

بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد نمازی¹ / زهره رئیسی² / سید مجتبی حسینی³

چکیده

پیچیدگی‌های مربوط به تضاد منافع مدیران و مالکان از یک سو و اهمیت آثار عملکرد شرکت بر سایر گروه‌های ذینفع از دیگر سو، دیر زمانی است که توجه همگان را به خود جلب کرده است و یافتن الگویی مناسب مشغله جدی بسیاری از افراد شده است. صاحب‌نظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود راهبری شرکت‌ها می‌دانند. هدف این تحقیق رتبه‌بندی شرکت‌ها از نظر راهبری شرکتی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران می‌باشد. در این پژوهش رتبه شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع حاوی 25 معیار از معیارهای راهبری شرکتی، اندازه‌گیری شده است. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت می‌باشد. بدین منظور اطلاعات سال 1388 مربوط به 90 شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه پژوهش آزمون گردید. نتایج پژوهش حاکی از آن است با وجود آنکه شرکت‌های عضو نمونه بطور متوسط 61٪ از معیارهای موجود در آیین نامه راهبری شرکتی ایران را رعایت کرده‌اند ولی هیچگونه رابطه معناداری بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران وجود ندارد.

واژگان کلیدی: راهبری شرکتی، شاخص راهبری شرکتی، بازده سهامداران، بازده فاما و فرنچ، بورس اوراق بهادار تهران.

طبقه‌بندی موضوعی: G30, G32, B26.

1. استاد حسابداری دانشگاه شیراز

2. آموزش‌شده فنی و حرفه‌ای سما، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شیراز

3. دانشجوی دکتری دانشگاه علامه طباطبائی و عضو هیئت علمی دانشگاه پیام نور، دانشکده مدیریت و حسابداری

مقدمه

راهبری شرکتی یکی از رایجترین عبارات در واژگان تجارت جهانی در شروع هزاره جدید شده است. بحران‌های مالی در آمریکا، اروپا و آسیا و به ویژه فروپاشی شرکت‌های بزرگی مانند انرون و ورلدکام در سال‌های اخیر توجه همگان را به نقش برجسته راهبری شرکتی و توجه جدی به اصول مذکور در مورد پیشگیری از این فروپاشی‌ها جلب کرده است. همچنین انجمن‌های حرفه‌ای و دانشگاه‌ها در سراسر جهان اقبال گسترده‌ای به این موضوع نشان می‌دهند به طوری که این موضوع به عنوان سرفصل درسی عمده و مستقل در دوره کارشناسی ارشد و دکتری تدریس می‌شود (حساس‌یگانه و همکاران، 1384).

مکانیزم‌های راهبری شرکتی در جهت تشویق مدیران برای استفاده مؤثر از منابع شرکت و نیز پاسخگویی آنها به سهامدارانی که منابع خود را در اختیار مدیران گذاشته‌اند، طراحی شده است (Black, et al., 2006). وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب می‌تواند شرکت‌ها را در جلب اعتماد سرمایه‌گذاران و تشویق آنها به سرمایه‌گذاری کمک کند. طبق پژوهش‌های تجربی انجام شده اجرای اصول صحیح این نظام در سطح شرکت باعث بهبود عملکرد مالی و افزایش ارزش شرکت می‌شود (Sloan, 2001). همچنین راهبری شرکتی چارچوبی را فراهم می‌کند تا تأمین کنندگان مالی را مطمئن سازد که بازده مناسبی از سرمایه‌گذاری خود بدست خواهند آورد.

اهمیت راهبری شرکتی به حدی است که دولت‌های کشورهای در حال توسعه، برای تقویت مکانیزم‌های راهبری شرکتی به دنبال زمینه‌سازی‌های گسترده سیاسی و اقتصادی می‌باشند. علت تأکید دولت‌ها در این خصوص آن است که برقراری راهبری شرکتی مناسب در سطح شرکت‌ها می‌تواند عامل مهمی در کسب مزیت رقابتی جهت جذب سرمایه در دنیای تجارت باشد. راهبری شرکتی پیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی را در بلندمدت هدف قرار داده و درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند. دو هدف راهبری شرکتی عبارت است از (Keasey, et al., 2005):

1. کاهش ریسک بنگاه اقتصادی از طریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی.
2. بهبود کارایی بلندمدت سازمان، از طریق جلوگیری از خودکامگی و عدم مسئولیت‌پذیری مدیریت اجرایی.

در ایران نیز قانون تجارت با توجه به قدمت قابل ملاحظه‌اش (که در سال 1311 تصویب و در سال 1347 اصلاح شد) دچار کمبودهای اساسی در زمینه حقوق سهامداران است. به دلیل همین ضعف‌ها و

نارسایی‌ها، بورس اوراق بهادار تهران درصدد برآمد تا با تدوین آیین نامه‌ای، نظام راهبری (راهبری شرکتی) شرکت‌ها را تعیین کند. پیش‌نویس این آیین نامه در سال 1384 از طریق وزارت امور اقتصادی و دارایی تهیه و نهایی شد و در سال 1386 در جلسه چهل و هفتم توسط هیئت مدیره بورس اوراق بهادار تهران به تصویب رسید (خبرگزاری فارس، 90/11/25 و روزنامه دنیای اقتصاد، شماره 1021).

در این آیین‌نامه آمده است که "رویه‌های کارآمد راهبری شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. راهبری شرکتی ضعیف ممکن است موجب سلب اعتماد بازار گردد که به نوبه خود می‌تواند منجر به خروج منابع یا بحران نقدینگی و سقوط قیمت‌ها در بورس شود. در حقیقت، شرکت بورس علاوه بر مسئولیت در مقابل سهامداران، در قبال سرمایه‌گذاران و سایر اعضای خود نیز مسئولیت دارد. از منظر صنعت بورس اوراق بهادار، راهبری شرکتی شیوه‌ای برای هدایت و اداره فعالیت‌های شرکت توسط هیئت مدیره و مدیریت ارشد می‌باشد. این شیوه می‌تواند بر نحوه عمل هیئت مدیره تأثیر داشته باشد".

اکنون با توجه به مطالب بالا و همچنین تصویب آیین نامه نظام راهبری شرکت‌ها، سؤال اصلی پژوهش این است که آیا معیارهای راهبری مورد تأکید در این آیین نامه باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها و در نتیجه بازده سهامداران خواهد شد؟ انجام چنین پژوهش‌هایی کارایی و اثربخش بودن این معیارها را در بورس تهران مورد آزمون قرار می‌دهد و در نتیجه راهگشای اصلاح‌ها و تعدیل‌های لازم بعدی در این آیین نامه می‌گردد. در این پژوهش سعی شده با استفاده از یک پرسشنامه که بر مبنای آیین نامه نظام راهبری تهیه شده است، رتبه راهبری شرکت‌های عضو بورس تهران محاسبه شده و اثر رعایت معیارهای این آیین نامه بر بازده شرکت‌ها بررسی شود.

پیشینه پژوهش

الف - پیشینه پژوهش‌های خارجی

موضوع راهبری شرکتی از دهه 1990 در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. سابقه این امر به گزارش معروفی به نام گزارش کادبری بر می‌گردد که در سال 1992 منتشر گردید (Chen, et al., 2000). در این گزارش به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم کنترل داخلی و حسابرسی داخلی تأکید زیادی شده بود. این گزارش در سال 1995 توسط کمیته گرینبری بررسی مجدد و در سال 1998 توسط کمیته هامپل نهایی گردید. اکثر

کشورهای جهان از جمله انگلستان، چین، کره، کانادا و استرالیا دارای چنین نظام نامه راهبری شرکتی به صورت مدون می‌باشند (گزارش‌های بلوریون، 1999، رمسی، 2001، کوهن و همکاران، 2004 و هیلپ، 2005) (Black, et al., 2006). در آمریکا نیز بعد از افشای ماجرای انتخابات و اترگیت و همچنین تقلب در بازار سرمایه آمریکا در سال 2001، قانونی به نام ساربنز آکسلی¹ یا همان راهبری شرکتی تصویب گردید.

راهبری شرکتی ابعاد گسترده و متنوعی از شرکت را در بر می‌گیرد مانند ساختار هیئت مدیره، ساختار مالکیت و کنترل (وجود سهامداران نهادی)، برنامه‌های پاداش برای مدیران و کارمندان، ساختار سرمایه، رقابت بازار، رقابت محصولات و غیره. بنابراین بر اساس معیارهای بالا شاخص‌های متعددی از راهبری شرکتی ایجاد می‌شود. این شاخص‌ها، بین 20 تا 100 معیار از مکانیزم‌های راهبری شرکتی را در بر می‌گیرد و بستگی به بستر اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی هر کشور دارد. به عنوان مثال شاخص‌هایی که اکثر مکانیزم‌های راهبری شرکتی را تحت پوشش قرار می‌دهند در اروپا و انگلیس توسط بائر و همکاران (Bauer, et al., 2004)، در آلمان توسط درابتر و همکاران (Drobetz, et al., 2004)، در برزیل توسط سیلوریا (Silveria, 2004)، در روسیه توسط بلک (Black, 2001)، در کره توسط بلک و همکاران (Black, et al., 2006) و در آمریکا توسط گامپرز و همکاران (Gompers, et al., 2003) ایجاد شده است. این شاخص‌ها برای اندازه‌گیری رتبه راهبری شرکت-ها مورد استفاده قرار می‌گیرند. در این پژوهش نیز سعی شده است با استفاده از یک پرسشنامه، شاخص راهبری شرکتی و رتبه راهبری شرکت‌ها بر مبنای آیین نامه راهبری شرکتی ایران تهیه شود.

دیتمار و همکاران (Ditmar, et al., 2007) رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهامداران را بررسی کردند. آنها با بررسی دو معیار از راهبری شرکتی (سهامداران نهادی و ترکیب هیئت مدیره) و رابطه آن با بازده سهامداران به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های با راهبری ضعیف هر 1 دلار تغییر در وجه نقد، باعث تغییری در حدود 0/42 تا 0/88 دلار در بازده سهامداران خواهد شد در حالی که این مبلغ در شرکت‌های با راهبری خوب دو برابر است. براون و همکاران (Brown, et al., 2004) نیز با استفاده از شاخص راهبری شرکتی به مطالعه رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد 2327 شرکت پرداختند. شاخص راهبری شرکتی آنها از 8 طبقه که شامل 51 معیار از مکانیزم‌های راهبری شرکتی است، تشکیل شده است. این 8 طبقه عبارت بودند از: مالکیت، حسابرسی، هیئت مدیره، تحصیلات مدیران، پاداش مدیران، امتیازات و آیین نامه‌ها، فعالیت‌های مرقی و مشارکت‌ها. آنها به این نتیجه

1. Sarbanes-Oxley Act

رسیدند که شرکت‌های با راهبری بهتر دارای سودآوری بیشتر و با ارزش‌تر بوده و همچنین به سهامداران خود سود نقدی بیشتری را نیز پرداخت می‌کنند. در بین 8 طبقه مذکور، طبقه پاداش مدیران دارای بیشترین اثر مثبت بر عملکرد شرکت بوده است. پژوهش لاپرتا و همکاران (La Porta, et al., 1998) نشان می‌دهد که کشورهایی که دارای سطوح سیستم‌های قانونی متفاوتی بوده اما موفق به برقراری نظام‌های راهبری شرکتی متناسب با محیط آن کشور شده‌اند، توانسته‌اند در زمینه‌های ایجاد مناسب‌تر ساختار سهامداران نهادی، سیاست‌های بهتر تقسیم سود، دسترسی سریع‌تر به منابع مالی خارجی و ارزش‌گذاری صحیح‌تر اوراق بهادار شرکت‌ها به موفقیت بیشتری دست یابند. هاجینسون و همکاران (Hutchinson, et al., 2008) نیز تأثیر اصلاحات اخیر راهبری شرکتی را مورد بررسی قرار دادند. آنها رابطه بین کاربرد راهبری شرکتی و مدیریت سود را با بررسی کیفیت صورت‌های مالی گزارش شده برای 200 شرکت استرالیایی در بین سال‌های 2000 تا 2005 مورد مطالعه قرار دادند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که کاربرد مکانیزم‌های راهبری شرکتی به خصوص هیئت مدیره مستقل و وجود کمیته حسابرسی مستقل در محدود کردن مدیریت سود مهم و اثرگذار است. در پژوهش رشید (Rashid, 2008) رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌ها در دو کشور استرالیا و مالزی، بین سال‌های 2000 تا 2003 بررسی و مقایسه گردید. وی به این نتیجه رسید که با وجود تفاوت‌های ساختاری راهبری شرکتی که در این دو کشور وجود دارد، راهبری شرکتی در هر دو کشور باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شده است.

در ادامه به نتایج پژوهش‌هایی که صرفاً اثر برخی از معیارهای راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داده‌اند، اشاره می‌شود.

دمستز و همکاران (Demsetz, et al., 2001) رابطه بین سهامداران نهادی و عملکرد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. آنها اشاره می‌کنند که سهامداران نهادی یکی از مکانیزم‌های برون سازمانی راهبری شرکتی است که در کارایی شرکت جهت بهینه کردن فرایندها مؤثر است. آنها با در نظر گرفتن ساختار مالکیت به عنوان متغیر مستقل متوجه شدند که ساختار مالکیت اثر عمده‌ای بر عملکرد شرکت می‌گذارد. ناویسی و همکاران (Navissi, et al., 2006) نیز در پژوهشی به بررسی رابطه بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش آنها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه‌های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند، بنابراین حضورشان اثر مثبت بر ارزش شرکت دارد. مارک و همکاران (Marck, et al., 1988)، هرمالین و همکاران (Hermalin, et al., 1991) نیز در پژوهش‌های خود اثر سهامداران نهادی را به عنوان یکی از مهم‌ترین مکانیزم‌های

راهبری شرکتی، بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که رابطه مهم و مثبتی بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد. نتایج پژوهش تامسن و همکاران (Thomsen, et al., 2000) در خصوص 435 شرکت در 12 کشور عضو اتحادیه اروپا نشان می‌دهد که رابطه بسیار مهمی بین وجود تمرکز مالکیت، سهامداران نهادی و سود حسابداری وجود دارد. همچنین ویواتاناکانتانگ (Wiwattanakantang, 2001) گزارش کرد که حضور سهامداران کنترل کننده، که امری رایج در بیشتر شرکت‌های جنوب شرقی آسیا می‌باشد، با عملکرد بهتر شرکت رابطه مثبت دارد.

طبق تئوری نمایندگی، سهامداران نیاز به حمایت دارند؛ زیرا مدیران ممکن است همیشه به بهترین نحو در راستای منافع سهامداران عمل نکنند (Jensen, et al., 1976). طبق پژوهش دیزورت و همکاران (DeZoort, et al., 2002) برای کاهش مشکل نمایندگی، بایستی فردی خارجی در ترکیب هیئت مدیره وجود داشته باشد تا بتواند رئیس هیئت مدیره و دیگر مدیران اجرایی را کنترل کرده و بر تصویب استراتژی شرکت و نیز تهیه صورت‌های مالی نظارت داشته باشد. همچنین نقاط ضعف و قوت سیستم کنترل‌های داخلی را بررسی کرده و آنها را بهبود بخشد. این نقش متعلق به مدیران غیرموظف بوده که در نظام راهبری شرکتی بر وجود آنها در ترکیب هیئت مدیره بسیار تأکید شده و از مکانیزم‌های مهم راهبری شرکتی در بهبود عملکرد شرکت می‌باشد. نتایج پژوهش چن و همکاران (Chen, et al., 2000) نشان می‌دهد بین نسبت مدیران مستقل در ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد. همچنین طبق پژوهش کلین (Klein, 2002)، بین وجود هیئت مدیره مستقل و حساب‌های تعهدی غیرعادی رابطه منفی وجود دارد. مدیران ممکن است این انگیزه را داشته باشند که به دلیل منافع شخصی (به عنوان مثال پاداش، سهام جایزه و یا حقوق بازنشستگی) دست به مدیریت سود بزنند، به خصوص چنانچه اختصاص پاداش به معیارهای سنجش عملکرد مانند سودآوری بستگی داشته باشد (Keasey, et al., 2005).

از سوی دیگر، پژوهش‌های زیادی در خصوص اندازه هیئت مدیره به عنوان یکی دیگر از معیارهای راهبری شرکتی و عملکرد انجام شده که نتایج آنها متفاوت می‌باشد. برای مثال، یرماک (Yermack, 1996) به این نتیجه رسید که هیئت مدیره‌های کوچکتر با عملکرد مالی بهتر رابطه مثبت دارد. در حالی که پژوهش‌های دالتون و همکاران (Dalton, et al., 1999) نشان می‌دهد که رابطه مثبتی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد وجود دارد.

معیاری دیگر از راهبری شرکتی به موضوع استقلال حسابرس در شرکت‌ها پرداخته و بیان می‌کند که هر چه استقلال حسابرس خارجی بیشتر باشد، راهبری شرکت‌ها بهتر است. این مهم از طریق تشکیل کمیته حسابرسی میسر خواهد شد. کمیته حسابرسی، کمیته‌ای است که اکثر اعضای آن از اعضای غیرموظف هیئت مدیره بوده و حسابرس مستقل توسط این کمیته انتخاب و نظارت می‌شود. پترا (Petra, 2006)، ساختار واقعی راهبری در شرکت‌های انرون¹، ورلدکام² و گلوبال کراسینگ³ را طی سال‌های رسوایی حسابداری آنها مورد بررسی قرار داده است. نسبت استقلال حسابرس مستقل در این شرکت‌ها طی آن دوره به شرح زیر است: شرکت انرون 55٪ - 50٪، شرکت ورلدکام 50٪ - 40٪ و شرکت گلوبال کراسینگ 45٪ - 25٪. طبق اصول راهبری شرکتی وجود چنین نسبت‌هایی از استقلال حسابرس در شرکت، به احتمال زیاد منجر به فروپاشی شرکت خواهد شد. برای بهبود کارایی و عملکرد شرکت، هیئت مدیره باید برخی از مسئولیت‌هایش را به کمیته حسابرسی واگذار کند. کمیته حسابرسی یکی از مهمترین کمیته‌های ایجاد شده توسط هیئت مدیره است. در حدود 90٪ از شرکت‌های استرالیایی، که عضو بورس اوراق بهادار این کشور می‌باشند، دارای این کمیته می‌باشند (Hanrahan, et al., 2004). از آنجا که کمیته حسابرسی یک شاخه فرعی از یک هیئت مدیره کامل می‌باشد می‌تواند بر فرایند تهیه صورت‌های مالی در شرکت نظارت نهایی داشته باشد. هدف اصلی کمیته حسابرسی ایجاد اطمینان از صحت صورت‌های مالی تعهدی می‌باشد (Treadway, et al., 1987).

هیئت مدیره مهم‌ترین بخش کنترل در سطح شرکت و از معیارهای مهم راهبری شرکتی است. این هیئت توانایی استخدام، عزل و پرداخت حقوق به مدیرعامل و نیز تصویب و نظارت بر تصمیم‌های مهم را دارد. فاما و همکاران (Fama, et al., 1983) تصریح کردند که هیئت مدیره زمانی می‌تواند به عنوان یک سازوکار کنترلی مؤثر عمل کند که توانایی محدود کردن رفتارهای تعهدی مدیرعامل (استفاده از اقلام تعهدی) را داشته باشد. آنها، همچنین، اظهار کردند که جدایی مدیریت از عملیات کنترل در یک شرکت، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهد شد. ترکیب نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره در شرکت مانعی برای جدایی نقش مدیریت از عملیات کنترل می‌شود. به نظر جنسن، برای یک هیئت مدیره، کنترل و به نظم درآوردن مدیرعاملی که رئیس همان هیئت است، بسیار مشکل است (Brown, et al., 2004). بنابراین، پیشنهاد می‌کند که این دو نقش از یکدیگر

1. Enron

2. WorldCom

3. Global Crossing

تفکیک شوند. یرماک (Yermack, 1996) پس از بررسی 452 شرکت از 500 شرکت بزرگ و برتر مجله فوربز و مطالعه آنها از سال 1984 تا 1991 به این نتیجه رسید که جدایی نقش رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل شرکت نیز باعث عملکرد بهتر و ارزش بیشتر شرکت خواهد شد.

ب- پیشینه پژوهش‌های داخلی

در پژوهش ساسانی و همکاران (1388) مشخص شد که حضور سهامداران نهادی نتوانسته است از مدیریت سود اعمال شده توسط مدیران در شرکت‌های با جریان‌های نقد آزاد زیاد و رشد کم جلوگیری به عمل آورد. همچنین در پژوهش دیگری که توسط ساسانی و همکاران (1389) انجام شده است، حضور سهامداران نهادی باعث ایجاد یک مکانیزم صحیح قیمت‌گذاری از دیدگاه ایجاد تمایز میان اقلام نقدی و تعهدی نشده است. در واقع آنها انتظار داشتند که سهامداران نهادی به تمایز میان اقلام نقدی و تعهدی توجه بیشتری نموده بنابراین در قیمت‌گذاری‌ها بطور صحیح‌تری عمل نمایند؛ انتظاری منطقی از سهامداران نهادی که در ادبیات راهبری شرکتی به آن توجه زیادی شده است. آنها احتمال می‌دهند که این رفتار سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به دلیل موقتی بودن سرمایه‌گذاری آنها باشد. اژدر (1387) نیز به بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست‌های تقسیم سود در بورس تهران پرداخت. نتایج نشان می‌دهد که سیاست‌های تقسیم سود متأثر از میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها است. به طوری که انتظار می‌رود با افزایش میزان حضور سهامداران در مجامع عمومی و مشارکت بیشتر آنها در مدیریت و راهبری شرکت، میزان سود تقسیمی شرکت‌ها افزایش یابد در حالی که ارتباطی روشن بین سطح مالکیت سهامداران نهادی و سیاست‌های تقسیم سود مشاهده نگردید.

کرمی و همکاران (1389) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و محافظه‌کاری پرداختند. راهبری شرکتی با کنترل مدیریت باید بتواند محافظه‌کاری مدیران را در ارائه اطلاعات افزایش دهد. آنها با بررسی سه معیار از معیارهای راهبری شرکتی شامل: مالکیت نهادی، اعضای غیرموظف هیئت مدیره و درصد مالکیت مدیران با محافظه‌کاری، انتظار داشتند این معیارها بتوانند محافظه‌کاری شرکت را افزایش دهند. نتایج نشان داد که اعضای غیرموظف هیئت مدیره برخلاف انتظار، نه تنها باعث مؤثرتر شدن نظارت بر مدیران نشده بلکه باعث رفتار متهورانه‌تر مدیریت نیز شده است. از دلایل این موضوع نیز به فقدان دانش و تخصص اعضای غیرموظف در تجزیه و تحلیل تصمیم‌های مدیران، فقدان انگیزه این اعضا در به چالش کشیدن تصمیم‌های مدیران اجرایی و همچنین تحت نفوذ قرار گرفتن آنها توسط مدیران، اشاره شده است.

در پژوهش دیگری که توسط باباجانی و همکاران (1389) انجام شده است، رابطه برخی معیارهای راهبری شرکتی (درصد اعضای غیرموظف، نقش ترکیبی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و سهامداران نهادی) با درصد اختلاف بین سود مشمول مالیات ابرازی و قطعی مورد ارزیابی قرار گرفت. راهبری شرکتی مناسب مشکل نمایندگی را برطرف کرده و کیفیت اطلاعات ارائه شده را افزایش داده و باید بتواند از حقوق سهامداران و در یک طیف گسترده‌تر، از حقوق ذینفعان از جمله دولت دفاع نماید. بنابراین محقق‌ها انتظار داشتند که در شرکت‌های با راهبری خوب مالیات ابرازی با مالیات قطعی تفاوت زیادی نداشته باشد. آنها به این نتیجه رسیدند که بین وجود یا عدم وجود معیارهای راهبری شرکتی و درصد اختلاف سود مشمول مالیات ابرازی و قطعی رابطه معناداری وجود ندارد. آنها چنین اظهار می‌کنند که تا مشکل عدم تخصص و دانش مدیران (عدم شایسته سالاری) حل نشده، اصل 44 به درستی اجرا نشده، لایحه پولشویی عملی نشده و قوانین جهت جلوگیری از تفسیرهای متفاوت اصلاح نشود و جریان آزاد اطلاعات شفاف وجود نداشته باشد، نمی‌توان انتظار داشت اصول راهبری شرکتی که در کشورهای توسعه یافته مؤثر واقع شده‌اند، در ایران نیز باعث بهبود شوند. نتایج پژوهش توتاخانه (1387) نیز نشان داد که بین عملکرد شرکت‌ها با درصد مدیران غیرموظف هیئت مدیره، نقش ترکیبی مدیریت و راهبری شرکتی قوی‌تر یا ضعیف‌تر رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین یزدانیان (1385) در پژوهش خود نشان داده است که بین وجود مدیران غیرموظف در هیئت مدیره، نبود نقش ترکیبی مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره و وجود حسابرسان داخلی در شرکت‌ها به عنوان معیارهای راهبری شرکتی با مدیریت سود رابطه معناداری وجود ندارد.

راهبری خرازی (1384) با بررسی وضعیت راهبری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران و مقایسه آن با کشورهای جهان، میزان رعایت حقوق سهامداران در ایران را مورد مطالعه قرار داده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که حقوق سهامداران در ایران رعایت نمی‌شود. مدرس و همکاران (1388) رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهامداران را مورد بررسی قرار دادند. در این پژوهش با مطالعه سهامداران نهادی و بررسی اثر آن بر بازده سهامداران، سعی بر آن شده است تا میزان بازده اضافی سهامداران در شرکت‌های با راهبری خوب محاسبه شود. نتایج پژوهش حاکی از آن است که بین سهامداران نهادی و بازده سهامداران در ایران رابطه‌ای وجود ندارد. در پژوهش دیگری که توسط قائمی و همکاران (1388) انجام شده است، رابطه بین اجزای ساختار راهبری شرکتی و عملکرد شرکت بررسی شده است. اجزای ساختار راهبری شرکتی این پژوهش

عبارت بودند از: ترکیب هیئت مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات. آنها به این نتیجه رسیدند که فقط بین افشای اطلاعات و عملکرد شرکت رابطه وجود دارد.

مشایخ و همکاران (1385) رابطه بین کیفیت سود و برخی از معیارهای راهبری شرکتی (درصد مالکیت اعضا هیئت مدیره، تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره) را مورد بررسی قرار دادند. نتایج این پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و راهبری شرکتی رابطه‌ای وجود ندارد. در پژوهش رحیمیان و همکاران (1388) نیز اثر برخی معیارهای راهبری شرکتی بر عدم تقارن اطلاعاتی آزمون شد و انتظار این بود که این معیارها بتوانند عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهند. اما نتایج نشان داد که بین وجود واحد حسابرسی داخلی و نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و عدم تقارن اطلاعاتی هیچ ارتباطی وجود ندارد. در پژوهش احمدپور و همکاران (1388) نیز انتظار این بود که ابزارهای راهبری شرکتی بتوانند مدیریت سود را کاهش دهند. اما نتایج نشان داد که وقتی انگیزه مدیران برای دستکاری سود بالا است، مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده، نقش ضعیفی را در کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی غیرعادی و مدیریت سود دارند. قنبری (1386) نیز اثر نسبت حضور اعضای غیر موظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرسی داخلی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان معیارهایی از راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار داده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که فقط وجود سرمایه‌گذاران نهادی و حسابرسی داخلی بر عملکرد شرکت تأثیر دارند. نمازی و همکاران (1387) به بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل 66 شرکت و طی سال‌های 1382 الی 1386 بود. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه مثبت بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. همچنین مالکیت مدیریتی بر عملکرد اثر منفی می‌گذارد. به طور کلی نتایج بیانگر این است که در مالکیت خصوصی بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. در پژوهشی دیگر، ستایش و ابراهیمی (1391) تأثیر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران را بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند که بین محتوای اطلاعاتی سود با تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی رابطه مثبتی وجود دارد اما متغیرهای مالکیت مدیریتی، مالکیت شرکتی، ترکیب هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره با محتوای اطلاعاتی سود رابطه‌ای ندارند. نمازی و همکاران (1392) نیز به بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکتی بر کارایی فنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران پرداختند. آنها سه معیار تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی

و استقلال هیئت مدیره را به عنوان معیارهای راهبری شرکتی در نظر گرفتند. از بین این سه معیار فقط مالکیت نهادی دارای اثر مثبت و معناداری بر کارایی فنی بود.

پژوهش‌های اندکی در ایران در خصوص موضوع راهبری شرکتی و بخصوص ارتباط آن با عملکرد شرکت انجام شده است. پژوهش‌های انجام شده نیز فقط یک یا چند معیار محدود از معیارهای راهبری شرکتی را مورد بررسی قرار داده و به نتایج متضادی رسیده‌اند. بنابراین این پژوهش می‌تواند از اولین پژوهش‌هایی باشد که از شاخص راهبری شرکتی برای رتبه‌بندی راهبری شرکت‌ها استفاده کرده و از تمامی معیارهای موجود در آیین نامه راهبری شرکتی ایران استفاده کرده است. در نتیجه می‌تواند ابزار مناسبی برای بررسی آیین نامه راهبری شرکتی ایران باشد.

بیان مسئله و فرضیه پژوهش

تعاریف زیادی از راهبری شرکتی ارائه شده است. اسلوان راهبری شرکتی را به شرح زیر تعریف کرده است:

"مکانیزمی است که برای کاهش مشکلات به وجود آمده ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت واحدهای تجاری، ایجاد شده است" (Sloan, 2001). طبق تئوری نمایندگی، جدایی مالکیت و مدیریت ممکن است منجر به فعالیت‌هایی شود که در نتیجه آن مدیران منافع شخصی خود را در نظر بگیرند. چنانچه تضاد منافع بین مدیران و ذینفعان وجود داشته باشد، ارزش شرکت به حداکثر نمی‌رسد و تفاوت بین حداکثر ارزش قابل دسترسی در شرکت و ارزش واقعی به دست آمده مربوط به هزینه‌های نمایندگی می‌باشد (Palliam, et al., 2003). صاحب‌نظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود راهبری شرکت‌ها می‌دانند. راهبری شرکتی شامل معیارهایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود.

راهبری شرکتی به ساز و کارهایی مربوط است که شرکت‌ها به کمک آن کار می‌کنند و کنترل می‌شوند (Jae-Seung, et al., 2004). راهبری شرکتی مطلوب این اطمینان را به وجود می‌آورد که شرکت‌ها سرمایه خود را بطور مؤثر و بهینه به کار گرفته‌اند. همچنین راهبری شرکتی مناسب این اطمینان را به وجود می‌آورد که شرکت‌ها دامنه وسیعی از گروه‌های ذینفع و حتی کل جامعه را در نظر گرفته‌اند و هیئت مدیره در برابر سهامداران بطور کامل پاسخگو است (مکرمی، 1385).

فدراسیون بین المللی حسابداران (IFAC) در سال 2004 راهبری شرکتی را چنین تعریف کرده است:

"راهبری شرکتی عبارت است از تعدادی از مسئولیت‌ها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیئت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر راهبردی که تضمین کننده دستیابی به اهداف، کنترل ریسک‌ها و مصرف مسئولانه منابع است" (صفحه 6 بخش 2-1).

در تحقیق‌های انجام شده درخصوص راهبری شرکتی، چه تحقیق‌های داخلی و چه تحقیق‌های خارجی، انتظار پژوهشگران این بوده است که راهبری شرکتی باعث بهبود راهبری شرکت‌ها می‌شود. حتی در تحقیق‌های داخلی نیز با وجود آنکه نتایج متضادی به دست آمده است، اما پژوهشگران انتظار داشته‌اند که راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت اثر مثبت داشته باشد (نمازی و همکاران، 1387، قنبری، 1386 و قائمی و همکاران، 1388). بنابراین، با توجه به ادبیات موضوع و پیشینه تحقیق، انتظار می‌رود راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها و در نتیجه بازده سهامداران اثر مثبت داشته باشد. در نتیجه فرضیه پژوهش به صورت زیر است:

بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت وجود دارد.

روش پژوهش

این پژوهش، مطالعه‌ای توصیفی از نوع همبستگی چند متغیری است. در این روش هدف تعیین میزان هماهنگی تغییرات چند متغیر و به عبارت صحیح‌تر تعیین میزان ارتباط بین تغییرات چند متغیر می‌باشد. در این پژوهش میزان ارتباط بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران مورد مطالعه قرار گرفته است.

روش و نحوه اجرای پژوهش به شرح زیر است:

الف) روش مطالعات کتابخانه‌ای برای مطالعه ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش شامل کتب، مجلات هفتگی، ماهنامه و فصلنامه‌ها، پایان‌نامه‌های تحصیلی و مقالات خارجی از طریق اینترنت می‌باشد.

ب) اطلاعات مربوط به بازده سهامداران و دیگر متغیرهای ذکر شده از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده است. به منظور جمع‌آوری داده‌ها از لوح فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره آورد نوین و پارس پرتفولیو استفاده شده است.

ج) در این پژوهش جهت تعیین شاخص راهبری شرکتی از ابزار پرسشنامه استفاده گردیده. سؤالات این پرسشنامه بر اساس مفاد آیین نامه راهبری شرکتی تنظیم گردیده. این آیین‌نامه توسط بورس اوراق بهادار تهران تدوین شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامه آماری این پژوهش در برگیرنده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران است که دارای تمامی شرایط زیر باشند:

- 1) قبل از سال 1387 وارد بورس شده باشند.
 - 2) سال مالی شرکت منتهی به 29 اسفند ماه هر سال باشد.
 - 3) شرکت طی سال‌های 1387 تا 1388 تغییر سال مالی نداشته باشد.
 - 4) در طی فاصله زمانی 1387 تا 1388 معاملات سهام آن به استثنای دوره معمول، متوقف نشده باشد.
 - 5) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی نباشد.
- قلمرو زمانی این پژوهش فقط سال 1388 در نظر گرفته شده است؛ زیرا در این پژوهش از ابزار پرسشنامه برای رتبه‌بندی راهبری شرکت‌ها استفاده شده است. رتبه راهبری هر شرکتی در هر سال ممکن است به دلیل تغییر در معیارهای بکار گرفته شده با سال‌های دیگر همان شرکت، متفاوت باشد. در نتیجه با توجه به متغیر بودن رتبه راهبری شرکت‌ها و همچنین با توجه به محدودیت موجود در ابزار پرسشنامه، فقط یک سال مورد مطالعه قرار گرفت. پس از اعمال محدودیت‌های فوق، با استفاده از فرمول زیر تعداد نمونه برآورد گردید (باتاچاریا، 1372):

$$1) \quad n = \frac{NZ_{\alpha/2}^2 pq}{e^2 (N-1) + Z_{\alpha/2}^2 pq}$$

مقدار Z در جدول برای $\alpha=5\%$ برابر 1/96 می‌باشد. با در نظر گرفتن مقدار منطقی ϵ در حد 6٪، تعداد نمونه مورد نیاز برابر 90 شرکت برآورد گردید. پس از تعیین شدن تعداد نمونه، از طریق نمونه‌گیری تصادفی شرکت‌های عضو نمونه انتخاب شدند.

متغیرهای پژوهش

دیتمار و همکاران (Ditmar, et al., 2007) از مدل زیر برای مطالعه رابطه بین راهبری شرکتی و بازده سهامداران استفاده نمودند. مدرس و همکاران (1388) نیز از همین مدل استفاده کرده و فقط رابطه یکی از معیارهای راهبری شرکتی یعنی سهامداران نهادی را با عملکرد شرکت بررسی کردند. در این پژوهش نیز از همین مدل استفاده شده ولی معیارهای بیشتری از راهبری شرکتی در نظر گرفته شده که این معیارها، منطقاً بر آیین نامه راهبری شرکتی ایران است. این مدل به صورت زیر است:

$$2) \quad r_{i,t} - R_{i,t}^B = g_0 + g_1 \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_2 \frac{\Delta E_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_3 \frac{\Delta NA_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_4 \frac{\Delta RD_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_5 \frac{\Delta I_{i,t}}{M_{i,t-1}} +$$

$$g_6 \frac{\Delta D_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_7 \frac{C_{i,t-1}}{M_{i,t-1}} + g_8 L_{i,t} + g_9 \frac{NF_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_{10} \frac{C_{i,t}}{M_{i,t-1}} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} +$$

$$g_{11} L_{i,t} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + g_{12} GOV_{i,t} \times \frac{\Delta C_{i,t}}{M_{i,t-1}} + ei, t$$

که در آن:

متغیر وابسته

متغیر وابسته این پژوهش عبارت است از تفاضل بین دو متغیر بازده شرکت و بازده پیش‌بینی شده شرکت بوسیله مدل فاما و همکاران (Fama, et al., 1993).

$r_{i,t}$ = بازده سهامداران شرکت i از سال $t-1$ تا سال t

$R_{i,t}^B$ = بازده پیش‌بینی شده شرکت بوسیله مدل فاما و فرنچ

بازده سهام ($r_{i,t}$) در طی یک دوره، در برگیرنده تمامی مزایایی است که به دارنده آن سهم تعلق می‌گیرد. بازده سهام موارد زیر را شامل می‌شود:

تفاوت قیمت سهام در اول و پایان دوره، سود نقدی هرسهم، مزایای ناشی از افزایش سرمایه بصورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی. بازده سهام از طریق نرم افزار ره آورد نوین حاصل شده است.

پس از انتقادهایی که به "مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای" گرفته شد، بازده فاما و فرنچ ($R_{i,t}^B$)، توسط فاما و فرنچ در سال 1993 ارائه گردید. در این مدل با توجه به متغیرهایی مانند اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه شرکت، می‌توان بازده شرکت‌ها را پیش‌بینی نمود که نتایج آن قابل اتکاتر از مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. صادقی شریف و همکاران (1392) نیز با بررسی مدل فاما و فرنچ در بورس تهران به این نتیجه رسیدند که عامل اندازه و نسبت

ارزش دفتری به ارزش بازار سهم، نقش قابل توجهی در توضیح بازده سهام شرکت‌های بورس تهران دارند و از اینرو این مدل بهتر از مدل ارزش‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. در مدل فاما و فرنچ اندازه شرکت برابر لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه شرکت در نظر گرفته شده است. برای محاسبه بازده پیش‌بینی شده توسط مدل فاما و فرنچ، ابتدا یک معادله رگرسیونی به شرح زیر تعریف می‌شود:

$$r_{i,t} = a + a_1 LN(M_{i,t}) + a_2 LN\left(\frac{BE_{i,t}}{M_{i,t}}\right) \quad (3)$$

$r_{i,t}$ = بازده واقعی سهامداران شرکت i از سال $t-1$ تا سال t

$LN(M_{i,t})$ = لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت i در سال t

$LN\left(\frac{BE_{i,t}}{M_{i,t}}\right)$ = لگاریتم طبیعی نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه شرکت i در سال t

$M_{i,t}$ = ارزش بازار شرکت i در پایان سال t که از ضرب تعداد سهام در قیمت بازار سهام

حاصل می‌شود.

$BE_{i,t}$ = ارزش دفتری دارایی‌ها منهای بدهی‌های شرکت i در پایان سال t

پس از بدست آمدن مقادیر ضرایب معادله رگرسیونی فوق، بر اساس ارزش بازار سرمایه و نسبت

ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه هر شرکت می‌توان بازده پیش‌بینی شده هر شرکت بر اساس مدل فاما و فرنچ را محاسبه نمود.

متغیر مستقل

همانطور که گفته شد در مدل بالا دیتمار و همکاران (Ditmar, et al., 2007) برای اندازه‌گیری راهبری شرکتی فقط از دو معیار استفاده کرده و مدرس و همکاران (1388) نیز در ایران فقط از یک معیار راهبری شرکتی یعنی سهامداران نهادی استفاده کرده‌اند. اما در پژوهش حاضر بر آن هستیم که 25 معیار برگرفته از آیین‌نامه نظام راهبری ایران را مورد بررسی قرار دهیم. برای این منظور از شاخص راهبری شرکتی استفاده شده است. برای محاسبه شاخص راهبری شرکتی از پژوهش چی (Chi, 2005) استفاده شده است که در ایران نیز حساس یگانه و همکاران (1388) در پژوهش خود از همین پرسشنامه استفاده کرده‌اند. این پرسشنامه حاوی پرسش‌هایی در خصوص مفاد آیین‌نامه راهبری شرکتی است که منتج به یک شاخص می‌شود. از این شاخص برای اندازه‌گیری کیفیت راهبری شرکتی و رتبه‌بندی شرکت‌ها استفاده می‌شود. در پژوهش حاضر، این شاخص بر اساس پرسشنامه‌ای تنظیم شده است که حاوی 25 پرسش بلی - خیر در خصوص مفاد آیین‌نامه راهبری شرکتی (نظام

راهبری) شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران می باشد. این پرسشنامه همانند پژوهش چی (Chi, 2005)، سه مبحث زیر را در بر می گیرد:

1. شفافیت اطلاعات

2. ساختار هیئت مدیره

3. ساختار مالکیت و کنترل

هر پاسخ مثبت یک نمره به شاخص راهبری شرکتی اضافه می کند. به این ترتیب رتبه راهبری شرکتی هر شرکت تعیین خواهد شد که از صفر تا بیست و پنج خواهد بود. شرکت های با رتبه بالاتر دارای راهبری با کیفیت بهتر می باشند.

متغیرهای کنترل

در مدل شماره (2) که توسط دیتمار و مارت اسمیت (Ditmar & Smith, 2007) ارائه گردید از متغیرهای کنترلی زیر که می تواند بر بازده سهام اثر داشته باشند، استفاده شده است:

$M_{i,t-1}$ = ارزش بازار شرکت i در اول دوره که از ضرب تعداد سهام در قیمت بازار سهام حاصل می شود .

$\Delta C_{i,t}$ = تغییرات وجه نقد از سال $t-1$ تا سال t

$\Delta E_{i,t}$ = تغییرات در سود قبل از اقلام غیر مترقبه از سال $t-1$ تا سال t

$\Delta NA_{i,t}$ = تغییرات در خالص دارایی ها از سال $t-1$ تا سال t

$\Delta RD_{i,t}$ = تغییرات در هزینه های پژوهش و توسعه از سال $t-1$ تا سال t

$\Delta I_{i,t}$ = تغییرات در هزینه مالی (بهره) از سال $t-1$ تا سال t

$\Delta D_{i,t}$ = تغییرات در سود تقسیمی از سال $t-1$ تا سال t

$C_{i,t-1}$ = وجه نقد شرکت i در ابتدای سال t

$C_{i,t}$ = وجه نقد شرکت i در پایان سال t

$NF_{i,t}$ = تأمین مالی جدید = سهام منتشره جدید + بدهی جدید از سال $t-1$ تا سال t

$L_{i,t}$ = اهرم در سال t برای شرکت i که از فرمول زیر محاسبه می شود:

$$L_{i,t} = \frac{DEBT_{i,t}}{DEBT_{i,t} + M_{i,t}} \quad (4)$$

$DEBT_{i,t}$ = مجموع بدهی های جاری و بلندمدت در پایان سال t

یافته‌های پژوهش

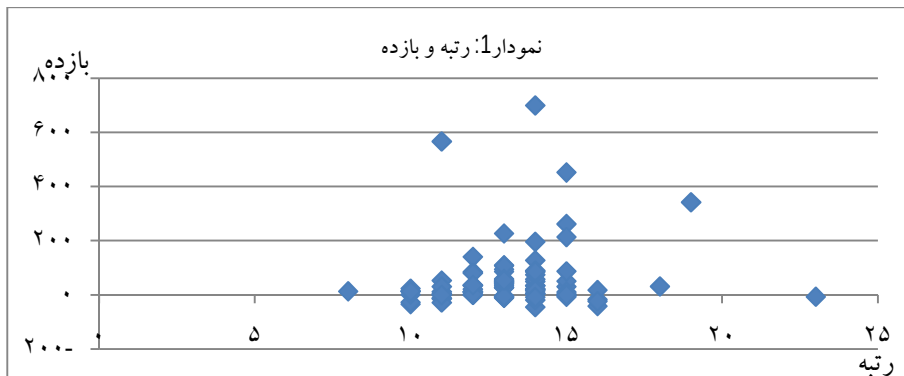
آمار توصیفی

در این پژوهش رتبه شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه‌ای جامع اندازه‌گیری شده است که حاوی 25 معیار از معیارهای راهبری شرکتی است. رعایت هر کدام از معیارهای فوق توسط شرکت‌ها یک امتیاز به رتبه راهبری شرکتی آن شرکت اضافه می‌نماید. مجموع امتیازهای کسب شده، رتبه راهبری شرکتی آن شرکت را مشخص می‌نماید. حداکثر امتیازی که یک شرکت می‌تواند کسب کند برابر 25 می‌باشد. بنابراین با توجه به آنکه تعداد نمونه 90 شرکت می‌باشد، در مجموع حداکثر امتیاز شرکت‌های عضو نمونه می‌تواند 2250 باشد. جدول 1 امتیازات کسب شده توسط شرکت‌های عضو نمونه در هر طبقه و در مجموع را ارائه می‌نماید. این جدول نشان می‌دهد که کل امتیاز کسب شده توسط شرکت‌ها برابر 1369 شده است. در واقع شرکت‌های عضو نمونه بطور متوسط 61٪ از معیارهای موجود در آیین نامه راهبری شرکتی ایران را رعایت کرده‌اند که 18٪ آن مربوط به رعایت معیارهای طبقه اول (طبقه ارزیابی محتوای اطلاعات یا شفافیت)، 31٪ آن مربوط به طبقه دوم (طبقه ساختار هیئت مدیره) و 12٪ آن مربوط به طبقه سوم (طبقه ساختار مالکیت و کنترل) می‌باشد. همچنین از این جدول مشخص است که شرکت‌های عضو نمونه در طبقه ساختار مالکیت و کنترل در میان کل طبقات کمترین میانگین رتبه را بدست آورده‌اند و این حاکی از ضعف شرکت‌های عضو نمونه در رعایت مفاد آیین نامه راهبری شرکتی در خصوص ساختار مالکیت و کنترل می‌باشد. بالاترین رتبه در میان کل طبقات متعلق به طبقه دوم یعنی طبقه ساختار هیئت مدیره است که دلیل عمده آن را می‌توان رعایت این موارد دانست: تفکیک نقش مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره، هیئت مدیره با ترکیب اکثریت اعضای غیرموظف و وجود یک عضو مالی در ترکیب هیئت مدیره. در طبقه ارزیابی محتوای اطلاعات حداکثر امتیاز قابل کسب معادل 630 می‌باشد. از آنجا که مجموع امتیاز کسب شده شرکت‌ها در این طبقه 407 امتیاز بود، بنابراین شرکت‌های عضو نمونه 64٪ از معیارهای این طبقه را رعایت کرده‌اند. در طبقه دوم درصد رعایت 55٪ و در طبقه سوم 74٪ می‌باشد. نمودار شماره 1 نیز رتبه راهبری شرکتی کسب شده توسط شرکت‌های عضو نمونه به همراه بازده آنها را نشان می‌دهد.

جدول (1): امتیازات کسب شده توسط شرکت‌ها

عنوان طبقات	تعداد سوالات	امتیاز شرکت‌ها	میانگین رتبه در کل طبقات	میانگین رتبه هر طبقه
ارزیابی محتوای اطلاعات (شفافیت)	630	407	0/18	0/64
ساختار هیئت مدیره	1260	693	0/31	0/55
ساختار مالکیت و کنترل	360	269	0/12	0/74
جمع	2250	1369	0/61	

نمودار (1): رتبه راهبری شرکتی و بازده شرکت‌های عضو نمونه



نتایج حاصل از آزمون فرضیه

فرضیه این پژوهش بیان می‌دارد که:

"بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های عضو بورس تهران رابطه مثبت وجود دارد."

برای آزمون این فرضیه از مدل رگرسیونی و برای آزمون پیش فرض‌های رگرسیون از آزمون‌های دورین واتسون، کلموگروف-اسمیرنوف و هم خطی استفاده شده است. متغیر راهبری شرکتی (GOV) برای تعیین شاخص راهبری شرکتی است که با استفاده از پرسشنامه اندازه‌گیری شده است. هر پاسخ مثبت یک نمره به شاخص راهبری شرکت‌ها اضافه کرده و به این ترتیب رتبه راهبری شرکتی هر شرکت تعیین شده است که از صفر تا بیست و پنج می‌باشد. شرکت‌های با رتبه بالاتر دارای

راهبری با کیفیت بهتر می‌باشند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل معادلات رگرسیونی برای فرضیه پژوهش به شرح زیر است:

جدول (2): نتایج حاصل از آزمون فرضیه

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره فشر	معناداری آماره فشر	آماره دوربین واتسون	آماره K-S
	48%	23/6%	22/9%	12/32	0/003	1/854	1/226

از جدول 2 مشخص است که ضریب همبستگی مدل و ضریب تعیین تعدیل شده آن به ترتیب برابر 48% و 22/9% بوده که ضرایب مناسبی هستند. آماره فشر و معناداری آن نیز نشان می‌دهد که مدل رگرسیونی معنادار بوده و برای بررسی فرضیه پژوهش قابل استفاده است. آماره دوربین واتسون نیز برابر 1/854 بوده و چون در بازه 1/5 تا 2/5 قرار گرفته، می‌توان نتیجه‌گیری نمود که خطاها از یکدیگر مستقل بوده و می‌توان از مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه استفاده کرد. مقدار آماره کلموگروف-اسمیرنوف (K-S) نیز در جدول 3 برابر 1/226 نشان داده شده است. از آنجا که مقدار این آماره بیش از 5% است، بنابراین متغیر جمله‌های خطا دارای توزیع نرمال بوده و از رگرسیون می‌توان استفاده نمود. در جدول 3 به منظور خلاصه‌سازی، ضرایب برخی متغیرهای مدل به همراه معناداری آنها پس از اجرای مدل رگرسیونی ارائه شده است. از ردیف معناداری می‌توان دریافت که معناداری همه متغیرهای مدل، بیشتر از سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش یعنی 5% می‌باشد، بنابراین همه متغیرها بی‌معنا بوده و بر متغیر وابسته اثری ندارند. معناداری متغیر راهبری شرکتی نیز بیش از 5% بوده بنابراین فرضیه پژوهش رد می‌شود.

برای اطمینان از عدم وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل نیز از آزمون هم خطی استفاده شده است که 4 آماره آن شامل تولرانس، تورم واریانس، مقدار ویژه و شاخص وضعیت در جدول 3 نشان داده شده است. این آماره‌ها نشان می‌دهند که بین متغیرهای مستقل مدل، رابطه هم خطی وجود نداشته و از رگرسیون می‌توان استفاده کرد.

جدول (3): ضرایب و معناداری متغیرهای مدل رگرسیونی

متغیر	تغییرات وجه نقد	تغییرات سود	تغییرات خالص دارایی‌ها	تغییرات هزینه بهره	تغییرات سود تقسیمی	اهرم مالی	تأمین مالی جدید	راهبری شرکتی
ضریب	0/437	-0/097	0/049	-0/112	-0/065	0/009	-0/060	-0/399
معناداری	0/541	0/581	0/704	0/413	0/697	0/946	0/640	0/593
تولرانس	0/025	0/406	0/753	0/667	0/451	0/692	0/752	0/725
تورم واریانس	4/679	2/462	1/328	1/500	2/220	1/445	1/330	2/383
شاخص وضعیت	1/173	1/557	1/876	2/011	2/439	4/078	5/340	6/597
مقدار ویژه	2/814	1/597	1/101	0/957	0/651	0/233	0/136	0/141

بحث و نتیجه گیری

در اکثر نظامنامه‌های راهبری شرکتی دنیا مانند آمریکا، انگلستان و استرالیا، بر مکانیزم‌هایی تأکید شده است که می‌توانند باعث افزایش منافع سهامداران شوند. علت این است که این مکانیزم‌ها به عنوان عاملی اثرگذار در فشار بر مدیریت جهت کاهش هزینه‌های نمایندگی محسوب می‌شوند (Keasey, et al., 2005). همچنین این معیارها باعث همسویی هر چه بیشتر منافع مدیران با مالکان شده و بهبود عملکرد شرکت‌ها را نیز در پی خواهد داشت. بنابراین در این پژوهش رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران با استفاده از شاخص جامع راهبری شرکتی بدست آمده از آیین نامه نظام راهبری بورس تهران، مورد بررسی قرار گرفت و بر اساس ادبیات موضوع، انتظار می‌رفت رابطه مثبت و قوی بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران حاصل شود. اما با توجه به آزمون‌های انجام شده رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد و در نتیجه فرضیه پژوهش مورد تأیید قرار نگرفت. این نتیجه با نتایج تحقیق‌های مدرس و همکاران (1388)، حساس یگانه و همکاران (1388)، توتاخانه (1387) و قائمی و همکاران (1388) همخوانی داشته و با نتایج پژوهش‌های براون و همکاران (Brown, et al., 2004) و رشید (Rashid, 2008) در تضاد است.

معیارهای مورد بررسی در این پژوهش، در آیین نامه‌های راهبری شرکتی کشورهای مختلف از جمله در آیین نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران مورد تأکید قرار گرفته است. با توجه به پیشینه پژوهش‌های انجام شده درخصوص راهبری شرکتی در ایران به نظر می‌رسد معیارهای راهبری شرکتی، برخلاف انتظارات نمی‌توانند مشکلات نمایندگی را در ایران کاهش دهند. برخی از دلایل نبود تأثیر معیارهای راهبری شرکتی به شرح زیر است:

- نبود رعایت حداقل معیارهای راهبری شرکتی و کسب رتبه پایین توسط شرکت‌ها؛
- رعایت برخی معیارها بصورت ظاهری بدون درک صحیحی از منطق آن معیارها؛
- کمبودهای موجود در آیین نامه تصویب شده نظام راهبری بورس تهران برای نمونه مشخص نکردن خصوصیات و ویژگی‌های سهامداران نهادی و اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ...؛
- بومی نبودن مفاهیم مندرج در آیین نامه.

به نظر می‌رسد آیین نامه نظام راهبری بورس به گونه کامل اجرا نشده و یا بصورت ظاهری در حال اجرا شدن به وسیله شرکت‌ها است. یکی از سبب‌های آن این است که این آیین نامه بیشتر ترجمه‌ای از متون و برگرفته‌ای از مفاد آیین نامه‌های کشورهای دیگر بدون لحاظ نمودن بسترها و شرایط اقتصادی، اجتماعی و سیاسی ایران است. این پدیده مطابق یافته‌های رشید (Rashid, 2008) است. رشید رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد شرکت در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه را بررسی و آنها را با یکدیگر مقایسه کرده است. وی بیان می‌کند، اعتقاد عمومی بر این موضوع است که راهبری شرکتی، عامل مهمی در بهبود عملکرد شرکت است. اما واقعیت این است که این رابطه در کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه متفاوت است. به این دلیل که ساختارهای راهبری شرکتی در نتیجه شرایط و بسترهای گوناگون اجتماعی، اقتصادی و قانون‌گذاری کشورهای مختلف با یکدیگر متفاوت است. در کشورهای در حال توسعه رابطه راهبری شرکتی و عملکرد شرکت به خوبی تعریف نشده و همچنین این رابطه با بکارگیری معیارهای مؤثر نیز بدرستی آزمون نشده است.

در این پژوهش رتبه‌بندی راهبری شرکت‌ها بر اساس پرسش نامه‌ای در سه طبقه ارزیابی شفافیت اطلاعات، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت مورد بررسی قرار گرفت. اما همانطور که در جدول 1 نشان داده شده است، شرکت‌های مورد بررسی درخصوص معیارهای شفافیت اطلاعاتی و ساختار مالکیت به ترتیب بطور متوسط فقط 16% و 10% معیارها را رعایت کرده‌اند. بنابراین همانطور که نتایج نیز نشان می‌دهد، با رعایت معیارها در چنین سطح حداقلی نمی‌توان بهبود در عملکرد شرکت‌ها را انتظار داشت. این در حالی است که در طبقه ساختار هیئت مدیره نیز فقط 28% معیارها رعایت شده

است. لازم به ذکر است که در آیین نامه راهبری شرکتی ایران بیشترین تأکید بر ساختار هیئت مدیره می باشد و به نظر می رسد این آیین نامه از طریق استقلال هر چه بیشتر هیئت مدیره، در پی بهبود راهبری شرکت ها و کاهش هزینه های نمایندگی است. بطوری که در این آیین نامه آمده است: "راهبری شرکتی شیوه ای برای هدایت و اداره فعالیت های شرکت توسط هیئت مدیره و مدیریت ارشد می باشد. تدوین نظام راهبری شرکتی در راستای افزایش کارایی و اثربخشی هیئت مدیره و مدیریت ارشد در ایجاد و استقرار نظام نظارت کارآمد می باشد" (صفحه 2 بخش مقدمه). اما نتایج پژوهش های داخلی مانند قنبری (1386)، مشایخ و همکاران (1385) و توتاخانه (1387) نشان می دهد که ترکیب هیئت مدیره های فعلی شرکت های عضو بورس اوراق بهادار نمی توانند بطور مؤثر شرکت ها را هدایت نموده و هزینه های نمایندگی را کاهش دهند. لازم به ذکر است که در این آیین نامه حتی به پیش شرط ها و یا ویژگی های لازم از جمله داشتن تخصص، تجربه و یا دانش برای اعضا، جهت عضویت در هیئت مدیره نیز هیچ اشاره ای نشده است. فقط توصیه هایی به اعضا هیئت مدیره جهت مؤثرتر شدن نظارت های آنها ارائه شده که هیچ ضمانتی برای اجرا و یا حتی کنترل و بررسی آنها وجود ندارد.

پیشنهادهای پژوهش های آتی

به نظر می رسد با توجه به نتایج این پژوهش و پژوهش های مذکور، مسئولان بورس تهران باید با انجام پژوهش های روشن تر، دلایل اصلی نبود موفقیت یا مؤثر نبود معیارهای راهبری شرکتی در ایران را بررسی و سعی کنند آیین نامه ای تصویب شود که افزون بر مؤثر بودن در بستر اقتصادی و اجتماعی ایران، دارای ضمانت اجرایی نیز باشد. بنابراین برای پژوهش های آتی می توان موضوع های زیر را پیشنهاد کرد:

1. بررسی کارایی آیین نامه نظام راهبری شرکتی در بستر سیاسی، اقتصادی و اجتماعی ایران.
2. بررسی اثر راهبری شرکتی با استفاده از شاخص جامع راهبری بر کیفیت سود.
3. بررسی اثر راهبری شرکتی با استفاده از شاخص جامع راهبری بر مدیریت سود.
4. بررسی اثر راهبری شرکتی با استفاده از شاخص جامع راهبری بر کیفیت گزارشگری مالی.
5. سنجش میزان دانش و آگاهی فعالان بازار از مفاهیم و الزامات راهبری شرکتی.

منابع و مأخذ:

1. احمدپور، احمد، ملکیان، اسفندیار و کردتبار، حسین. (1388). "بررسی تأثیر مدیران غیرموظف و سرمایه‌گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود"، تحقیقات حسابداری، شماره سوم، صص 68-89.
2. اژدر، محسن. (1387). "بررسی تأثیر سهامداران نهادی و میزان سهام مدیریتی شرکت‌ها بر سیاست‌های تقسیم سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد مبارکه.
3. باباجانی، جعفر و عبدی، مجید. (1389). "رابطه راهبری شرکتی و سود مشمول مالیات"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص 65-86.
4. توتاخانه، بهنام. (1387). "بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی، با عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
5. حساس یگانه، یحیی و باغومیان، رافیک. (1384). "راهبری شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی"، فصلنامه حسابداری رسمی، صص 45-86.
6. حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (1388). "رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره 13، صص 75-100.
7. رحیمیان، نظام الدین. صالح نژاد، سیدحسن. و سالکی علی. (1388). "رابطه میان برخی سازوکارهای راهبری شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره 16، شماره 58، صص 71-86.
8. رهبری خرازی، مهسا. (1384). "مطالعه و شناخت وضعیت راهبری شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و مقایسه آن با کشورهای جهان"، پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
9. ساسانی، مهران و باقری، بهروز. (1388). "بررسی اثر جریان‌های نقد آزاد و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، مجله تحقیقات حسابداری، شماره دوم، صص 50-71.
10. ساسانی، مهران و بهبهانی نیا، پریسا. (1389). "اقدام تعهدی و بازده آتی سهام با تأکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت"، مجله تحقیقات حسابداری سال دوم، شماره پنجم، صص 55-38.

11. ستایش، محمدحسین و ابراهیمی، فهیمه (1391) "بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت های بورس تهران"، مجله دانش حسابداری، سال سوم، شماره 8، صص 31-48.
12. صادقی شریف، سیدجلال و همکاران (1392). "اثر عامل مومنتوم بر توان توضیحی الگوی سه عاملی فاما و فرنچ: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره 12، صص. 59-88.
13. قائمی، محمدحسین و شهریار، مهدی. (1388). "راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها"، مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره اول، شماره اول، صص 113-128.
14. قنبری، فرحناز. (1386). "بررسی تأثیر مکانیزم های راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
15. کرمی، غلامرضا. حسینی، سید علی و حسینی، عباس. (1389). "بررسی رابطه بین ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و محافظه کاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره هفتم، صص 86-99.
16. گوری ک. باتاچاریا. (1372). "مفاهیم و روشهای آماری"، مرتضی ابن شهر آشوب، تهران، مرکز نشر دانشگاهی، جلد اول.
17. مدرس، احمد. حسینی، سید مجتبی و رئیسی، زهره. (1388). "بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی بر بازده سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش های اقتصادی پژوهشکده امور اقتصادی، شماره پنجم، صص 223-250.
18. مشایخ، شهناز. و اسماعیلی مریم. (1385). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 45، صص 25-44.
19. مکرمی، یداله. (1385). "اصول نظام راهبری بنگاه"، فصلنامه حسابرس، شماره 32، صص 40-45.
20. نمازی، محمد و احسان کرمانی (1387). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 53، صص. 83-100.

21. نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (1392). "بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت مدیره بر کارایی فنی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، شماره 12، صص. 35-57.

22. یزدانیان، نرگس. (1385). "نقش راهبری شرکتی در کاهش مدیریت سود"، پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.

این مقاله مستخرج از طرحی است که با حمایت مالی دانشگاه پیام نور با عنوان "بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی و بازده سهامداران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران" به تصویب رسیده است.

23. Bauer, R., Guenster, N., Otten, Roger, (2004), "Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance", *Journal of Asset Management* 5, pp. 91-104.
24. Black, Bernard, (2001), "the corporate governance behavior and market value of Russian firms", *Emerging market review* 2, PP. 89-108.
25. Black, B., Jang, H., Kim, W., (2006), "Does corporate governance predict firms' market values?" Evidence from Korea.
26. Brown, L. D., Caylor, M., (2004), "Corporate Governance and Firm Performance", Presented at 15th Conference on Financial Economics and Accounting, University of Missouri.
27. Chen, C.J.P. and Jaggi, B. (2000), "Association between independent non-executive directors, family control and financial disclosures in Hong Kong", *Journal of Accounting & Public Policy*, Vol. 19 Nos 4/5, pp. 285-310.
28. Chi, j. (2005), "understanding the endogeneity between firm value And shareholder rights", *Financial Management, Financial Management Assosiation*, pp.65-76.
29. Dalton. D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L. AND Ellstrand, A.E., (1999), "Number of directors and financial performance: A meta-analysis", *Academy of Management Jornal*, Vol (42). : pp. 674-686.
30. Demsetz, H. and B. Villalonga. (2001), "Ownership structure and corporate performance", *Jornal of Corporate Finance*, Vol (7). pp. 209-233.
31. DeZoort, F.T., Hermanson, D.R., Archambeault, D.S. and Reed, S.A. (2002), "Audit committee effectiveness: A synthesis of the empirical audit committee literature", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 21, pp. 38-75.
32. Ditmar, A., Mahrt-Smith, j. (2007), "corporate governance and the value of cash holdings", *Journal of Financial Economics* (83): 599-634.
33. Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H., (2004), "Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany", *European Financial Management*, Vol. 10, pp. 267-293.

34. Fama, E., French, K., (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds", *Journal of Financial Economics* (33), p.3-56.
35. Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
36. Gompers, P., Ishii, J., Metrick, A., (2003), "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics* 118, pp.107-155.
37. Hanrahan, P., Ramsay, I. and Stapledon, G. (2004), "Commercial Applications of Company Law", 6th ed., CCH Australia, Sydney.
38. Hermalin, B.E. and M.S. Weisbach (1991) "The effects of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, (21)4pp.101-112.
39. Hutchinson, M. R., Percy, M., and Erkutoglu, L. (2008), "An investigation of the association between corporate governance, earnings management and the effects of governance reforms", *Accounting Research Journal*, Vol.21, No.3, PP.239-262.
40. Jae-Seung, B., Kang J., and Suh Park, K., (2004), "corporate governance and firm value: Evidence from Korean financial crisis", *Journal of Financial Economics*, Vol. 71, Issue2, PP.265-313.
41. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-60.
42. Keasey, K., Thompson, S. and Wright, M. (2005), "corporate governance", John Wiley & Sons Inc.
43. Klein, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33, pp. 375-400.
44. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, 106:pp.1113-1155.
45. Marck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, (1988) "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of Financial Economics*(20), pp.293-315.
46. Navissi, F., Naiker, V., (2006), "Institutional ownership and corporate value", *Managerial Finance*, Vol.32, PP. 247-257.
47. Palliam, R. and Shalhoub, Z. (2003), "The phenomenology of earnings management within the confines of agency theory", *International Journal of Value-based Management*, Vol. 16 No. 1, pp. 75-88.
48. Petra, S.T., (2006), "Corporate governance reforms: fact or fiction?", *Corporate Governance*, Vol. 6 No. 2, pp. 107-15.
49. Rashid K., (2008), "A Comparison of Corporate Governance and Firm Performance in Developing (Malaysia) and Developed (Australia) Financial Markets", A Thesis for PhD degree, Faculty of Business and Law, Victoria University, Melbourne.

50. Silveria, A., (2004), "Governanca corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relacao com o desempenho das empresas no Brasil, doctoral dissertation", Universidade de Sao Paulo, Brasil.
51. Sloan, R., (2001), "Financial accounting and corporate governance: A discussion", Journal of Accounting and Economics, Vol. 32, pp. 335-347.
52. Thomsen, S., Pedersen, T., (2000), "Ownership structure and economic performance in the largest european companies", Strategic Management Journal, Vol.21, Issue 6, PP. 689-705.
53. Treadway Commission (1987), Report of the National Commission on Fraudulent Financial Reporting, available at: www.coso.org/publications.htm.
54. Wiwattanakantang, Y., (2001), "Controlling shareholders and corporate value: evidence from Thailand", Pacific-Basin Finance Journal, Vol 9(4), PP.323-362.
55. Yermack, D. (1996), 'Higher market valuation of companies with a small board of directors', Journal of Financial Economics, Vol. 40, pp. 185-211.