۹ Matthias Kiefer Edward A.E.
- Masulis, R., Wang, C. and Xie, F. (۲۰۰۷), “Corporate governance and acquirer returns”, *Journal of Finance*, ۶۲ (۴): ۱۸۵۱-۱۸۸۹.
- Mehhado, C. Saon, P. (۲۰۱۹). Real earnings management and corporate governance: a study of Latin America, *Economic Research*, ۳۳ (۱): ۴۲-۶۹.
- Mueller, E., and Spitz Oener, A. (۲۰۰۶). Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises. *German Economic Review*. ۷(۲): ۲۳۳-۲۴۷

- Nakabayashi, M. (۲۰۰۶). Moral Hazard in Corporate Governance, Corporate Governance in Japan, ۲ (۴): ۱۵-۲۳.
- Rashid, A. (۲۰۱۴). Revisiting Agency Theory: Evidence of Board Independence and Agency Cost from Bangladesh. Journal of Business Ethics. Working Paper. DOI ۱۰.۱۰۰۷/s۱۰۵۵۱-۰۱۴-۲۲۱۱-y.
- Sarkar, J., Sarkar, S. and Sen, K. (۲۰۰۸), “Board of directors and opportunistic earnings management: evidence from India”, Journal of Accounting, Auditing and Finance, ۲۳ (۴): ۵۱۷-۵۵۱.
- Wahba, H. (۲۰۱۳). Capital structure, managerial ownership and firm performance: evidence from Egypt, Journal of Management & Governance, ۱۸ (۴): ۱۰۴۱-۱۰۶۱.
- Yeung, W.H. Lento, C. (۲۰۲۰). Earnings opacity and corporate governance for Chinese listed firms: the role of the board and external auditors, Asian Review of Accounting, ۲۸ (۴): ۱-۲۹.

