

اثر عوامل نهادی، اقتصادی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

ابراهیم جعفری منش^{۱*}، سمانه غلامی^۲

۱- دکتری حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه تهران

ایمیل نویسنده مسئول: i_jafarimanesh@sbu.ac.ir

Institutional factors and corporate governance with the performance of companies operating in the Tehran Stock Exchange

Ebrahim Jafarimanesh¹, Samaneh Gholami²

1. Ph.D of accounting, Shahid Beheshti University

2. Master of Accounting, University of Tehran

*: Corresponding Author i_jafarimanesh@sbu.ac.ir

Received 01/06/2022, Revised 20/07/2022, Accepted 28/07/2022

Corresponding author

Email: i_jafarimanesh@sbu.ac.ir

چکیده

ایران در زمره کشورهای در حال توسعه قرار داشته و همچون سایر کشورهای در حال توسعه از منظر سازوکارهای حاکمیت شرکتی جالب توجه است. واحدهای فعال در این کشورها صرفاً از هنجارهای معمول پیروی نکرده و بازارهای ناقص کالا، سرمایه استعداد مدیریتی در این کشورها موج می زند. از اینرو محقق در پی بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری است. جهت بررسی اثر فوق نمونه ای در بردارنده ۱،۲۷۶ مشاهده سال شرکت از بابت ۱۱۶ شرکت طی یک بازه ۱۱ ساله است از سال ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۹ انتخاب گردید. داده های مورد نیاز جهت محاسبه متغیرهای پژوهش، از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های بوردی و همچنین بانک های اطلاعاتی بین المللی از جمله بانک جهانی احصا شده است. برای اینکه نتیجه بدست آمده از اعتبار کافی برخوردار باشد، از هردو دسته معیارهای عملکرد مبتنی بر ارقام حسابداری (بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سرمایه) و عملکرد بازار (کیوتوبین) استفاده شده است. یافته های ما هیچ ارتباطی بین اندازه هیئت مدیره و شاخص های ارزیابی عملکرد (چه مبتنی بر بازار یا مبتنی بر ارقام دفتری) را نشان نمی دهد. یافته دیگر پژوهش را ارتباط مستقیم نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد تشکیل می دهد. نهایتاً نتایج پژوهش حاضر نشان از تعدیل منفی ارتباط عملکرد واحد تجاری و حاکمیت شرکتی در حضور متغیرهای نهادی دارد. برخی از عوامل اقتصادی و نهادی منجر به تعدیل منفی ارتباط بین عملکرد مبتنی بر ارقام دفتری و حاکمیت شرکتی شده و بکارگیری شاخص مبتنی بر بازار از بابت عملکرد نیز نتایج مشابهی را به دنبال داشته است.

کلمات کلیدی: حاکمیت شرکتی، عملکرد واحد تجاری، عوامل نهادی، عوامل اقتصادی کلانطبقه بندی موضوعی

M41,G35,G14 :



مقدمه و بیان مساله

ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی به عنوان عوامل تعیین کننده و پیش بینی کننده اساسی فعالیت و عملکرد شرکت در ادبیات پژوهشی تشخیص داده شده و همواره مورد بررسی واقع شده است (بهاگات و بولتون^۱، ۲۰۱۹). مشوقها و روشهایی که حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت از طریق آن بر عملکرد شرکت تأثیر می گذارند همواره از موارد شایان توجه برای پژوهشگران بوده است. پژوهش حاضر نیز تلاشی از در راستای مطالعه ارتباطات فوق و تبیین بینشهای جدید در خصوص چگونگی ارتباط و متغیرهای تعدیل گر مؤثر بر آن.

اگرچه بسیاری از مطالعات به ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت اشاره دارند، لیکن، مطالعه تطبیقی حاکمیت شرکتی و عملکرد نشان دهنده تفاوت فاحش در میان کشورها است (چارخام^۲، ۱۹۹۴). برخی از این تمایزها ممکن است به قالب و حالات متفاوت مالکیت و ساختار سیاسی کشورها (تامسن و پدرسن^۳، ۱۹۹۵)، تفاوتهای نهادی (نورث^۴، ۱۹۹۰)، تفاوتهای فرهنگی (هافستد و هافستد^۵، ۲۰۰۱) و نهایتاً خصوصیات منحصر به فرد هیئت مدیره (فینکلستاین و هامبریک^۶، ۱۹۹۶) برگردد. برای مثال، محیط اجتماعی و بدنه نظارتی حائل بر عملکرد شرکت روی حاکمیت شرکتی تأثیر گذار است. نظریات فعلی روی اثر این موارد تأکید دارند: سیستم نظارتی و قضایی، هنجارهای اجتماعی فرهنگی، باورها و ارزشهای ناظر بر واحد تجاری و رفتار آن (نورث، ۱۹۹۰؛ دوما و همکاران^۷، ۲۰۰۶). علاوه بر این، آلن (۲۰۰۵) نشان می دهد که نقص یا فقدان بازارهای جامع و خصوصیات ارزشمند تعامل با عملکرد واحد تجاری به میزان قابل توجهی در ادبیات پژوهشی مورد مطالعه قرار گرفته است (باگات و بولتون^۸، ۲۰۰۸، ۲۰۱۳؛ دوما و همکاران، ۲۰۰۶؛

1 Bhagat and Bolton

2 Charkham

3 Thomsen and Pedersen

4 North

5 Hofstede and Hofstede

6 Finkelstein and Hambrick

7 Douma et al

8 Bahgat and Bolton



گداجلوریچ و شاپیرو^۱، ۲۰۰۲؛ جنسن و مک‌لینگ^۲، ۱۹۷۶؛ مک‌کنل و سرواز^۳، ۱۹۹۰؛ مورک و همکاران^۴، ۱۹۸۸؛ شلیفر و ویشنی^۵، ۱۹۸۶؛ تامسن و پدرسن^۶، ۲۰۰۰. نتایج اغلب این پژوهش‌ها ارتباط قابل توجهی را در میان خصوصیات هیئت مدیره، ویژگی‌های ساختار حاکمیت و قدرت کنترل سهامداران نشان می‌دهد، البته به صورت جامع و کامل اثبات نشده است که ارتقاء خصوصیات هیئت مدیره منجر به بهبود عملکرد و حد تجاری خواهد شد.

کشورما نیز در زمره کشورهای در حال توسعه قرار داشته و کشورهای در حال توسعه از این منظر جالب توجه هستند، چون واحدهای فعال در آنها صرفاً از هنجارهای معمول پیروی نکرده و بازارهای ناقص کالا، سرمایه استعداد مدیریتی در این کشورها موج می‌زند (مرتزانیس^۷ و همکاران، ۲۰۱۸). این نتایج در حضور خلأهای نهادی رخ می‌دهد که ناشی از چالش‌های سیاسی قابل توجه برای مداخلات نهادی بوده و بنابراین واحدهای تجاری فرصت بیشتری برای عملکرد بهتر نسبت به میانگین خواهند داشت (خانا و پالیو^۸، ۲۰۰۰؛ دوما و همکاران، ۲۰۰۶).

واحدهای تجاری کشور ما نیز همچون سایر کشورهای حوزه MENA در دو دهه اخیر برخی برهه‌ها شاهد رشد اقتصادی بالا بوده‌اند. با توجه با افزایش قیمت نفت و رفع برخی تحریم‌ها در یک بازه زمانی (۱۳۹۲ الی ۱۳۹۷) باعث ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری جدید و افزایش پس‌انداز در سطح ملی شده است. جریان نقدی قابل توجه واریز شده به سیستم بانکی و شرکت‌ها در این حوزه باعث افزایش تقاضا از حوزه وام‌دهنده و سرمایه‌گذار جهت ارتقاء استانداردهای حاکمیت شرکتی شده است (حسین و مالین^۹، ۲۰۰۲؛ جاشی و ماکیل^{۱۰}، ۲۰۰۴؛ محمد و همکاران، ۲۰۰۹؛ محمد و همکاران ۲۰۲۰). چنانکه در کشورما نیز چک‌لیست‌های حاکمیت شرکتی در سنوات اخیر بیش از پیش مورد توجه واقع شده است. در همین وضعیت نیز شاهد آن هستیم که واحدهای

1, Gedajlovic and Shapiro

2, Jensen and Meckling

3, McConnell and Servaes

4, Morck et al

5, Shleifer and Vishny

6, Thomsen and Pedersen

7, Mertzanis et al.

8, Khanna and Palepu

9, Hussain and Mallin

10, Joshi and Wakil



تجاری واقع در حوزه منا برای توسعه بیشتر به دسترسی به سرمایه‌گذاری بین‌المللی دارند. البته در دهه‌های اخیر برخی کشورهای حوزه منا شاهد دوره‌های بی‌ثباتی سیاسی نیز بوده‌اند. دول این منطقه دست به برنامه‌های اصلاح اقتصادی زدند که به دنبال انگیزش اقتصاد، ارتقاء محیط کسب و کار شرکت و توسعه جامع و با ثبات اقتصادی است. اصلاحات مزبور در ابتدا به دنبال ایجاد توازن مجدد در ابعاد کلان اقتصادی و بهبود شرایط حاکمیتی و سرمایه‌گذاری است. مقامات نظارتی فعال در حوزه منا نیز در واکنش به افزایش نظارت در بازارهای سرمایه بین‌المللی به طراحی چهارچوب‌های نظارتی (مطابق نمونه سازمان‌های خارجی) روی آورده‌اند که حاکمیت شرکتی را بهبود می‌بخشد (محمد و باسونی^۱، ۲۰۱۷).

مشارکت پژوهش حاضر در ادبیات پژوهشی حاکمیت شرکتی کشورمان به سه جنبه باز می‌گردد: اولاً عوامل سطح کلانی را در پژوهش خود به کار می‌گیرد که منحصر به حوزه منا و به نوعی بومی است؛ دوماً، نقش خصوصیات متنوع سطح شرکت‌ها را در زمینه‌ای چند سطحی بکار می‌گیرد، به عبارت دیگر از هر دو معیارهای مبتنی بر بازار و حسابداری در کنار یکدیگر استفاده می‌کند و نهایتاً پژوهش به شکلی انجام می‌شود که بتوان نتایج بدست آمده از بابت دامنه وسیعی از عوامل نهادی مربوط به توسعه کشور و ساختارهای اجتماعی را با سایر کشورهای حوزه منا مقایسه کرد. رویکرد این پژوهش بیشتر رفتاری و فرهنگی است و توجه صرف به اطلاعات حسابداری ندارد.

نتایج پژوهش‌های قبلی حکایت از آن دارد که ارتباط معنی‌دار بین حاکمیت شرکتی واحد تجاری و عملکرد آن در کشورهای حوزه منا بستگی به نحوه سنججه مورد استفاده از بابت عملکرد واحد تجاری دارد. علاوه بر این، خصوصیات حاکمیت شرکتی سطح واحد تجاری، مثل اندازه هیئت مدیره، مالکیت بومی و خارجی از جمله پیش‌بینی‌کننده‌های نیرومند عملکرد واحدهای تجاری حوزه منا به شمار می‌روند، حال آنکه ترکیب هیئت مدیره، تصدی همزمان ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل، تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی نیز در زمره پیش‌بینی‌کنندگان معنی‌دار قرار دارند. گذشته از آن، نتایج مطالعات پیشرو اخیر نشان می‌دهد که معنی‌داری، جهت ارتباط و میزان اثر حاکمیت شرکتی بواسطه اثر عوامل اقتصادی و غیر اقتصادی سطح کشور کاهش یا افزایش می‌یابد (مرتزانیس^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). مضامین ماحصل این نتایج برای سیاست‌گذاران را بدین شکل می‌توان اسلوب بندی کرد که عملکرد بهبود یافته واحدهای تجاری واقع در حوزه منا نه تنها بستگی به خط مشی‌های حاکمیت شرکتی سطح شرکت دارد، بلکه مقامات باید عوامل اقتصادی و غیر اقتصادی سطح ملی را نیز در نظر بگیرند. بنابراین سؤال اصلی پیش روی محقق در پژوهش حاضر این

1 Mohamed and Basuony

2 Robust Predictor

3 Mertzanis et al.



است که آیا عوامل نهادی سطح ملی (در کنار عوامل سطح واحد تجاری) بر حاکمیت شرکتی و ارتباط آن با عملکرد شرکت اثر گذار (تعدیل‌گر) باشد یا خیر.

۲-۱- اهداف پژوهش

همانطور که در بخش‌های قبلی نیز بدان اشاره شد، با توجه به مسائل موجود در کشورهای در حال توسعه، بحث و مجادله پژوهشی بین‌المللی ماحصل موارد فوق بیشتر روی این مسئله متمرکز است که نقش حاکمیت شرکتی در پیش‌بینی عملکرد واحد تجاری تا چه حد است، آیا این نقش می‌تواند فارغ از خصوصیات ملی مثل فرهنگ، نهادها و جغرافیا نیز قابل توجه باشد یا خیر. هدف اصلی پژوهش حاضر نیز پاسخ به این سؤال در زمینه کشورمان ایران است. در واقع پژوهش حاضر به دنبال بررسی نقش حاکمیت شرکتی و خصوصیات مالکیتی واحد تجاری در عملکرد آنها است، این بررسی با کنترل از بابت موارد سطح کشور رخ می‌دهد که اثر آنها در ادبیات پژوهشی اثبات شده است. به عبارت دیگر، قبلاً در کشورهای حوزه منا (به عنوان یک منطقه سیاسی جغرافیایی خاص) در مورد عواملی که روی محیط اجتماعی حائل بر شرکت‌ها مطالعاتی انجام شده و اثر برخی عوامل سطح ملی مورد بررسی و بعضاً اثبات شده است، حال پژوهش جاری به دنبال بررسی همان عوامل برای اولین بار در کشور در گام اول، و مقایسه نتایج بدست آمده با کشورهای مزبور در گام دوم است. حسب مطالعات پیشرو در ادبیات پژوهشی، حوزه منا دارای خصوصیات اجتماعی اقتصادی منحصر به فردی است که ناشی از جغرافیا، مذهب و تضادهای نظام‌های سیاسی واقع در آن است. با توجه به موارد فوق، پژوهش حاضر از یک رویکرد چند سطحی (با مطالعه عوامل سطح شرکت و سطح ملی) برای بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری استفاده می‌کند.

۲-۲- مبانی نظری

در این قسمت ابتدا به تئوری‌های پشتیبان ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری پرداخته می‌شود. در گام بعدی هریک از متغیرهای مستقل مورد استفاده در این پژوهش و همچنین مطالعات پیش‌رو بکارگیرنده آن و خلاصه‌ای از نتایج آنها از نظر مخاطب می‌گذرد.

۲-۲-۱- تئوری‌های ناظر بر ارتباط حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری

اگرچه اغلب مطالعات بین‌المللی نشان می‌دهد عملکرد واحد تجاری بواسطه حاکمیت شرکتی خوب ارتقاء و بهبود پیدا می‌کند (برکلی و جیمز^۱، ۱۹۸۷؛ ویسباخ^۲، ۱۹۸۸، رستین و وایت^۳، ۱۹۹۰؛ بیرد

1Brickley and James

2Weisbach

3Rosenstein and Wyatt



و هیکسمن^۱، ۱۹۹۲؛ لی و همکاران، ۱۹۹۲؛ بریکلی و همکاران^۲، ۱۹۹۴؛ چانگ و همکاران^۳، ۲۰۰۳؛ اکبر و همکاران، ۲۰۱۶؛ مرتزانیس^۴ و همکاران، ۲۰۱۸؛ خطیب و النور، ۲۰۲۱). اما شماری از مطالعات نیز شواهدی دال بر اثر منفی سنجش برخی خصوصیات حاکمیت شرکتی بر عملکرد تجاری (باثالا و راثو^۵، ۱۹۹۵؛ هوتچینسون^۶، ۲۰۰۲) یا عدم ملاحظه رابطه معنی‌دار (پروست و همکاران^۷، ۲۰۰۲؛ پارک و شین^۸، ۲۰۰۳؛ سینگ و دیویدسون^۹، ۲۰۰۳؛ یونگ^{۱۰}، ۲۰۰۳؛ دیتامرونگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۷) ارائه می‌دهند.

این نتایج متناقض ره‌آورد تو ضیحات و نظریات بسیار زیاد و متنوعی بوده است. برخی از محققان بحث می‌کنند که داده مورد استفاده عمدتاً محدود به یک حوزه خاص بوده است، چون داده‌ها یا محدود به شرکت‌های بورسی است و یا از طریق پرسشنامه (یا سایر روش‌های پیمایشی) جمع‌آوری شده است. سایر نیز بر این باورند که ماهیت سنجش‌های عملکرد در این تناقضات مؤثر است. این معیارهای شامل استفاده صرف از معیارهای مبتنی بر ارقام حسابداری یا بکارگیری صرف معیارهای مبتنی بر بازار بوده است (جانی و جرمیاس^{۱۲}، ۲۰۰۶). البته گروه دیگری از صاحب‌نظران نیز تصریح می‌دارند ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری از طریق یک مجموعه پیش‌بینی‌کننده محدود در یک بازه زمانی محدود در ادبیات نظری و تجربی مورد مطالعه قرار گرفته است

1Byrd and Hickman

2Lee et al

3Brickley et al

4 Mertzanis et al.

5Bathala and Rao

6Hutchinson

7Prevost et al

8Park and Shin

9Singh and Davidson

10Young

11Dettamrong et al

12Gani and Jermias



(کریوگورسکی ۱، ۲۰۰۶). برای مثال، هرمالین و ویسباخ ۲ (۱۹۹۱) و مک‌آوری و همکاران ۳ (۱۹۸۳) همبستگی بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری را مورد بررسی قرار داده‌است، درحالی‌که کاپلان ۴ (۱۹۸۹) هرمالین و ویسباخ (۱۹۹۱) کول و مهران ۵ (۱۹۹۸) هیملبیگ و همکاران ۶ (۱۹۹۹) و دمیتز و ویلالونگا ۷ (۲۰۰۱) ارتباط بین مالکیت داخلی و عملکرد واحد تجاری را مورد بررسی قرار داده است. در سطح کشور خودمان نیز م‌شایخی و همکاران (۱۳۸۷) میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیات مدیره و میزان سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره را به عنوان شاخصه‌های حاکمیت شرکتی در بررسی ارتباط آن با عملکرد واحد تجاری در نظر گرفته‌است. نمازی و اسماعیل‌پور (۱۳۹۹) به دو مؤلفه ترکیب سهامداران و ترکیب سهامداران بسنده کرده است.

اغلب این مطالعات به بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری از منظر حالت استاندارد تئوری نمایندگی پراخته‌اند. لیکن تئوری نمایندگی در شرکت‌های در حال توسعه به عنوان تنها عامل مهم در ارتباطات متنوع حاکمیت شرکتی، عملکرد واحد تجاری و ساختار مالکیت نیست (هوسکیسون و همکاران ۸، ۲۰۰۰). تئوری نمایندگی تنها بخشی از توضیحات لازم را ارائه داده و بسیاری از محققین پیشنهاد می‌کنند تا تئوری نمایندگی و تئوری‌های مبتنی بر منابع با تئوری سازمان تلفیق شود (ایسنهاردت ۹، ۱۹۸۹؛ الیور ۱۰، ۱۹۹۷؛ باسونی و همکاران ۱۱، ۲۰۱۴). بنابراین، چندین مطالعه برای بدست آوردن درکی جامع‌تر از اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد واحد تجاری در بازارهای نوظهور از رویکردن چند نظریه‌ای استفاده کرده‌اند، آنها تئوری نمایندگی، تئوری مبتنی بر

1Krivogorsky

2Hermalin and Weisbach

3McAvoy et al

4Kaplan

5Cole and Mehran

6.Himmelberg et al

7Demsetz and Villalonga

8Hoskisson et al

9Eisenhardt

10Oliver

11.Basuony et al



منابع^۱ (تئوری منبع محور) و تئوری سازمان را با یکدیگر تلفیق کرده اند (هیلمن و دالزیل^۲، ۲۰۰۳؛ لینال و همکاران^۳، ۲۰۰۶؛ دوما و همکاران، ۲۰۰۶). تئوری منبع محور، مزیت رقابتی پایدار سازمان را به مجموعه منابع آن، نسبت می‌دهند. در این دیدگاه، تمام دارایی‌های سازمان، قابلیت‌های خاص آن، فرایندهای سازمانی، ویژگی‌های بنگاه، اطلاعات و دانش آن و هر چیزی که به سازمان اجازه دهد با طراحی و پیاده سازی استراتژی‌های مختلف کارایی و اثر بخشی خود را افزایش دهند، منابع سازمان محسوب می‌شوند (ورنرفلت، ۱۹۸۴). نظریه پردازان تئوری منبع محور، زیرساختی اقتصادی برای بررسی نقش منابع داخلی در کسب مزیت رقابتی را فراهم می‌آورد. این دیدگاه بر منابعی از سازمان تمرکز دارد که می‌توانند منشا مزیت رقابتی در آن صنعت باشند (حاجی پور و مومنی، ۱۳۸۸). نارایانان (۲۰۰۱) بیان می‌دارد که وقتی که محیط خارجی به سرعت هرچه تمام در حال تغییر و پیشرفت است، تنها رویکردهای داخلی مانند رویکرد منبع محور می‌تواند مبنای ثابت و پایداری را در اخذ تصمیم‌های استراتژیک فراهم نماید.

هیت (۲۰۰۳) عنوان می‌دارد که دیدگاه منبع محور، به ویژگی‌های درونی سازمان توجه نشان می‌دهد که عبارت است از سرمایه‌های نیمه پایدار محسوس و یا غیرمحسوس. همچنین در مدل منبع محور، ریشه استراتژی سازمان و نخستین منبع اعتبارات مالی آن، مدیریت پویای منابع و ظرفیت‌های رو به رشد آن است.

دیدگاه منبع محور تفاوت عملکرد بنگاه‌ها را در تفاوت منابع در اختیار و نحوه بکارگیری منابع می‌داند. این رویکرد تحلیل می‌کند که شرکت‌های موفق منابعی دارند که ارزش مجموعه آنها بیشتر از رقیب است. به‌طور منطقی این موضوع به این معنی است که شرکت‌هایی که عملکرد پایین‌تری دارند نیز ممکن است دارای مزیت رقابتی باشند ولی با ارزشی کمتر از رقبای موفق‌تر آنها. اگرچه معیار مقایسه شرکتها در رویکرد مبتنی بر منابع (در مقایسه با رویکرد سازمان صنعتی) بجای عملکرد، بهره‌برداری از منابع سازمان است، مزیت رقابتی باید بر حسب افزایش ارزش نسبی منابع و هزینه بر بودن تقلید آنها توسط رقیب تعیین شود (بارنی، ۲۰۰۱).

اما در خصوص تلفیق تئوری نمایندگی و تئوری سازمان نیز می‌توان به مطالعه بیر و منیز (۱۹۳۲) اشاره کرد، از نظر آنها کنترل سازمان‌ها در دست مدیران میباشد در حالی که مالکان با هزاران و حتی میلیونها سهامدار آنها را تحت فشار قرار میدهند. به نظر میرسد که آنها خیلی نگران «فعالیت» هستند تا اینکه نگران سوء استفاده‌هایی که هم اکنون صورت میگیرد، باشند. به عنوان مثال، در مورد سوء استفاده‌های بالقوه، بیرل و منیز عنوان میکنند که، «هم بازار

1 Resource-Based Theory

2Hillman and Dalziel

3Lynall et al

سرمایه و هم محیط کسب و کار، تأیید شدن بوسیله یک استاندارد قابل توجیه در این باره را تقاضا خواهند کرد». با تأکید آنها روی تأیید شدن با استانداردهای مناسب، بیز و منیز یک رویکرد سازمانی نوین برای حاکمیت شرکتی به کار میگیرند که متأسفانه در بهبودهای بعدی تئوریهای نمایندگی اقتصادی و مدیریتی شکست خورده اند. مطالعاتی همچون رودپشتی و بیات (۱۳۹۱) نیز ارائه یک تئوری نمایندگی سازمانی در سطح کشور، اما از منظر حسابداری مدیریت برآمده است. تئوری سازمانی نمایندگی ممکن است به عنوان تحلیل رفتار مدیریتی در سازمانهای بسیار بزرگ و گسترده که در آن واکنش مدیران تحت تأثیر دستورالعملهای سازمانی قرار میگیرد تعریف شود که این دستورالعملها شامل رویه های ارزش گذاری داراییها، گزارشگری و... بوده، و به عنوان یک ابزار ترکیبی از حاکمیت داخلی و حسابداری مدیریت می باشند.

حاکمیت شرکتی از زمان شروع به کار خود به تئوری سازمان کمک کرده است، این کمک از طریق مطالعه سازمانها انجام می شود. در واقع حاکمیت شرکتی به بررسی سبکهای کنترل و همکاری موضوع حاکمیت شرکتی انجام می شود. سبکهای مزبور در دامنه ارتباطات ضمنی و صریح بین شرکت و مشارکت کنندگان آن و همچنین ارتباطات فیما بین خود مشارکت کنندگان با یکدیگر قرار می گیرد (بردلی ۱ و همکاران، ۱۹۹۹). تئوری سازمان با در نظر گرفتن بینشهای ذاتی آن از بابت ماهیت ساختارهای اختیار عمل و کنترل می تواند مشارکتی مهمی در ادبیات حاکمیت شرکتی داشته باشد. البته عکس این مشارکت نیز صحیح است، یعنی حاکمیت شرکتی یک زمینه جذاب برای تئوری سازمان محسوب شده و فرصتی برای تصریح و بازتعریف آن است، چون حاکمیت شرکتی عمدتاً به کنترل شرکت برمی گردد. برای رفع برخی از مسائل طرح پژوهش پیش گفته در ادبیات پژوهشی فعلی ناگزیر باید از تحلیل چند سطحی استفاده شود. پژوهش حاضر هر دو معیارهای مبتنی بر ارقام حسابداری و بازار را در سنجش عملکرد واحد تجاری به کار می گیرد.

۲-۲-۲- خصوصیات مربوط به هیئت مدیره و حاکمیت شرکتی

تحقیقات پیشین با توجه به رویه های حاکمیتی، نقش مهمی را به ترکیب هیئت مدیره تخصیص میدهند. درجه تاثیر هیئت مدیره شدیداً به سطح استقلال آن بستگی دارد، چرا که مدیران مستقل ظرفیت بیشتری برای شنیده شدن و اعمال نیازهای سهامدار دارند. حضور مدیران "طرفدار سهامدار" یا حتی آنهایی که ارتباطات خاصی ندارند، برای مسئله مسئولیت اجتماعی، مخصوصاً در حضور نماینده های دولتی، محققان یا اساتید، باید تمایلاتشان را ارتقا دهد (والز ۲ و همکاران، ۲۰۱۲). سهامداران با ادعاهای مشروع محیطی، مدیران را برای مشارکت در معیارهای محیطی در

1Bradley et al

2 Walls

تصمیمات حقوق اداری شان ترغیب میکنند (بارونو گومز-مجیا، ۲۰۰۹). این مدیران مستقل باید برای پاسخ گویی به فشارها از جانب سهامداران با ایجاد کمیته‌های مشخص، بیشتر فعالیت کنند. به عقیده فاما و همکاران (۱۹۸۳) مدیران غیرموظف به تفکیک تصمیمات مدیریت کمک میکنند و هنگامیکه محدودیتهای خارجی بر رفتار مدیران اجرایی ضعیف است، بهتر است تا اکثر اعضای هیئتمدیره از مدیران غیرموظف باشند (سلمن و سلمن، ۱۳۸۴، سعیدی و همکاران ۲۰۲۰). اگر مدیرعامل از اعضای هیئت مدیره باشد، به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق میگردد. در واقع در این حالت مدیرعامل بهطور بالقوه اختیار بیشتری دارد. ساختار دوگانه همچنین به مدیرعامل اجازه میدهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضا هیئت مدیره را بهطور مؤثری کنترل کند و از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد (آقایی و چالاک، ۱۳۸۹).

۱-۱-۲-۲- اندازة هیئت مدیره

تئوری سازمان بیان می‌دارد که اعضای هیئت مدیره با اعضای بیشتر زمان بالاتری را به نسبت هیئت‌های کوچک‌تر برای اتخاذ تصمیمات صرف می‌کنند (استینر^۱، ۱۹۷۲). جنسن (۱۹۹۳) اندازه هیئت مدیره را به عنوان یک خصوصیات ارزشمند از هیئت مدیره شرکت‌ها ذکر می‌کند. مطالعات تجربی نیز نشان داده است که ارزش بازار برای واحدهای تجاری دارای هیئت مدیره کوچک‌تر بیشتر ارزش قائل است (لیبتون و لورسچ^۲، ۱۹۹۲؛ یرماک^۳، ۱۹۹۶؛ ساندا و همکاران^۴، ۲۰۰۵؛ ایسنبرگ و همکاران^۵، ۱۹۹۸). در مطالعات مزبور بدین نکته نیز اشاره شده است که مدیران عامل در زمان بزرگتر بودن هیئت مدیره از قدرت و نفوذ کنترل بیشتری دارند (چنگ، ۲۰۰۸؛ ایسنبرگ و همکاران، ۱۹۹۸؛ جنسن، ۱۹۹۳؛ سینگ و دیدیدسون، ۲۰۰۳؛ یرماک، ۱۹۹۶؛ محمد و همکاران، ۲۰۱۷). هیئت‌های مدیره بزرگ دچار هزینه همکاری بالا و مشکلات پردازش تصمیمات هم هستند که منجر به دشواری در دستیابی به تصمیمات نهایی می‌شود. علاوه‌براین، هیئت‌های مدیره کوچک‌تر احتمال مفت‌سواری را کاهش داده و بنابراین راه را برای بهبود عملکرد باز می‌کنند. اثر مزبور بواسطه خصوصیات بخشی نیز تعدیل می‌شود. برای مثال، استیکوراس و همکاران^۶ (۲۰۰۷) گزارش می‌کند که ارتباط منفی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت در بانک‌های اروپایی وجود دارد،

1 Steiner

2 Lipton and Lorsch

3 Yermack

4 Sanda et al

5 Eisenberg et al

6 Staikouras et al



حال آنکه هوانگ^۱ (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای مشابه با حیطه جغرافیایی تایوان به نتایجی مؤید ارتباط مثبت دست پیدا کرد. بنابراین فرضیه اول را می‌توان در قالب ارتباط بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری اسلوب‌بندی کرد.

۲-۱-۲-۲- ترکیب هیئت مدیره (نسبت اعضای غیر موظف)

یکی از فرضیه‌های بسیار مهم در ادبیات حاکمیت شرکتی این است که تعداد اعضای غیر موظف موجود و علت استقلال بالاتر هیئت مدیره در اتخاذ تصمیمات است (جان و سنبت^۲، ۱۹۹۸). البته ارتباط بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد شرکتی از منظر نظریه و شواهد تجربی شفاف و صریح نیست. اما از سوی دیگر، تئوری مباشرت تصریح می‌کند که اعضای موظف (داخلی) آشنایی بیشتری با فعالیت‌های واحد تجاری داشته و از این رو در موقعیت بهتری برای کنترل و نظارت بر مدیریت قرار دارند. گذشته از این، مدیران عامل تمایلی به اشتراک‌گذاری اطلاعات با اعضای غیر موظف ندارند چون باعث کاهش ارزش سهامداران می‌شود (آدامز و فریرا^۳، ۲۰۰۷). از سوی دیگر اما تئوری نمایندگی فرض می‌کند اعضای غیر موظف به عنوان "داوران حرفه‌ای" عمل می‌کنند که از وجود رقابت در میان اعضای داخلی جهت اقدامات مطابق با بیشینه کردن ارزش سهامداران اطمینان لازم را ایجاد می‌نمایند (فاما^۴، ۱۹۸۰؛ دمستز و لن^۵، ۱۹۸۵). اعضای خارجی هیئت مدیره با اتخاذ برخی تصمیمات مؤثر و کارا در حفاظت از منافع سهامداران اثربخش و کارا ظاهر می‌شوند (کوتر و همکاران^۶، ۱۹۹۷؛ ویسباخ، ۱۹۸۸). مطالعات قبلی حکایت از ارتباط مثبت بین تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری دارد (هاسن و همکاران^۷، ۲۰۰۱؛ روستین و وایت^۸، ۱۹۹۰؛ ویسباخ، ۱۹۸۸؛ ولی زاده لاریجانی و خدایی، ۱۴۰۰). البته برخی از مطالعات دیگر نیز نشان‌دهنده ارتباط منفی میان این دو بودند (آگراوال و نوبر، ۱۹۹۶؛ یرماک، ۱۹۹۶؛ باهگات و بلک، ۲۰۰۲؛ کلین، ۲۰۰۲؛ عرب مازار یزدی و طاهرخانی، ۱۳۸۹). با توجه بدین موارد می‌توان نتیجه گرفت که ترکیب بین اعضای داخلی و خارجی هیئت مدیره به

1Huang

2John and Senbet

3Adams and Ferreira

4Fama

5Demsetz and Lehn

6.Cotter et al

7.Huson et al

8Rosenstein and Wyatt



عنوان یک هیئت مدیره شرکتی مؤثر عمل می‌کند (بیزینگر و باتلر^۱، ۱۹۸۵؛ بیزنجر و هاسکینسون^۲، ۱۹۹۰؛ باومز^۳، ۱۹۹۴؛ خان، الجبری و سایف^۴، ۲۰۲۱). با توجه بدین موارد است که فرضیه دوم پژوهش یعنی ارتباط بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری تبیین شده است.

۳-۱-۲-۲- مدیریت

توانایی هیئت مدیره بر نظارت و عزل مدیران عامل ناکارا از اهمیتی انکار نشدنی برخوردار است. جنسن (۱۹۹۳) از منظور تئوری نمایندگی بیان می‌دارد که ناکامی اعضای هیئت مدیره در زمینه واداشتن مدیریت ارشد برای تصمیمات سریع باعث فقدهای رهبری مستقل خواهد شد. بنابراین، دوگانگی مدیرعامل به عنوان یک مشکل در نظر گرفته می‌شود، چون مدیرعامل در صورت تصدی همزمان پست ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل از اثر غالب در تصمیمات هیئت مدیره برخوردار خواهد بود (برگ و اسمیت^۵، ۱۹۷۸؛ برکلی و همکاران^۶، ۱۹۹۷). این موارد نشان می‌دهد تصدی دو پست سازمانی فوق‌الذکر (ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل) باید توسط دو شخص متفاوت انجام گیرد. البته صدق این فرضیه در خصوص شرکت‌های کوچک‌تر محل بحث است، چون در این شرکت‌ها مدیرعامل با تصدی همزمان ریاست هیئت مدیره قادر به اتخاذ سریع تصمیمات بدون طی فرآیند بوروکراتیک است. برای مثال، برخی مطالعات قبلی نشان از ارتباط مثبت بین دوگانگی مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره با عملکرد واحد تجاری دارد (رچنر و دالتون، ۱۹۹۱؛ ساندا و همکاران، ۲۰۰۵؛ سعیدی و همکاران، ۲۰۲۰). حال آنکه برخی مطالعات دیگر هیچ ارتباطی میان این دو را نشان نمی‌دهد (جسوکا و پیسکوتو^۷، ۲۰۲۱). فرضیه سوم پژوهش مبنی بر ارتباط دوگانگی ریاست هیئت مدیره و مدیرعامل بر عملکرد شرکت ناشی از مباحث فوق است. البته طبق ماده ۱۳۴ لایحه اصلاح بخشی از قانون تجارت "مدیرعامل شرکت نمی‌تواند در عین حال رئیس هیات مدیره همان شرکت باشد، مگر با تصویب سه چهارم آراء حاضر در مجمع

1Baysinger and Butler

2Baysinger and Hoskinsson

3Baums

4 Khan, Al-Jabri and Saif

5Berg and Smith

6,Brickley et al

7Jesuka and Peixoto



عمومی. "بنابراین تصدی همزمان این پست‌ها در کشورها کمتر از سایر کشورها است، بنابراین فرضیه حاضر به منظور قابلیت مقایسه با پژوهش‌های بین‌المللی به پژوهش اضافه شده است.

۴-۱-۲-۲- تمرکز مالکیت

ساختار مالکیت به عنوان یکی از عناصر مهم ساختار حاکمیت شرکتی واحد تجاری عمل کرده و بنابراین روی عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. تمرکز مالکیت با توجه به زمینه قانونی کشورها از بابت حفاظت از سهامداران اقلیت متفاوت است (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۸). ساختار مالکیت واحدهای تجاری در کشورهای انگلستان و آمریکا بیشتر نامتراکم است چون مکانیزم‌های حفاظت از سرمایه‌گذاران در این کشورها (با توجه به توسعه بیشتر بازار بورس) بیشتر از سایرین است. از سوی دیگر، بسیاری از کشورهای اروپایی و آسیایی شاهد حضور مالکان عمده و بلوکی هستند که عمده سهام دارای حق رأی شرکت‌های بورسی را به صورت مستقیم و غیر مستقیم در اختیار خود دارند (کروگورسکی^۱، ۲۰۰۶). بازارهای سرمایه در کشورهای در حال توسعه ضعیف‌تر بوده و تمرکز مالکیت در آنها بیش از سایر کشورها مشهود است. مطالعات قبلی در کشورهای در حال توسعه نیز نشان‌دهنده یک ارتباط مثبت بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت هستند، این رابطه مثبت را می‌توان اینگونه توضیح داد که مالکیت متمرکز از منافع سرمایه‌گذاران و سایر ذینفعان محافظت می‌کند (سرکار و سرکار^۲، ۲۰۰۰، خانا و پالپو^۳، ۲۰۰۰؛ ایهیکویا^۴، ۲۰۰۹؛ شاهوان^۵، ۲۰۰۵؛ دوکاسی و گویوت^۶، ۲۰۰۶). پژوهش‌های داخلی بسیاری نیز بر ارتباط و تأثیر این سنجه بر عملکرد شرکت صحه گذاشته‌اند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷؛ نصراللهی و عارف منش، ۱۳۹۹). فرضیه پنجم پژوهش حاضر مبنی بر ارتباط مثبت بین تمرکز مالکیت و عملکرد واحد تجاری محصول مباحث فوق است.

۵-۱-۲-۲- مالکیت نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی^۷ (حقوقی) را می‌توان به عنوان تعدیل‌کنندگان بالقوه مشکلات نمایندگی عمل کنند چون انگیزه بیشتری برای نظارت بر رفتار مدیریت و عملکرد واحد تجاری دارند (کلاسنس و

1Krivogorsky

2Sarkar and Sarkar

3Khanna and Palepu

4Ehikioya

5Shahwan

6Ducassy and Guyot

7Institutional investors



همکاران^۱، ۲۰۰۰؛ دمستز و لن^۲، ۱۹۸۵؛ دنیس و مک کنل^۳، ۲۰۰۳؛ شلیفر و ویشنی، ۹۹۷؛ لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). علاوه بر این، سهامداران نهادی، بالاخص مؤسسات مالی، در کمینه کردن تناقض‌های کارگزار - نماینده شرکت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر باشند، چون آنها به مهارت‌ها و منابع لازم برای انجام این مهم مجهز هستند (کاپلان و مینتون^۴، ۱۹۹۴؛ شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷؛ اهیکیویا، ۲۰۰۹). توانایی مضاعف آنها در کسب رأی دلخواه و کنترل مدیریت باعث بهبود پرو سه تصمیم‌گیری و ریسک‌پذیری شده و بنابراین عملکرد واحد تجاری می‌شود (ماثوری^۵، ۲۰۰۶). نهادها در چنین موقعیت‌ها و شرایطی به نظارت بیشتر در فرآیند عملیات سازمانی نیز کمک می‌کنند. پژوهش‌های قبلی نشان از یک ارتباط مثبت بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت دارند (گیورسیو و هاوکینز^۶، ۱۹۹۹، اسمیت، ۱۹۹۹؛ نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷؛ صراف، کریمی و بشارت‌پور، ۱۴۰۱). یکی دیگر از فرضیه‌های پژوهش حاضر مبنی بر ارتباط معکوس فیما بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی نیز از مباحث فوق منتج شده‌است.

۳- روش پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ روش شناسی، از نوع شبه تجربی و پس رویدادی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با اطلاعات واقعی صورت می‌گیرد و چون می‌تواند در فرآیند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، لذا نوعی تحقیق کاربردی است. تحقیق پس رویدادی به تحقیقی گفته می‌شود که پژوهشگر علت احتمالی متغیر وابسته را مورد بررسی قرار می‌دهد. به عبارت دیگر، روش پس رویدادی روشی است که از روی اطلاعات گذشته و از روی معلول، به یافتن علت احتمالی می‌پردازد. در این پژوهش در راستای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ابتدا با استفاده از روش کتابخانه‌ای، ضمن مطالعه ادبیات موضوع و جستجو در نتایج پژوهش‌های قبلی صورت گرفته و مطالعه کتب، نشریات، مجلات و پایگاه‌های الکترونیکی معتبر در این حوزه، عوامل و اجزای اطلاعاتی مورد نیاز بدست آمده و با برداشت مستقیم اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه و گزارش فعالیت هیات مدیره به مجمع صاحبان سهام آنها و سایت سازمان

1 Claessens et al

2 Demsetz and Lehn

3 Denis and McConnell

4 Kaplan and Minton

5 Maury

6 Guercio and Hawkins



بورس اوراق بهادار تهران، مجموع داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها جمع آوری شده است.

پس از انتخاب شرکت های نمونه و جمع آوری اطلاعات مربوطه، جهت انجام برخی محاسبات، نرم افزار صفحه گسترده اکسل مورد استفاده قرار گرفت. سپس در تجزیه و تحلیل اطلاعات با توجه به نیاز، از مدل های رگرسیونی خطی چند متغیره و برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از نرم افزار استاتا ۱۱ استفاده شده است.

۳-۱- فرضیه های پژوهش

جهت مستقیم و معکوس را در طبق تحقیقات گذشته رفرنس دهید.

فرضیه های پژوهش با توجه مبانی نظری ذکر شده در فصل پیشین و همچنین سئوالات پیش روی محقق به شکل ذیل بیان می گردد:

۱- بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری ارتباط معکوس وجود دارد (برای مثال؛ استیکوراس و ۲۰۰۷، محمد و همکاران، ۲۰۱۷).

۲- بین نسبت اعضای غیر موظف و عملکرد واحد تجاری ارتباط مستقیم وجود دارد (برای مثال؛ ها سن و همکاران، ۲۰۰۱؛ رو سنتین و وایت، ۱۹۹۰؛ وی سباح، ۱۹۸۸؛ ولی زاده لاریجانی و خدایی، ۱۴۰۰).

۳- بین یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل و عملکرد واحد تجاری ارتباط مستقیم وجود دارد (برای مثال؛ رچنر و دالتون، ۱۹۹۱؛ ساندا و همکاران، ۲۰۰۵).

۴- بین تمرکز مالکیت و عملکرد واحد تجاری ارتباط معکوس وجود دارد (برای مثال؛ نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷؛ نصراللهی و عارف منش، ۱۳۹۹).

۵- بین میزان مالکیت نهادی و عملکرد واحد تجاری ارتباط معکوس وجود دارد (برای مثال؛ صراف، کریمی و بشارت پور، ۱۴۰۱).

۳-۲- جامعه و نمونه پژوهش

جامعه آماری این پژوهش را واحدهای تجاری فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹ تشکیل می دهد. برای انتخاب نمونه پژوهش حاضر و به منظور ارتقاء تعمیم پذیری یافته ها از خصوصیات ذیل برای انتخاب گزینش استفاده شده است:



- ۱- از بازه زمانی ۱۳۸۹ یا پیش از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- ۲- طی دوره‌ی مورد پژوهش، بیش از سه ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.
- ۳- طی سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۹، نماد معاملاتی آنها از تابلوی بورس خارج نشده باشد.
- ۴- برای رعایت قابلیت مقایسه پذیری، سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- ۵- جز شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند، زیرا افشا اطلاعات مالی در آنها متفاوت است.

در نهایت و با اعمال موارد فوق، نمونه پژوهش حاضر در بردارنده ۱،۲۷۶ مشاهده سال شرکت از بابت ۱۱۶ شرکت طی یک بازه ۱۱ ساله است.

۳-۳- مدل پژوهش و متغیرهای بکار گرفته شده در آن

متغیر وابسته پژوهش حاضر را سنج‌های عملکرد شرکت تشکیل می‌دهد. در پژوهش حاضر تلاش شده است تا دو طبقه کلی از شاخص‌های عملکرد شرکت یعنی شاخص‌های مبتنی بر ارزش دفتری و شاخص‌های مبتنی بر ارزش بازار مورد بررسی قرار گیرد. این سنج‌ها را می‌توان بدین شرح برشمرد: بازدهی دارایی‌ها (مبتنی بر ارزش دفتری)، بازده حقوق صاحبان سهام (مبتنی بر ارزش دفتری)، کیوتوین (مبتنی بر ارزش بازار).

با توجه به مبانی نظری پیش‌گفته، شاخص‌های حاکمیت شرکتی در پژوهش حاضر به عنوان متغیر مستقل عمل می‌کنند. شاخص‌های حاکمیت شرکتی پژوهش حاضر شامل این موارد است: اندازه هیئت‌مدیره، درصد اعضای غیر موظف، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی.

متغیر تعدیل‌گر بنا به تعریف؛ متغیر تعدیل‌کننده متغیری است که به صورت مستقیم بر جهت رابطه یا میزان رابطه متغیرهای مستقل و وابسته می‌تواند موثر باشد (باورن و کنی، ۱۹۸۶). متغیرهای نهادی سطح کشور در اینجا نقش متغیر تعدیل‌گر را بر عهده دارند. این متغیرهای به منظور ثبت اثر غیر قابل مشاهده عوامل سطح کشور بر ارتباط فیما بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در مدل گنجانده شده است که اثر شایان توجهی در تفاوت سطح شاخص حاکمیت شرکتی در کشورهای فعال در کشورهای مختلف داشته باشد. متغیرهای سطح کشور نیز عبارتند از: سرانه تولید ناخالص داخلی، درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی، ضریب جینی، توسعه نیروی انسانی، ثبات سیاسی، اثربخشی دولت، کیفیت قانونگذاری، شفافیت شرکتی، تعهد مدیران، حقوق سهامداران، حفاظت از سهامداران، میزان مالکیت بازار سرمایه، سابقه نظارت بر بورس، سابقه



حاکمیت شرکتی، اجباری بودن حاکمیت شرکتی. انتخاب متغیرهای سطح کشور فوق الذکر، گذشته از پیشینه پژوهشی و ادبیات موضوعی، با توجه مطالعات شاخص اخیر در حوزه منا انجام شده است تا امکان مقایسه تطبیقی یافته های پژوهش حاضر با آنها میسر گردد. البته با توجه به اینکه مقدار متغیرهای مالکیت بازار سرمایه و همچنین اجباری بودن حاکمیت شرکتی در دوره زمانی پژوهش تغییری نداشته، متغیرهای مزبور از مدل نهایی حذف شده است.^۱ در نهایت نیز برخی از متغیرهای سطح شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در مدل انگاشته شده است تا اثر آنها بر عملکرد شرکت کنترل شده و مانعی بر اعتبار یافته های پژوهش نباشند. متغیرهای کنترل سطح شرکت عبارتند از: اهرم شرکت، نقدینگی شرکت، رشد شرکت، عمر شرکت، اندازه شرکت. جدول ذیل خلاصه از متغیرها، نقش آنها و تعاریف عملیاتی مربوطه بدست می دهد. رابطه ذیل نیز مدل مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد. در رابطه ذیل به جای متغیر عملکرد یکی از معیارهای پیش گفته یعنی بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام یا کیوتوبین قرار خواهد گرفت. شرح کامل متغیرها در پیوست (۱) پژوهش ذکر شده است.

$$Performance_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 OWNCON_t + \beta_3 OWNINST_{i,t} + \beta_4 C_Duality_{i,t} + \beta_5 Leverage_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 CASH_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \beta_{10} GDPCAP_t + \beta_{11} FINDPLG_t + \beta_{12} GINI_t + \beta_{13} HDI_t + \beta_{14} PLSTB_t + \beta_{15} GOVEFF_t + \beta_{16} REGQLT_t + \beta_{17} TRANSP_t + \beta_{18} DLIABIL_t + \beta_{19} SHRIGHT_t + \beta_{20} INVPROT_t + \beta_{21} REGYEAR_t + \beta_{22} CODYEAR_t + \varepsilon$$

(1)^۲

^۱ عمده سهام موجود در بازار (طبق اعلام بانک جهانی) طی دوره پژوهش همواره در اختیار دولت و ارگانها و شرکت های زیر مجموعه آن بوده است، بنابراین در کل دوره پژوهش این متغیر برابر با یک است. از سوی دیگر، حسب بندهای ۸، ۱۱ و ۱۸ ماده ۷ قانون بازار اوراق بهادار (مصوب آذر ۸۴ مجلس) و در راستای اصلاح نهادی حاکمیت شرکتی طبق بند ۴ ماده ۴ قانون برنامه پنجساله ششم توسعه، حاکمیت شرکتی تا قبل از شروع دوره پژوهش اجباری بوده است، مقدار مشاهده شده برای این شاخص در تمامی دوره برابر با یک خواهد بود.

^۲ تعریف متغیرها در صورت درخواست خواننده از طریق ایمیل نویسنده به وی ارسال می شود.



۴- تجزیه و تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

۴-۱- تحلیل توصیفی یافته‌ها

جدول زیر حاوی شاخص‌های میانگین، بیشترین و کمترین، انحراف معیار و تعداد مشاهدات است که برای توصیف متغیرهای پژوهش به کار گرفته می‌شود. لازم به ذکر است برای کاهش دادن مشاهدات پرت بر روی نتایج پژوهش، پنج درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های مربوط به داده‌های پیوسته را با اعداد نزدیک‌ترین و اعداد بزرگ‌ترین مشاهدات آن داده‌ها جایگزین کردیم که نتایج در جدول (۱) ارائه شده است:



جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
بازدهی دارایی ها	ROA	۰.۱۴۵۸۵۵	۰.۱۵۲۶۶۵	-۰.۴۰۴۴۶	۰.۸۳۰۳۴۶
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰.۳۰۷۷۳۰۲	۰.۱۷۵۰۹۹۴۰	۰.۰۸۵۱۰۳۱۰	۰.۵۴۲۷۰۹۳۰
کیوتوبین	Qtobin	۱.۵۲۴۳۲۵	۱.۲۴۹۶۸۹	۳۶۴۰۳۳۷.	۴.۲۲۹۸۷۹
اندازه هیئت مدیره	BSIZE	۵.۰۴۵۴۵۵	۰.۳۶۴۴۶۴	۳	۷
درصد اعضای غیر موظف	BSIZEINDP	۰.۶۰۲۹۱۱	۰.۲۵۸۹۹۳	۰	۱
تمرکز مالکیت	OWNCON	۷۳۸۰۰.	۱۸۵۸۳۰.	۰	۰.۹۹۹
مالکیت نهادی	OWNINST	۰.۷۴۲۸.	۱۸۵۳۸۰.	۰	۰.۹۹۹
اهرم شرکت	Leverage	۰.۰۶۵۲۰۲	۰.۰۷۳۵۴۴	۰	۰.۴۹۳۰۸۹
نقدینگی شرکت	Liquidity	۱.۸۳۶۵۵۹	۲.۶۵۰۸۱۲	۰.۲۲۳۲۸۲	۴۳.۸۱۱۵۸
رشد شرکت	GROWTH	۰.۴۷۴۸۰۱	۴.۳۹۵۵۶۶	-۰.۴۷۱۵۱	۱۵۶.۴۳۰۷
عمر شرکت	AGE	۲.۹۲۹۴۵۹	۰.۵۵۷۸۶	۰	۴.۱۸۹۶۵۵
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۵۲۹۶۵	۱.۵۴۸۸۶۲	۱۰.۹۵۲۱۲	۲۰.۷۶۸۶۹
سرنانه تولید ناخالص داخلی	GDPCAP	۳.۷۰۲۰۹۵	۰.۱۵۵۰۶۱	۳.۳۸۴۲۶	۳.۸۹۹۱۵۵
درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی	FINDPLG	۵۸.۳۰۸۴۳	۷.۰۳۴۸۱۲	۴۷.۷۴۳۶۳	۷۰.۳۵۴۲۳
ضریب جینی	GINI	۴۰.۴۹۸۱۸	۰.۸۴۶۱۷۵	۳۹.۵	۴۲
توسعه نیروی انسانی	HDI	۰.۷۶۴۱۸۲	۰.۰۲۰۴۸۳	۰.۷۴۲	۰.۷۸۷
ثبات سیاسی	PLSTB	-۱.۲۶۲۷۳	۰.۳۱۸۸۱۸	-۱.۷۱	-۰.۸۱
اثربخشی دولت	GOVEFF	-۰.۴۶۵۴۵	۰.۲۲۳۳۰۲	-۰.۹۹	-۰.۱۹
کیفیت قانونگذاری	REGQLT	-۱.۴۱۹۰۹	۰.۱۳۵۰۵۸	-۱.۷۱	-۱.۲
شفافیت شرکتی	TRANSP	۷.۲۰۸۱۸۲	۱.۱۲۴۸۳۸	۵.۵۸	۹
تعهد مدیران	DLIABIL	۵.۲۶۵۸۰۱	۰.۱۴۴۴۲۹	۴.۹۶۹۲۲	۵.۵۱۵۴۲
حقوق سهامداران	SHRIGHT	۴.۷۲۶۷۰۲	۰.۳۸۳۸۲۵	۴.۰۷۴۵۱۱	۵.۵۲۷۵۱۲
حفاظت از سهامداران	INVPROT	۴.۸۶۱۶۴۸	۰.۱۹۱۰۳۹	۴.۶۲۳۸۲۵	۵.۳۷۴۶۵۶
سابقه نظارت بر بورس	REGYEAR	۱.۶۸۰۲۹۵	۰.۰۲۸۷۰۹	۱.۶۳۳۴۶۹	۱.۷۲۴۲۷۶
سابقه حاکمیت شرکتی	CODYEAR	۰.۹۲۳۸۴۲	۰.۱۶۸۵۳۳	۰.۶۰۲۰۶	۱.۱۴۶۱۲۸



۱-۲-۴- همبستگی بین متغیرهای پژوهش ها (ارسال طبق درخواست خواننده به نویسنده مسئول از طریق ایمیل) به منظور بررسی همبستگی متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد جدول همبستگی انجام شده که نشانگر همبستگی های جزئی و بعضاً عمده بین متغیرها است که در برآورد مدل با توجه به آنها اصلاح لازم انجام شده است^۱.

۲-۴- تحلیل استنباطی

تجزیه و تحلیل مدل پژوهش بر اساس رگرسیون حداقل مربعات معمولی زمانی نتایج مطلوبی ارائه خواهد داد که فروض این گونه رگرسیون برقرار باشد، در غیر این صورت نتایج به دست آمده بر اساس برازش این گونه رگرسیون ها قابل اتکا نخواهد بود. با توجه به حجم بالای مشاهدات و نوع برآورد انتخابی، از دسته پیش فرض های رگرسیون باید عدم وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل مورد آزمون قرار گیرد. این پژوهش با بهره گیری از ضرایب عامل تورم واریانس شدت هم خطی متغیرهای مستقل پژوهش را بررسی می نماید. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. اولین بررسی مربوط به آزمون مدل با متغیر مستقل بازده دارایی ها انجام شده است. همانطور که در جدول ذیل نیز مشخص است، تا پیش از تعدیل مدل، شرایط مربوط به این پیش فرض برقرار نیست. جدول ۲: خلاصه آزمون VIF/انجامی جهت برآورد مدل ها (ارسال طبق درخواست خواننده به نویسنده مسئول از طریق ایمیل)

جدول ۳: آزمون های هاسمن و لیمر جهت برآورد مدل های پژوهش

نتایج آزمون های هاسمن و لیمر برآورد مدل سوم پژوهش		نتایج آزمون های هاسمن و لیمر برآورد مدل دوم پژوهش		نتایج آزمون های هاسمن و لیمر برآورد مدل اول پژوهش	
نتایج آزمون لیمر	آماره های آزمون هاسمن	نتایج آزمون لیمر	آماره های آزمون هاسمن	نتایج آزمون لیمر	آماره های آزمون هاسمن
F test that all $u_i=0$: F(115, 1027) = 22/8	$\chi^2(17) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 80/14$	F test that all $u_i=0$: F(115, 1032) = 63/8	$\chi^2(17) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 80/14$	F test that all $u_i=0$: F(115, 911) = 10.46	$\chi^2(17) = (b-B)'[(V_b - V_B)^{-1}](b-B) = 34/33$
Prob > F = 0/0000	Prob > $\chi^2 = 1588/0$	Prob > F = 0/0000	Prob > $\chi^2 = 2528/0$	Prob > F = 0/0000	Prob > $\chi^2 = 0076/0$

^۱ جدول مزبور جز یافته های محقق است و در صورت درخواست خواننده از طریق ایمیل نویسنده به وی ارسال می شود.



اول در خصوص آزمون فوق این است که متغیرهای توسعه نیروی انسانی، حفاظت از سهامداران، میزان مالکیت بازار سرمایه، سابقه نظارت بر بورس و اجباری بودن حاکمیت شرکتی بعلاوه هم خطی در رگرسیون کمکی از آزمون حذف شده است. به منظور رفع مشکل آماری فوق، بجای متغیرهای حائز تورم واریانس از تفاضل‌های مرتبه اول و دوم آنها استفاده و آزمون تورم واریانس مجدداً انجام شد که نتایج آن در ستون دوم جدول فوق می‌آید. با مشاهده جدول (۲) می‌توان پی به رفع مشکل صدرا اشاره برد.

با حل این مشکل، برآورد مدل آزمون با استفاده از سنج بازده دارایی‌های شرکت به عنوان معیار عملکرد واحد تجاری انجام شد. نتیجه برآورد مدل در ادامه می‌آید. بعد از انجام آزمون اف لیمر (چاو) و انتخاب مدل اثرات ثابت مقطعی برای انتخاب روش آزمون داده‌ها از بین دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در آزمون هاسمن، فرضیه صفر به معنی این است که ارتباطی بین جزء اختلال مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ندارد و آنها از یکدیگر مستقل هستند در حالی که فرضیه مقابل به این معنی است که بین جزء اختلال مورد نظر و متغیرهای توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می‌شویم. بنابراین بهتر است در صورت پذیرفته شدن فرض H_1 از روش اثرات ثابت استفاده کنیم. تحت فرضیه H_0 ، اثرات ثابت و اثرات تصادفی هر دو سازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکارا است.



آزمون هاسمن برای مدل پژوهش حاضر انجام و نتایج آن به شرح جدول (۳) محاسبه شد. با توجه به نتایج بدست آمده فرض صفر آزمون رد و فرضیه یک یعنی اثرات ثابت تعیین که در برآورد مدل از آن استفاده خواهد شد. آزمون لیمر و هاسمون نیز انجام شده است که نتایج ماحصل نشان می‌دهد برآورد مدل با شرایط تابلویی و اثرات ثابت مناسب است.

۴-۴- برآورد مدل‌ها و بررسی فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه در پژوهش حاضر از چندین سنجه برای عملکرد واحد تجاری استفاده شده است، در هر یک از بخش‌های ذیل یکی از سنجه‌های بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سرمایه و کیوتوبین برآورد خواهد شد.

۴-۴-۱- برآورد مدل با استفاده از بازده دارایی‌ها

در راستای بررسی فرضیات در زمینه‌ها و سنجه‌های مختلف، ابتدا مدل با استفاده از بازده دارایی‌ها به عنوان متغیر وابسته برآورد که نتیجه آن در ذیل آمده است.



نیاز به ارایه مدل در جداول نیست حذف شوند(انجام شد).

متغیر وابسته: $ROA_{i,t}$

بخش اول: ضریب متغیرها

نام متغیر مستقل	مقدار ضریب	انحراف معیار	آماره تی	احتمال رد
درصد اعضای غیر موظف	-۰/۰۰۰۴	۰/۰۱۵۲	-۰/۰۳۰۰	۰/۹۷۷۰
مالکیت نهادی	-۰/۰۸۰۸	۰/۰۲۹۶	-۲/۷۳۰۰	۰/۰۰۶۰
اهرم شرکت	-۰/۲۸۵۸	۰/۰۵۴۷	-۵/۲۳۰۰	۰/۰۰۰۰
نقدینگی شرکت	۰/۰۱۶۲	۰/۰۰۱۵	۱۰/۷۴۰۰	۰/۰۰۰۰
رشد شرکت	-۰/۰۰۲۹	۰/۰۰۰۷	-۴/۲۳۰۰	۰/۰۰۰۰
عمر شرکت	-۰/۰۲۳۶	۰/۰۳۲۷	-۰/۷۲۰۰	۰/۴۷۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۷۸	۰/۰۰۹۸	۱/۸۲۰۰	۰/۰۶۹۰
سرنانه تولید ناخالص داخلی	-۰/۱۹۰۱	۰/۱۵۳۱	-۱/۲۴۰۰	۰/۲۱۵۰
درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی	-۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۱۷	-۱/۱۶۰۰	۰/۲۴۵۰
ضریب جینی	-۰/۰۰۹۳	۰/۰۰۸۳	-۱/۱۲۰۰	۰/۲۶۱۰
تفاضل اول توسعه نیروی انسانی	-۰/۸۷۱۱	۰/۶۰۰۴	-۱/۴۵۰۰	۰/۱۴۷۰
ثبات سیاسی	-۰/۰۳۵۷	۰/۰۱۷۳	-۲/۰۶۰۰	۰/۰۴۰۰
اثربخشی دولت	-۰/۱۰۳۵	۰/۰۳۶۹	-۲/۸۰۰۰	۰/۰۰۵۰
کیفیت قانونگذاری	-۰/۰۰۵۰	۰/۰۶۸۱	-۰/۰۷۰۰	۰/۹۴۱۰
شفافیت	-۰/۰۰۵۹	۰/۰۱۱۶	-۰/۵۱۰۰	۰/۶۱۴۰
تعهد مدیران	-۰/۰۸۴۶	۰/۰۶۸۰	-۱/۲۴۰۰	۰/۲۱۴۰
جز نایت	۱/۵۹۳۷	۱/۲۲۵۶	۱/۳۰۰۰	۰/۱۹۴۰

بخش دوم: مقادیر آماره‌های سطح مدل

ضریب تعیین (R^2)	۰/۲۵۲۶	آماره F	$F(16,1028) = 37/77$
			Prob > F = 0.0000

همانطور که از م مشاهده جدول فوق نیز بر می آید، با توجه به آماره فی شر، مدل به صورت کلی معنادار و فرض صفر مبنی بر بی معنی بودن آن رد می شود. بررسی ضریب متغیرها می دهد از جمله شاخص های حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیر موظف در مدل و سنجح حاضر (بازده دارایی ها) بی معنی و مالکیت نهادی دارای رابطه منفی معنی دار با عملکرد واحد تجاری است. در خصوص متغیرهای نهادی سطح کشور نیز ثبات سیاسی و اثربخشی دولت اثر تعدیل گری



منفی معنی دار دارند. شایان ذکر است سایر متغیرهای مدل اصلی پژوهش به علت هم‌خطی از مدل حاضر حذف شده‌است (محقق نسبت به برآورد مدل با آنها اقدام و نتیجه معنی‌دار نبوده‌است).

۴-۴-۲- برآورد مدل با استفاده از بازده حقوق صاحبان سرمایه

در گام دوم مدل با استفاده از بازده حقوق صاحبان سرمایه به عنوان معیار سنجش عملکرد واحد تجاری برآورد می‌گردد. قبل از برآورد مدل، آزمون پیش‌فرض‌های رگرسیون انجام گرفته است.

اولین بررسی به آزمون هم‌خطی رگر سورها باز می‌گردد. همانطور که در ستون سوم جدول (۲) نیز مشخص است، تا پیش از تعدیل مدل، شرایط مربوط به این پیش‌فرض برقرار نیست. برای رفع هم‌خطی از تفاضل متغیرهای حائز هم‌خطی استفاده شده و بعضاً حذف آنها راهکاری نهایی بوده است. نتیجه اصلاح شده در ستون چهارم جدول مزبور آمده است.

در گام بعدی و برای تعیین نوع برآورد مدل با سنججه دوم، آزمونهای لیمر و هاسمن (که توضیحات آنها در بخش قبلی به تفصیل آمده است) انجام و نتایج آن نشان داد میبایست مدل را به صورت تابلویی و با اثرات تصادفی برآورد شود. با مشخص شدن تنظیمات و نوع مدل طبق آزمون‌های آماری، برآورد مدل آماری انجام و نتایج در ادامه می‌آید.

متغیر وابسته: $ROE_{i,t}$

بخش اول: ضریب متغیرها

نام متغیر مستقل	مقدار ضریب	انحراف معیار	آماره تی	احتمال رد
درصد اعضای غیر موظف	۰.۰۳۷۹۸۸	۰.۰۱۹۲۹۶	۱.۹۷	۰.۰۴۹
مالکیت نهادی	۰.۰۵۵۲۴۱	۰.۰۳۳۵۷۶	۱.۶۵	۰.۱
اهرم شرکت	-۰.۰۲۶۵۱۸	۰.۰۶۸۱۳۷	-۳.۸۹	۰
نقدینگی شرکت	۰.۰۰۷۲۵۴	۰.۰۰۱۸۶۳	۳.۸۹	۰
رشد شرکت	-۰.۰۰۲۳۳	۰.۰۰۰۸۲۷	-۲.۸۲	۰.۰۰۵
عمر شرکت	-۰.۰۰۴۲۶۸	۰.۰۱۷۸۱۵	-۲.۴	۰.۰۱۷
اندازه شرکت	۰.۰۰۴۴۳۶	۰.۰۰۶۰۳۷	۰.۷۳	۰.۴۶۲
تفاضل اول سرانه تولید ناخالص داخلی	-۰.۰۶۱۹۲۱	۰.۱۲۹۹۳۲	-۴.۷۷	۰
درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی	-۰.۰۰۲۵۷	۰.۰۰۰۹۵۲	-۲.۷	۰.۰۰۷
ضریب جینی	-۰.۰۴۷۳۶	۰.۰۱۴۱۰۹	-۳.۳۶	۰.۰۰۱
تفاضل اول توسعه نیروی انسانی	-۳.۹۷۳۸۴	۰.۸۷۹۸۷۵	-۴.۵۲	۰
ثبات سیاسی	-۰.۰۵۸۲۹	۰.۰۲۳۳۰۳	-۲.۵	۰.۰۱۲
جز ثابت	۲.۳۰۱۳۶۱	۰.۶۵۱۸۰۴	۳.۵۳	۰

بخش دوم: مقادیر آماره‌های سطح مدل

Wald chi2(12) = 292.96	آماره والد	۱۸۳۶	ضریب تعیین (R^2)
Prob > chi2 = 0.0000			

همانطور که از مشاهده جدول فوق نیز بر می‌آید، با توجه به آماره والد، مدل به صورت کلی معنادار و فرض صفر مبنی بر بی معنی بودن آن رد می‌شود. بررسی ضریب متغیرها می‌دهد از جمله شاخص‌های حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیر موظف در مدل و سنجه حاضر (بازده حقوق صاحبان سهام) دارای رابطه مثبت معنی دار و مالکیت نهادی فاقد رابطه معنی دار با عملکرد واحد تجاری است. در خصوص متغیرهای نهادی سطح کشور نیز سرانه تولید ناخالص داخلی (به صورت تفاضل اول)، درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی، ضریب جینی، توسعه نیروی انسانی (تفاضل اول) و ثبات سیاسی تعدیل‌گری منفی معنی دار دارند. شایان ذکر است سایر متغیرهای مدل اصلی پژوهش به علت هم‌خطی از مدل حاضر حذف شده است (محقق نسبت به برآورد مدل با آنها اقدام و نتیجه معنی‌دار نبوده است).



۴-۴-۳- برآورد مدل با استفاده از شاخص کیوتوبین

در گام سوم مدل با استفاده از شاخص کیوتوبین به عنوان معیار سنجش عملکرد واحد تجاری برآورد می‌گردد. قبل از برآورد مدل، آزمون پیش فرض‌های رگرسیون انجام گرفته است. اولین برر سی به آزمون هم خطی رگر سورها باز می‌گردد. همانطور که در ستون پنجم جدول (۲) نیز مشخص است، تا پیش از تعدیل مدل، شرایط مربوط به این پیش فرض برقرار نیست. برای رفع هم خطی از تفاضل متغیرهای حائز هم خطی استفاده شده و بعضاً حذف آنها راهکاری نهایی بوده است. نتیجه اصلاح شده در ستون آخر جدول (۲) آمده است. در مرحله بعدی و برای تعیین نوع برآورد مدل با سنجح دوم، مدل به صورت تابلویی و با اثرات تصادفی برآورد شد.

متغیر وابسته: $Qtobin_{i,t}$

بخش اول: ضریب متغیرها			
نام متغیر مستقل	مقدار ضریب	انحراف معیار	آماره تی
درصد اعضای غیر موظف	۰,۵۶۳۳	۰,۱۰۸۰	۵,۲۲۰۰
مالکیت نهادی	-۰,۰۶۷۴	۰,۱۶۳۱	-۰,۴۱۰۰
اهرم شرکت	-۱,۲۴۸۶	۰,۳۶۲۶	-۳,۴۴۰۰
نقدینگی شرکت	۰,۰۵۵۹	۰,۰۰۹۸	۵,۷۱۰۰
رشد شرکت	-۰,۰۲۵۲	۰,۰۰۴۸	-۵,۲۹۰۰
عمر شرکت	-۰,۰۳۳۵	۰,۰۶۹۹	-۰,۴۸۰۰
اندازه شرکت	-۰,۱۱۳۹	۰,۰۲۴۱	-۴,۷۲۰۰
تفاضل اول سرانه تولید ناخالص داخلی	-۲,۵۲۰۴	۰,۶۴۷۰	-۳,۹۰۰۰
تفاضل اول درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی	-۰,۰۴۲۲	۰,۰۰۶۴	-۶,۶۵۰۰
ضریب جینی	-۰,۵۳۶۴	۰,۰۴۹۱	-۱۰,۹۲۰۰
توسعه نیروی انسانی	۳۷,۵۲۹۲	۳,۹۵۵۴	۹,۴۹۰۰
ثبات سیاسی	۰,۰۰۱۸	۰,۱۷۸۸	۰,۰۱۰۰
اثر بخشی دولت	-۱,۸۹۵۴	۰,۱۹۰۲	-۹,۹۷۰۰
کیفیت قانونگذاری	-۵,۱۱۷۷	۰,۹۰۰۲	-۵,۶۸۰۰
جز ثابت	-۱۱,۹۹۱۱	۴,۸۲۵۵	-۲,۴۸۰۰

بخش دوم: مقادیر آماره‌های سطح مدل

Wald chi2(12) = 2175.03	آماره والد	۰/۶۲۵۶	ضریب تعیین (R^2)
Prob > chi2 = 0.0000			



همانطور که از مشاهده جدول فوق نیز بر می آید، با توجه به آماره والد، مدل به صورت کلی معنادار و فرض صفر مبنی بر بی معنی بودن آن رد می شود. بررسی ضریب متغیرها می دهد از جمله شاخص های حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیر موظف در مدل و سنجح حاضر (بازده حقوق صاحبان سهام) دارای رابطه مثبت معنی دار و مالکیت نهادی فاقد رابطه معنی دار با عملکرد واحد تجاری است. در خصوص متغیرهای نهادی سطح کشور نیز تفاضل اول سرانه تولید ناخالص داخلی، تفاضل اول درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی، ضریب جینی، اثربخشی دولت، کیفیت قانونگذاری و ثبات سیاسی تعدیل گری منفی معنی دار دارند. شایان ذکر است سایر متغیرهای مدل اصلی پژوهش به علت هم خطی از مدل حاضر حذف شده است (محقق نسبت به برآورد مدل با آنها اقدام و نتیجه معنی دار نبوده است).

خلاصه ای از آزمون های آماری انجامی را می توان در جدول ذیل مشاهده کرد:

شاخص عملکرد واحد تجاری		بازده دارایی ها		بازده حقوق صاحبان سهام		کیوتوبین	
فرص	شاخص حاکمیت شرکتی	معنی داری ارتباط	معنی داری ارتباط	معنی داری ارتباط	معنی داری ارتباط	جهت ارتباط	معنی داری ارتباط
1	اندازه هیئت مدیره	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>
2	نسبت اعضای غیر موظف	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	مستقیم	<input type="checkbox"/>
3	یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>
4	تمرکز مالکیت	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>
5	مالکیت نهادی	<input type="checkbox"/>	معکوس	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>
متغیرهای نهادی تعدیل گر منفی		ثبات سیاسی اثربخشی دولت		تفاضل اول سرانه تولید ناخالص داخلی درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی ضریب جینی تفاضل اول توسعه نیروی انسانی ثبات سیاسی		تفاضل اول سرانه تولید ناخالص داخلی تفاضل اول درصد اعتبار دریافتی بخش خصوصی ضریب جینی توسعه نیروی انسانی اثربخشی دولت کیفیت قانونگذاری	

۵- نتیجه‌گیری و جمع‌بندی

در راستای بررسی فرضیه اول، داده‌های مربوط به اندازه هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری جمع آوری شد. ارتباط بین این دو در قالب مدلی متناسب و قابل مقایسه با پژوهش‌های بین‌المللی مورد بررسی قرار گرفت. برای اینکه نتیجه بدست آمده از اعتبار کافی برخوردار باشد، از هر دو دسته معیارهای عملکرد مبتنی بر ارقام حسابداری (بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سرمایه) و عملکرد بازار (کیوتوبین) استفاده شده است. برخی مطالعات مشابه در حوزه منا^۱ (از جمله مرتزانیس و همکاران، ۲۰۱۸) ارتباطی مثبت بین این شاخص حاکمیت شرکتی و عملکرد را نشان می‌دهد، حال آنکه برخی مطالعات دیگر نیز (از جمله آرایسی و جیزی، ۲۰۱۹) ارتباط معنی داری بین این دو را رد می‌کند. محقق نیز (همراستا با پژوهش‌های دسته دوم) هیچ ارتباطی بین اندازه هیئت مدیره و شاخص‌های ارزیابی عملکرد مشاهده نکرد. پژوهشگر بر این باور است که فقدان ارتباط فوق به علت توزیع اندازه هیئت مدیره در نمونه است. به عبارت دیگر، با توجه به الزامات قانونی حدود ۹۷ درصد سال-شرکتهای نمونه دارای ۵ عضو هیئت مدیره هستند و به همین دلیل نیز امکان مطالعه آماری صحیح از این بابت میسر نیست.

فرضیه دوم عبارت از ارتباط مستقیم نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد واحد تجاری است. برآورد مدل‌ها با استفاده از شاخص‌های بازده حقوق صاحبان سهام و کیوتوبین مؤید وجود این ارتباط به صورت مستقیم بوده و با توجه به ضریب‌ها (و مقادیر احتمال رد مندرج در جداول) می‌توان نتیجه گرفت فرضیه دوم در قالب دو شاخص از سه شاخص مورد پژوهش تأیید می‌شود. این نتایج با سایر مطالعات مشابه حوزه منا نیز مطابقت دارد (برای مثال: مرتزانیس و همکاران، ۲۰۱۸؛ آرایسی و جیزی، ۲۰۱۹؛ المریه، ۲۰۲۱).

فرضیه سوم پژوهش ناظر بر ارتباط بین یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل و عملکرد واحد تجاری است. همانطور که در بخش مبانی نظری بدان اشاره شد، با توجه به محدودیت‌های قانونی و عدم مشاهده نمونه‌ای دال بر تصدی همزمان این دو پست، امکان بررسی آماری در قالب هیچ یک از شاخص‌های مورد پژوهش میسر نشد.

فرضیه چهارم به ارتباط بین ارتباط معکوس تمرکز مالکیت و عملکرد واحد تجاری اختصاص داشت. حسب جداول فصل چهارم مشخص می‌شود ارتباط معناداری بین این خصوصیت ساختار مالکیت و عملکرد واحد تجاری قابل استنباط نیست. اگرچه محقق نسبت به حذف مقادیر پرت از بابت این متغیر مستقل نیز اقدام کرد، لیکن نتایج آماری یکسان باقی ماند. عدم وجود ارتباط

^۱ کشورهای خاور میانه و شمال آفریقا



بین خصوصیت و عملکرد واحد تجاری با برخی پژوهش‌های حوزه منا همخوانی دارد (المریه، ۲۰۲۱).

نهایتاً فرضیه پنجم از بابت ارتباط معکوس مالکیت نهادی و عملکرد واحد تجاری تبیین شده است. ارتباط مزبور تنها در برآورد مدل با استفاده از بازده دارایی‌ها مشاهده شده و مقدار ضریب، آماری تی و احتمال رد (به ترتیب $0/08$ ، $-0/73$ ، $0/06$) نشان از اثبات این ارتباط با استفاده از شاخص بازده دارایی‌ها دارد. این توضیح عملکرد با پژوهش‌های دیگر حوزه منا همخوانی ندارد.

نتیجه‌گیری دیگر و بسیار مهم پژوهش حاضر را اثر تعدیل‌گری متغیرهای نهادی سطح کشور بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد واحد تجاری تشکیل می‌دهد. اگرچه اغلب مطالعات حوزه منا بیانگر تعدیل مثبت ارتباط فوق توسط متغیرهای نهادی هستند، لیکن نتایج پژوهش حاضر نشان از تعدیل منفی ارتباط در حضور متغیرهای نهادی دارد، به عبارت دیگر نمی‌توان برای بهبود اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد واحد تجاری روی متغیرهای سطح ملی حساب کرد. البته محقق براین باور است عدم انعکاس دقیق اطلاعات اقتصاد ایران توسط نهادهای بین‌المللی نیز ممکن است در یافته فوق تأثیر داشته باشد. از این گذشته، اغلب متغیرهای پولی سطح ملی (از جمله تولید ناخالص داخلی) با در نظر گرفتن نفت است که منشأ آن بورس اوراق بهادار نبوده و همین مسئله نیز باعث واگرایی یافته‌ها خواهد شد.

منابع

۱. پاک مرام، عسگر و لطفی، بهرام. (۱۳۹۵). ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکتهای بیمه ی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه بیمه (صنعت بیمه)، ۳۱(۴)، ۲۵-۴۸.
۲. حساس یگانه، یحیی، و ریسی، زهره، و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. علوم مدیریت ایران، ۴(۱۳)، ۷۵-۱۰۰.
۳. آقای، محمدعلی و پری چالاکی. (۱۳۸۹). بررسی رابطه بین ویژگیهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، ۴، ۱-۲۴.
۴. رضایی، فرزین، و سبحانی، مجتبی. (۱۳۹۴). بهینه سازی عملکرد شرکت ها با استفاده از سازوکارهای حاکمیت شرکتی و بکارگیری الگوریتم های فرا ابتکاری. مدیریت توسعه و تحول، ۷(۲۲)، ۱۹-۲۸.
۵. رمضان احمدی، محمد، آهنگری، عبدالمجید، حاجب، حمیدرضا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر همزمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۱)، ۸۳-۱۰۲.
۶. رهنمای رودپشتی، فریدون، بیات، علی. (۱۳۹۱). تعامل سازمانی حسابداری مدیریت و حاکمیت شرکتی: تبیین یک روش نوین برای تفسیر مشکل نمایندگی. دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ۱(۱)، ۱-۱۸.



۷. ذوالفقاری، مهدی، واعظ، سید علی، خدامرادی، محمد. (۱۴۰۰). ارائه الگوی تأثیر ارتباطات سیاسی و حاکمیت شرکتی بر عملکرد بانک‌ها در شرایط بروز بحران‌های مالی. اقتصاد مالی، ۱۵(۵۵)، ۱۹۱-۲۱۶.
۸. مشایخی، بیتا، بزاز، محمد، محمدآبادی، مهدی. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۱(۳)، ۳۳-۵۴.
۹. نخعی، حبیب اله، احمدپور، جعفر. (۱۳۹۹). تأثیر ساختار هیات مدیره و حاکمیت شرکتی بر معیارهای عملکرد و محافظه کاری غیرشرطی شرکت‌های ایرانی. چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۳(۲۲)، ۸۲-۱۰۱.
۱۰. نمازی، نویدرضا، اسماعیل پور، حسن. (۱۳۹۹). تأثیر ویژگی آندروژنیک مدیران و نقش تعدیلی حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۴۶)، ۱۶۸-۱۴۷. doi: ۲۰۲۰, ۱۱۲۷۸۶.iaar/۱۰, ۲۲۰۳۴
۱۱. سلمن، جیل و آریس سلمن. (۱۳۸۴). نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی. ترجمه یحیی حساس یگانه و امیر پوریانسب، ماهنامه حسابدار، ۱۹(۴)، ۴۶-۵۶.
۱۲. عرب مازاریدی، محمد، طاهرخانی، رضا. (۱۳۸۹). تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۸(۲۹)، ۹۷-۱۱۳.
۱۳. ولی زاده لاریجانی، اعظم، خدایی، مونا. (۱۴۰۰). اثر تعدیل کننده کیفیت عملکرد حسابرسی داخلی بر رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۳(۵۲)، ۱-۲۲.
۱۴. نمازی، محمد، و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۵(۵۳)، ۸۳-۱۰۰.
۱۵. اسماعیلی، امیرمحمد، نصراللهی، زهرا، عارف منش، زهره. (۱۳۹۹). بررسی رابطه‌ی فساد، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: یک بررسی استانی. مدل‌سازی اقتصادی، ۱(۱)، ۳۳-۵۵.
۱۶. صراف، فاطمه، کریمی، مجتبی، بشارت پور، فاطمه. (۱۴۰۱). تأثیر افق مالکیت نهادی بر مسئولیت اجتماعی و ارزش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۶(۵۸)، ۱۷۳-۱۹۱.
17. Almarayeh, T. (2021), "Board gender diversity, board compensation and firm performance. Evidence from Jordan", *Journal of Financial Reporting and Accounting*, Vol. ahead-of-print No. ahead-of-print.
18. Khatib, S. F. and A.-N. I. Nour (2021). "The impact of corporate governance on firm performance during the COVID-19 pandemic: Evidence from Malaysia." *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 8(2): 0943-0952.
19. Khan, M. T., Al-Jabri, Q. M., & Saif, N. (2021). Dynamic relationship between corporate board structure and firm performance: Evidence from Malaysia. *International Journal of Finance & Economics*, 26(1), 644-661.
20. Jesuka, D. and Peixoto, F.M. (2022), "Corporate governance and firm performance: does sovereign rating matter?", *Corporate Governance*, Vol. 22 No. 2, pp. 243-256. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2020-0369>



21. Adams, R.B. and Ferreira, D. (2009) "Women in the board room and their impact on governance and performance", *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, No. 2, pp.291–309.
22. Akbar, S., Poletti-Hughes, J., El-Faitouri, R., and Shah, S. (2016), "More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the application of generalized method of moments estimation", *Research in International Business and Finance*, Vol. 38, pp. 417-429.
23. Alesina, A., Devleeschauwer, A., Easterly, W., Kurlat, S., and Wacziarg, R. (2003). "Fractionalization", *Journal of Economic Growth*, Vol. 8 No. 2, pp. 155-194.
24. Allen, F. (2005), "Corporate governance in emerging economies", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21 No. 2, pp. 164-177.
25. Bahgat, S and Black, B (2002), "The Non-Correlation between Board Independence and Long-Term Firm Performance", *Journal of Corporation Law*, Vol. 27 No. 2, pp. 231-273.
26. Bahgat, S. and Bolton, B. (2008), "Corporate governance and firm performance", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 14, pp. 257-273.
27. Bahgat, S. and Bolton, B. (2013), "Director ownership, governance, and performance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48 No. 1, pp. 105-135.
28. Basuony, M., Mohamed, E. and Al-Baidhani, A. (2014), "The effect of corporate governance on bank financial performance: Evidence from the Arabian Peninsula", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 11 No. 2, pp. 166-179.
29. Bathala, C. and Rao, R. (1995), "The Determinants of Board Composition: An Agency Theory Perspective", *Managerial and Decision Economics*, Vol. 16, pp. 59-69
30. Baums, T (1994), *Corporate Governance in Harmony-system & Recent Developments*, in M. Issakson & R. Skog (Eds.) *Aspects of corporate Governance*, Stockholm: Jurist
31. Baysinger, B. and Butler, H. (1985), "Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition", *Journal of Law, Economics and Organization*, Vol. 1, pp. 101-124.
32. Baysinger, B. and Hoskinsson, R. (1990): "The Composition of the Board of Directors & Strategic Control: Effects of Corporate Strategy", *Academy of Management Review*, Vol. 15, pp. 72-87.



33. Berg, S. and Smith, S. (1978), "CEO & Board Chairman: A Quantitative Study of Dual versus Unitary Board Leadership", *Directors & Boards*, Spring, pp. 34-39.
34. Bradley, M., Schipani, C., Sundaram, A., and Walsh, J. (1999), "The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: Corporate governance at a crossroads.", *Law and Contemporary Problems*, Vol. 62, pp. 9-86.
35. Brickley, J., Coles, J., and Terry, R. (1994), "Outside Directors and the Adoption of Poison Pills", *Journal of Financial Economics*, Vol. 35 No. 3, pp. 371-390.
36. Brickley, J., Coles, J., and Jarrell, G. (1997), "Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 3 No. 3, pp. 189-220.
37. Byrd, J. and Hickman, K. (1992), "Do outside Directors Monitor Managers: Evidence from Tender Offer Birds", *Journal of Financial Economics*, Vol. 32 No. 2, pp. 195-221.
38. Charkham, J. (1994), "A larger role for institutional investors", *Capital Markets and Corporate Governance*, Oxford, pp. 99-110.
39. Claessens, S., Djankov, S., and Lang, L. (2000), "The separation of ownership and control in East Asian corporations". *Journal of financial Economics*, Vol. 58 No. 1, pp. 81-112
40. Cole, R. and Mehran, H. (1998), "The effect of changes in ownership structure on performance: Evidence from the thrift industry". *Journal of Financial economics*, Vol. 50 No. 3, pp. 291-317.
41. Cotter, J, Shivdasani, A and Zenner, M (1997), "Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers?", *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, pp. 195-218.
42. David, P. and Kochhar, R. (1996), Barriers to effective corporate governance by institutional investors: Implications for theory and practice. *European Management Journal*, 14(5), 457-466.
43. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985), "The structure of corporate ownership: Causes and consequences", *Journal of Political Economy*, Vol. 93 No. 6, pp. 1155-1177.
44. Demsetz, H. and Villalonga, B. (2001), Ownership Structure and Corporate Performance. Working Paper, UCLA.
45. Denis, D. and McConnell, J. (2003), "International corporate governance", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38 No. 1, pp. 1-36.



46. Douma, S., George, R., and Kabir, R. (2006), "Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: Evidence from a large emerging market", *Strategic Management Journal*, Vol. 27 No. 7, pp. 637-657.
47. Ducassy, I. and Guyot, A. (2017), "Complex ownership structures, corporate governance and firm performance: The French context", *Research in International Business and Finance*, Vol. 39, pp. 291- 306.
48. Ehikioya, B. (2009), "Corporate governance structure and firm performance in developing economies: evidence from Nigeria", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, Vol. 9 No. 3, pp. 231-243.
49. Eisenberg, T, Sundgren, S and Wells, M (1998), "Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 48, pp. 35-54
50. Eisenhardt, K. (1989), "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, Vol. 14 No. 1, pp. 57-74.
51. Fama, E. (1980), "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, Vol. 88, pp. 134-145.
52. Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 327-349.
53. Finkelstein, S. and Hambrick, D. (1996), *Strategic leadership: Top executives and their effects on organizations*. South-Western Pub.
54. Gani, L and Jermias, J (2006), "Investigating the Effect of Board Independence on Performance across Different Strategies", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 295-314
55. Gedajlovic, E., & Shapiro, D. M. (2002). Ownership structure and firm profitability in Japan. *Academy of Management Journal*, 45(3), 565-575.
56. Guercio, D., & Hawkins, J. (1999). The motivation and impact of pension fund activism. *Journal of financial economics*, 52(3), 293-340.
57. Hermalin, B and Weisbach, M (1991), "The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance", *Financial Management*, Vol. 20 No. 4, pp. 101-112.
58. Hillman, A. J. (2015). "Board diversity: Beginning to unpeel the onion". *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 104-107.
59. Himmelberg, C., Hubbard, R. and Palia, D. (1999), "Understanding the determination of managerial ownership and the link between ownership", *Journal of Financial Economics*, Vol. 53, pp. 353-384



60. Hofstede, G. and Hofstede, G. (2001), Culture's consequences: Comparing values, behaviors, institutions and organizations across nations. Sage.
61. Hoskisson, R., Eden, L., Lau, C., and Wright, M. (2000). Strategy in emerging economies. *Academy of management journal*, Vol. No. 3, pp. 249-267.
62. Huang, C. (2010), "Board, ownership and performance of banks with a dual board system: evidence from Taiwan", *Journal of Management & Organization*, Vol. 16 No. 2, pp. 219-34.
63. Huson, M., Parrino, R., and Starks, L. (2001), "Internal monitoring mechanisms and CEO turnover: A long-term perspective", *The Journal of Finance*, Vol. 56 No. 6, pp. 2265-2297.
64. Hutchinson, M. (2002), "An Analysis of the Association between Firms' Investment Opportunities, Board Composition, and Firm Performance", *Asia Pacific Journal of Accounting and Economics*, Vol. 9, pp. 17-39.
65. Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems". *Journal of Finance*, Vol. 48 No. 3, pp. 832-880.
66. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-350.
67. John, K. and Senbet, L. (1998), "Corporate Governance and Board Effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22, pp. 371-403.
68. Kaplan, S. (1989), "The effects of management buyouts on operating performance and value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24 No. 2, pp. 217-254.
69. Kaplan, S. and Minton, B. (1994), "Appointments of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 36 No. 2, pp. 225-258.
70. Khanna, T. and Palepu, K. (2000), Emerging market business groups, foreign intermediaries, and corporate governance. In *Concentrated corporate ownership*, University of Chicago Press, pp. 265-294.
71. Khanna, A. (2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 33 No. 3, pp. 375-400.
72. Krivogorsky, V. (2006), "Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 176-197.



73. Kuran, T. (2005), "The absence of the corporation in Islamic law: origins and persistence", *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 53 No. 4, pp. 785-834.
74. Lee, C., Rosenstein, S., Rangan, N. and Davidson III, W. (1992): "Board Composition and Shareholder Wealth: The Case of Management Buyouts", *Financial Management*, 21, 58-72
75. Li, S. and Filer, L. (2007), "The effects of the governance environment on the choice of investment mode and the strategic implications", *Journal of World Business*, Vol. 42, pp. 80-98.
76. Lipton, M. and Lorsch, J. (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *Business Lawyer*, Vol. 48, pp. 59-77.
77. Lynall, M., Golden, B., and Hillman, A. (2003), "Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view", *Academy of Management Review*, Vol. 28 No. 3, pp. 416-431.
78. Maury, B. (2006), "Family ownership and firm performance: Empirical evidence from Western European corporations", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 12 No. 2, pp. 321-341.
79. McAvoy, P., Cantor, S., Dana, J., and Peck, S. (1983), "Statement of the Business Roundtable on the American Law Institute's Proposed", *Principles of Corporate Governance and Structure: Restatement and Recommendations*. New Haven, CT: ALI
80. McConnell, J. and Servaes, H. (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27 No. 2, pp. 595-612.
81. Mohamed, E., Basuony, M. and Badawi, A. (2013), "The impact of corporate governance on firm performance in Egyptian listed companies", *Corporate Ownership and Control*, Vol. 11 No. 1, pp. 691-705.
82. Mohamed, E., and Basuony, M. (2017) "Corporate Governance in Egypt", Chapter 7, In "Corporate Governance: New Challenges and Opportunities", Published by Virtus Interpress. ISBN: 978-617-730900-9.
83. Mohamed, E., Basuony, M., and Hussain, M. (2017), "Dissemination of corporate information via social media and networks in Africa", *International Journal of Corporate Governance*, Vol. 8 No. 3/4, pp. 236-267.
84. Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. (1988), "Management ownership and market valuation: An empirical analysis", *Journal of financial economics*, Vol. 20, pp. 293-315.



85. Morck, R., Stangeland, D., and Yeung, B. (2000), "Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth: The Canadian Disease", In Concentrated Corporate Ownership. Randall Morck, ed. National Bureau of Economic Research Conference Volume. University of Chicago Press. Also circulated as National Bureau of Economic Research working paper #6814 (1998)
86. North, C., Orman, W., and Gwin, C. (2013), "Religion, corruption, and the rule of law", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 45 No. 5, pp. 757-779
87. North, D. (1990), Institutions, Institutional Change and Economic Performance, Cambridge University Press, Cambridge, UK.
88. Oliver, C. (1997), "Sustainable competitive advantage: Combining institutional and resource-based views", Strategic Management Journal, Vol. 18, pp. 697-713.
89. Park, Y. and Shin, H. (2003), "Board Composition and Earning Management in Canada", Journal of Corporate Finance, Vol. 18, pp. 1-27
90. Prevost, A K, Rao, R P and Hossain, M (2002): "Determinants of Board Composition in New Zealand: A Simultaneous Equation Approach", Journal of Empirical Finance, 9, 373-397
91. Rosenstein, S. and Wyatt, J. (1990), "Outside Directors, Board Effectiveness and Shareholders Wealth", Journal of Financial Economics, Vol. 26, pp. 175-191
92. Saeedi, A. ., Daghani, R. ., & Hajian, N. . (2020). Firm-Specific Characteristics & The Disclosure Level: Evidence From The Tehran Stock Exchange. Journal of Applied Business Research (JABR), 36(4), 129-152. <https://doi.org/10.19030/jabr.v36i4.10349>
93. Sanda, A., Mukaila, A. and Garba, T. (2005), "Corporate Governance Mechanisms and Firm Financial Performance in Nigeria", AERC Research Paper, No. 149
94. Sarkar, J. and Sarkar, S. (2000), "Large shareholder activism in corporate governance in developing countries: evidence from India", International Review of Finance, Vol. 1 No. 3, pp. 161-94.
95. Shahwan, T. (2015), "The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt", Corporate Governance, Vol. 15 No. 5, pp. 641-662.
96. Shleifer, A. and Vishny, R. (1986), "Large shareholders and corporate control", Journal of Political Economy, Vol. 94 No. 3, pp. 461-488.



97. Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52 No. 2, pp. 737-783.
98. Singh, M. and Davidson III, W. (2003), "Agency Costs, Ownership Structure and Corporate Governance Mechanisms", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 27, pp. 793-816.
99. Smith, A. (1990), "Corporate ownership structure and performance: The case of management buyouts", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 143-164.
100. Staikouras, P., Staikouras, C., and Agoraki, M. (2007), "The effect of board size and composition on European bank performance", *European Journal of Law and Economics*, Vol. 23 No. 1, pp. 1-27.
101. Steiner, I. (1972), *Group Process and Productivity*. Academic Press, New York.
102. Thomsen, S., & Pedersen, T. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 689-705.
103. Weisbach, M. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.
104. Yermack, D. (1996), "Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol. 40, pp. 185-213
105. Young, B (2003), "Corporate Governance and Firm Performance: Is there a Relationship?", *Ivey Business Journal Online*, pp. 1-4
106. Young, B (2003), "Corporate Governance and Firm Performance: Is there a Relationship?", *Ivey Business Journal Online*, pp. 1-4



Institutional factors and corporate governance with the performance of companies operating in the Tehran Stock Exchange

Ebrahim Jafarimanesh^{*1}, Samaneh Gholami²

1. Phd of accounting, Shahid Beheshti University

2. Master of Accounting, University of Tehran

*: Corresponding Author i_jafarimanesh@sbu.ac.ir

Received 01/06/2022, Revised 20/07/2022, Accepted 28/07/2022

Corresponding author

Email: i_jafarimanesh@sbu.ac.ir

Abstract

Our country is among developing countries which represent interesting in regard to corporate governance mechanisms, because operating firms in them don't follow usual norms and incomplete commodity markets, managerial intellectual capital is prolific in those countries. Therefore, our research intends to examine the relationship between corporate governance and firm performance. A sample consists of 1,276 company-year observations (for 116 companies during 11 years from- 2011 to 2021). The data is extracted from audited financial statements and macroeconomic indicators are obtained from international databases (for example: The World Bank). Both categories of book value (return and asset and return on equity) and market value (Q-Tobin) performance indicators are used in this research to increase result credibility .

Our findings show no relationship between board size and performance indicators (both market based and booked value based). Other findings implicate positive relationship between non-executive boards and performance. Finally, research results suggest negative adjustments in presence of institutional macroeconomic factors, some economic and institutional factors had negative adjustment in presence of ROA and ROE. Using market-based proxy for company performance provided similar results regarding negative adjustment of institutional macroeconomic factors.

Key Words: Corporate Governance, Firm Performance, Institutional Factors, Macroeconomic Factors.

JEL classification: G14, G35, M41