

Research Article

**The effect of corporate governance system  
on avoiding companies getting caught in the Ponzi trap  
(Case study: Tehran Capital Market)<sup>1</sup>**

Mojtaba Rezaei<sup>1</sup>, Fardin Mansouri<sup>2</sup>, Mahdi Faghani<sup>3</sup>

<sup>1</sup>PhD. Student, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Zahedan Branch, Islamic Azad University, Zahedan, Iran. academic.scientific323@gmail.com

<sup>2</sup>Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Sistan and Baluchestan University, Zahedan, Iran (**Corresponding Author**). center.office323@gmail.com

<sup>3</sup>Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Economics, Sistan and Baluchestan University, Zahedan, Iran. academic.scientific@gmail.com

**Abstract**

The purpose of this study was to investigate the effect of a corporate governance system on avoiding companies getting caught in the Ponzi trap. The research method is applied. The statistical population of this study is Tehran capital market companies. The research period is from 1394 to 1398. The statistical population of the research was 132 companies selected as a sample. The data collection methods were library and field that the library method was used to formulate theoretical foundations and the field method was used to test research hypotheses. The data collection tool was the databases of companies that are members of Tehran Capital Market, which was obtained from the Kedal website. In this study, correlation test and regression analysis and Eviews software were used to test the research hypotheses and determine whether or not it was significant. According to the findings of the study, the management system with good, average, and poor performance affects companies in the Ponzi trap and it can be concluded that corporate governance systems are effective in companies avoiding the Ponzi trap. Therefore, companies have to use domestic and international capital markets to finance themselves. Through the system of governance, they can play a key role in the decision-making of investors and lenders, and this will make these companies less inclined to Money Making, so, in this case, the companies will be more careful about getting caught in the Ponzi scheme.

**Keywords:** Corporate Governance, Money Making, Capital Markets, Ponzi Trap, Tehran Capital Market.

1. Received: 2021/06/10 ; Accepted: 2021/08/16

© the authors

Publisher: Qom Islamic Azad University



## تأثیر نظام راهبری شرکتی بر اجتناب از گرفتاری شرکتها در دام پونزی (مطالعه موردی: بازار سرمایه تهران)<sup>۱</sup>

مجتبی رضایی<sup>۱</sup>، فردین منصوری<sup>۲</sup>، مهدی فغانی<sup>۳</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد زاهدان، دانشگاه آزاد اسلامی، زاهدان، ایران.  
academic.scientific323@gmail.com

<sup>۲</sup> استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران (نویسنده مسئول).  
center.office323@gmail.com

<sup>۳</sup> استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه سیستان و بلوچستان، زاهدان، ایران.  
academic.scientific@gmail.com

### چکیده

هدف تحقیق حاضر بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر اجتناب از گرفتاری شرکتها در دام پونزی بوده است. روش تحقیق از نوع کاربردی بوده و جامعه‌ی آماری (۱۳۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند) پژوهش نیز شرکت‌های بازار سرمایه تهران می‌باشند. دوره زمانی تحقیق بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۴-۱۳۹۸ است. روش گردآوری داده‌ها به روش کتابخانه‌ای و میدانی بود. ابزار گردآوری داده‌ها بانک‌های اطلاعاتی شرکت‌های عضو بازار سرمایه تهران بود که از سایت کدال بدست آمد. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از آزمون همبستگی و تجزیه و تحلیل رگرسیون و نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد، نظام راهبری با عملکرد مطلوب، متوسط و ضعیف بر گرفتاری شرکتها در دام پونزی تأثیر دارد و می‌توان نتیجه گرفت که نظام‌های راهبری شرکتی بر اجتناب شرکتها از گرفتاری در دام پونزی موثر است. بنابراین، شرکتها برای تأمین منابع مالی خود ناگزیر به استفاده از بازارهای سرمایه داخلی و بین‌المللی هستند و از طریق نظام راهبری می‌توانند نقشی اساسی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان ایفا نمایند و این امر باعث خواهد شد تا این شرکتها به پول‌گردانی گرایش کم‌تری داشته باشند، بنابراین، در این حالت شرکتها از گرفتار شدن در دام پونزی بیشتر مراقبت می‌کنند.

**کلیدواژه‌ها:** پول‌گردانی، بازار سرمایه، نظام راهبری شرکتی، دام پونزی، بازار سرمایه تهران.

## ۱. مقدمه

در بسیاری از شرکت‌ها، مدیریت شرکت را افرادی غیر از مالکان و سهامداران آن برعهده دارند. تفکیک مالکیت از مدیریت در بسیاری از شرکت‌ها سبب بروز مشکلاتی می‌شود (خرمین و همکاران، ۱۳۹۹). معمولاً سهامداران خود شرکت را اداره نمی‌کنند، بلکه کنترل آن را به مدیرانی حرفه‌ای می‌سپارند که به نمایندگی از آنان، این کار را انجام دهند. هیئت‌مدیره به عنوان نماینده‌ی سهامداران عمل می‌کند. بنابراین، سهامداران در مدیریت روزمره‌ی شرکت نقش فعالی ندارند. از سوی دیگر، مدیران معمولاً مالک کم‌تر از ۱ درصد از سهام شرکت‌ها هستند (ابراهیمی کهریزسنگی و بخردی‌نسب، ۱۳۹۸). به دلیل تفکیک مالکیت از مدیریت شرکت‌ها، معمولاً احتمال بروز اختلاف بین مدیران و سهامداران وجود دارد. به همین دلیل، مفهوم راهبری شرکتی<sup>۱</sup> به منظور رفع مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت شرکت از مدیریت آن ابداع شد.

راهبری شرکتی را «راهبری واحد تجاری» یا «نظام راهبری سازمانی» نیز نامیده‌اند. راهبری شرکتی را می‌توان به صورت ساختاری منسجم از روابط در نظر گرفت که میان سهامداران، مدیران، ذی‌نفعان و ناظران برقرار می‌شود تا منافع کلیه مالکان و ذی‌نفعان تضمین شود. این مفهوم همچنین در راستای دستیابی به فرهنگ صحیح پاسخگویی، شفافیت در ارائه اطلاعات و گزارشگری مناسب، موثر است. راهبری شرکتی یکی از رایج‌ترین مفاهیم در واژگان تجارت جهانی است و از دهه ۱۹۹۰م. در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی از کشورهای اروپایی مطرح شده است. سابقه این مفهوم به گزارش معروفی به نام کدبری<sup>۲</sup> برمی‌گردد که در سال ۱۹۹۰م. منتشر شد که در آن به برقراری سیستم کنترل‌های داخلی و تعیین کمیته حسابرسی داخلی تاکید زیادی شده بود. پس از آن، رسوایی‌های مالی در شرکت‌هایی نظیر انرون<sup>۳</sup>، ورلد کام<sup>۴</sup> و اجیب<sup>۵</sup> موجب شد، ابتدا در آمریکا با تصویب قانون «ساربینزاکسلی<sup>۶</sup>» در سال ۲۰۰۲م. و سپس در سایر کشورها با قوانین مشابه، روش‌های سختگیرانه‌تری در ارتباط با نظارت بر عملکرد

1. Corporate Leadership
2. Cadbury
3. Enron
4. WorldCom
5. Ajib
6. Sarbanes-Oxley

سازمان‌ها و شرکت‌ها به مرحله اجرا درآید. در ایران نیز این موضوع در سال‌های ۸۲ مطرح شد و اقداماتی نیز توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران جهت تقویت اصول راهبری شرکتی انجام شده است (اسکندری، ۱۳۹۰).

معاملات پونزی معاملاتی هستند که در آن‌ها سهم سود سرمایه‌گذاران نه از طریق کسب و توزیع سود واقعی، بلکه از راه جذب سرمایه‌های جدید پرداخت می‌شود. چندین سال است که بازار مسکن و تولید ایران در رکود کامل به سر می‌برد و بسیاری از وام‌گیرندگان از عهده پرداخت اصل و فرع وام‌های دریافتی برنمی‌آیند (کول، ایسامون و زیتا، ۲۰۱۱).

شرایط و فضای رقابتی سازمان‌ها بیش از پیش پیچیده و به سرعت در حال تغییر است (رضایی اوندی، ۱۳۹۴). امروزه، با رقابتی شدن بازار سرمایه و همچنین پیچیده شدن هرچه بیشتر بازاری که سرمایه‌گذاران در آن فعالیت می‌کنند، تمایز بین شرکت‌های درگیر بحران مالی و دارای سلامت مالی، شاید امری ساده نباشد. نسبت‌های مالی و تحلیل روندهای آنها، در ادبیات مربوطه، یک راه ساده برای این امر محسوب می‌شده است (چانگ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹)؛ برای مثال درباره این موضوع آلمن، الگویی را ارائه می‌کند که در آن از نسبت‌هایی استفاده می‌شود که از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج می‌گردند، اما نکته و کلیدواژه‌ای که در ادبیات سال‌های اخیر بدان پرداخته شده و یکی از مؤلفه‌های اساسی در امر اداره شرکت و توازن قدرت میان ذی‌نفعان شرکت اعم از مشتریان، سهامداران، مدیران و یا کارکنان و دولت محسوب می‌شود، راهبری شرکتی است. بنابراین، انتظار می‌رود که راهبری شرکتی تضاد منافع میان مالکان و مدیران را کاهش دهد. میان منافع سهامداران و مدیران طبق رویکرد رفتار فرصت‌طلبانه، تضاد وجود دارد؛ چراکه توابع مطلوبیت مالکان و مدیران شرکت به یک شکل نیست و از رویدادهای مشابه، به یک سان بهره‌مند نمی‌شوند (چان، چو، لین و لیو<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). عدم تقارن اطلاعاتی میان مالکان و مدیران، باعث ریسک اخلاقی مدیران می‌شود؛ چراکه سهامداران قادر نیستند تمامی فعالیت‌های مالکان را رصد کنند، حتی اگر به لحاظ فیزیکی از شرکت جدا نباشند؛ به دلیل اینکه به لحاظ ذهنی از مالکان جدا هستند، نمی‌توانند این ریسک اخلاقی را به صفر برسانند. این موضوع، مسئله نمایندگی است و حل این مسئله تا حدودی

1. Cole, Isamoon & Zita
2. Chang
3. Chan, Chou, Lin, & Liu

اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاش هستند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. برای حصول اطمینان از ایفای مسئولیت پاسخ‌گویی شرکت‌ها در قبال افراد ذی‌نفع، باید مراقبت و نظارت کافی به عمل آید که مستلزم سازوکارهای مناسب است. از جمله این سازوکارها، طراحی و استقرار نظام راهبری شرکتی مناسب در شرکت است (دالتون<sup>۱</sup>، ۱۹۹۹). راهبری شرکتی و ارکان آن، در پی به حداقل رساندن عدم تقارن اطلاعاتی هستند تا از طریق آن هزینه‌های نمایندگی نیز به حداقل برسد. موارد ذکر شده همه نشان می‌دهد راهبری شرکتی، در بحران مالی شرکت‌ها و گرفتاری آنها در دام پونزی دارای نقش است. در این پژوهش، دستورالعمل کنترل‌های داخلی، به عنوان رویدادی تلقی می‌گردد که نظام راهبری شرکتی شرکت‌ها به واسطه آن بهبود خواهند یافت. دستورالعمل کنترل‌های داخلی مصوبه سال ۱۳۹۱، با به‌کارگیری و الزام سه سطح راهبری شرکتی، یعنی مطلوب، متوسط و ضعیف، در پی بهبود ساختار راهبری شرکتی است، اما در ادبیات مربوط، تأثیر این رویداد در نظر گرفته نشده است.

در این راستا، هدف تحقیق حاضر توسعه بازار سرمایه با توجه به اهمیت بالای تأثیر نظام راهبری شرکتی بر متغیرهای مالی، اجتناب از گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی است.

راهبری شرکتی به مجموع روابط و تقسیم قدرت میان مدیریت اجرایی، هیئت مدیره، سهامداران و دیگر ذی‌نفعان شرکت گفته می‌شود که از یک‌سو شامل روش‌های نظارت هیئت مدیره بر نحوه اداره شرکت به وسیله مدیریت اجرایی بوده و از سوی دیگر، به چگونگی پاسخگویی اعضای هیئت مدیره به سهامداران و شرکت مربوط می‌شود (کلویوی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۹). همچنین، راهبری شرکتی را می‌توان به این صورت تعریف کرد که راهبری شرکتی، مجموعه‌ای از مسئولیت‌های امانی و مدیریتی است که اعضای هیئت مدیره، مدیران اجرایی و مالکان شرکت را در فضایی وسیع‌تر احاطه کرده است و این فضا از مجموعه‌ای از نیروهای قانونی، مقرراتی، رقابتی، اقتصادی، اخلاقی و دیگر نیروهای اجتماعی تشکیل شده است (لاجوهی و ژگل<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). البته که از مفهوم راهبری شرکتی، تعاریف متعدد دیگری نیز ارائه شده است، اما تمامی اینها و تعاریف یاد شده، گویای نقش راهبری شرکتی در کاهش یا تعدیل مشکلات نمایندگی ناشی از تضاد منافع میان

1. Dalton
2. Kluyver
3. Lajohi & Zhgel

مالکان و مدیران است. بنابراین، از مسائل مهمی که به دلیل رسوایی‌های گسترده مالی دهه‌های اخیر مورد توجه محققان قرار گرفته و به عنوان یکی از موضوعات مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع نظام راهبری شرکتی است که به بررسی لزوم نظارت بر مدیریت و تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان می‌پردازد. نظام راهبری شرکتی مجموعه روابطی بین سهامداران، مدیران و حساب‌رسان شرکت است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای درست مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده‌های احتمالی می‌باشد (کورتن، ساتاماریا و وارگاس<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). این قانون که مبتنی بر نظام پاسخگویی و مسئولیت اجتماعی استوار است، مجموعه‌ای از وظایف و مسئولیت‌هایی بوده که باید توسط ارکان شرکت صورت گیرد تا موجب پاسخگویی و شفافیت گردد. هدف نهایی نظام راهبری شرکتی، دستیابی به چهار نکته است: پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان. نظام راهبری شرکتی، سیستمی نظارتی برای حفظ حقوق ذی‌نفعان می‌باشد، این نظام از طریق شفافیت و اعمال درستی گزارشات مالی شرکت‌ها در این راستا قدم می‌گذارد (کترگود و وبر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). مکانیزم راهبری شرکتی می‌تواند نسبت به موارد زیر اطمینان دهد: استفاده کارآمد و اثربخش منابع در شرکت، رعایت کلیه قوانین و مقررات، بویژه مقرراتی که حاکم بر امور شرکت و فرایند گزارشگری مالی است، بهبود مستمر عملکرد شرکت از طریق برنامه‌ریزی برای مدیریت بهینه تحصیل و مصرف منابع، پاسخگویی صحیح هیأت مدیره و مدیران و ایفای مؤثر مسئولیت‌هایشان در دستیابی به هدف خلق ارزش برای سهامداران و ایجاد اعتماد لازم نسبت به فعالیت‌های شرکت از طریق استقرار ارتباطات منصفانه بین شرکت، سهامداران و جامعه در مقیاس وسیع (لورساردی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸).

امروزه طرح‌های سرمایه‌گذاری و درآمدزایی بی‌شماری در جوامع مطرح می‌شود که برخی از آن‌ها در نهایت به کلاهبرداری ختم می‌شود و یکی از این طرح‌ها، طرح پونزی یا پانزی است (لویز<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). ترفند پانزی یا پونزی یک عملیات سرمایه‌گذاری کلاهبردانه است که

1. Korten, Satamaria & Vargas
2. Getergood & Veber
3. Lorsardy
4. Lewizzz

عایدی‌هایی را از همان پول سرمایه‌گذاری شده یا پولی که بوسیله سرمایه‌گذاران بعدی پرداخت شده است، به سرمایه‌گذاران خودش پرداخت می‌کند، به جای اینکه عایدی را از هر سود واقعی حاصل شده توسط شخص یا سازمانی که عملیات را اجرا می‌کند، پرداخت نماید. مانند سود قطعی و ثابت ماهانه یا دو برابر کردن سرمایه و یا سیستم‌های جذب سرمایه‌گذاری چند سطحی مانند بیشتر سایت‌های هایپ که وعده سودهای نجومی می‌دهند، جزء طرح‌های پانزی هستند و جز ضرر چیز دیگری ندارد (مور، هان و کلاسیون<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).

طرح پانزی ترفندی برای کلاهبرداری است. طرح پونزی یک سرمایه‌گذاری فریبکارانه می‌باشد. در این ترفند سودهایی که به سرمایه‌گذاران برگردانده می‌شود، از بهره‌های متعارف به طرز غیر عادی بالاتر است (وانروچی و لورسادی، السی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱؛ ورنر<sup>۳</sup>، ۲۰۰۵؛ ولینکس، آسوف و هرناسون<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). به عبارت دیگر، این شرکت‌ها برای ایجاد اعتماد در بین سرمایه‌گذاران خود، از سرمایه اشخاص جدید سود افراد قدیمی‌تر را پرداخت می‌کنند (ورتیگونش<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶) و این پروسه تا زمانی که عضو جدید در شرکت سرمایه‌گذاری می‌کند، ادامه خواهد داشت. بنابراین، اغلب طرفداران شرکت پانزی دروغ نمی‌گویند و واقعاً ممکن است حتی سودی بیش از مبلغ سرمایه‌گذاری خود دریافت کنند. متأسفانه در نهایت قصد کلاهبرداران منافع شخصی خود است و چون پول سرمایه‌گذاران را حقیقتاً سرمایه‌گذاری نکرده‌اند، پرداخت سود متوقف شده و قشر عظیمی از سرمایه‌گذاران، ضرر خواهند کرد (ژو<sup>۶</sup>، ۲۰۱۷). پس، در نهایت احتمال ضرر کردن سرمایه‌گذار به ویژه اگر از تأسیس و فعالیت شرکت پانزی زمان زیادی گذشته باشد، بسیار زیاد است (کارواجال و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹).

ترفند پانزی یک عملیات سرمایه‌گذاری کلاهبردارانه است که عایدی‌هایی را از همان پول سرمایه‌گذاری شده یا پولی که بوسیله سرمایه‌گذاران بعدی پرداخت شده است، به سرمایه‌گذاران

1. Moore, Han & Klison
2. Vanergi, Lorsadi & Alleesi
3. Verner
4. Velinx, Acoff & Hernanson
5. Vertogonesh
6. Zoo
7. Karavajal

خودش پرداخت می‌کند، به جای اینکه عایدی را از هر سود واقعی حاصل شده توسط شخص یا سازمانی که عملیات را اجرا می‌کند، پرداخت نماید (چورچیل<sup>۱</sup>، ۱۹۷۹). ترفند پانزی معمولاً سرمایه‌گذاران جدید را با ارائه عایدی‌هایی که دیگر سرمایه‌گذاری‌ها نمی‌توانند تضمین کنند، اغواء می‌کند. این عایدی‌ها سودهای به طور غیرعادی بالا در کوتاه مدت یا به طور غیرعادی ثابت و با دوام هستند (دراویر<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). دائمی بودن عایدی‌هایی که یک ترفند پانزی تبلیغ و پرداخت می‌کند، نیازمند یک جریان پول همیشه در حال افزایش از جانب سرمایه‌گذاران است تا سیستم را در حال کار نگاه دارد. سرنوشت این سیستم فروپاشی است (گریبل<sup>۳</sup>، ۲۰۰۰)، زیرا سودهای واقعی آن (اگر اصلاً سودی در کار باشد)، کم‌تر از مقدار پرداخت به سرمایه‌گذاران است. معمولاً این سیستم قبل از آنکه دچار فروپاشی شود، بوسیله مراجع قانونی برهم زده می‌شود، زیرا چنین سیستمی مورد سوءظن قرار گرفته یا کسی که آن را ترویج می‌کند، اسناد اعتباری ثبت نشده می‌فروشد. همچنان که سرمایه‌گذاران بیشتری درگیر می‌شوند، احتمال اینکه توجه مراجع قانونی به آن جلب شود، بیشتر می‌شود (کیت و نات<sup>۴</sup>، ۲۰۱۴).

در کشورهای آمریکایی و اروپایی، اینگونه شرکت‌ها قبل از فروپاشی شناسایی و عوامل آن توسط مأمورین قانون دستگیر می‌شوند و هرچه تعداد سرمایه‌گذاران بیشتر می‌شود، آنها بیشتر در معرض دید مأمورین قرار می‌گیرند (گرین اسپن<sup>۵</sup>، ۲۰۰۹). بزرگ‌ترین طرح پونزی، مربوط به برنارد مدوف می‌باشد. این شخص از هر دو گروه اشخاص سرمایه‌گذار و بنگاه‌های سرمایه‌گذاری در طرح خود استفاده کرد (تاتانت<sup>۶</sup>، ۲۰۱۱). میزان سرمایه‌ای که توسط مدوف در این طرح از بین رفت، ۲۱ میلیارد دلار تخمین زده می‌شود. اگر میزان سود قول داده شده را هم به میزان مبلغ سرمایه‌گذاری شده اضافه کنیم، این مقدار به ۶۴/۸ میلیارد دلار می‌رسد. اما دادگاه نیویورک از این میزان سود صرفه نظر کرد و فقط محاکمه را براساس ۲۱ میلیارد دلار انجام داد (واندز و کیپ<sup>۷</sup>، ۲۰۰۲).

1. Chorchil
2. Doraiver
3. Geribel
4. Kit & Nat
5. Greenspaen
6. Tatnant
7. Vandez & keopt



در پس تحقیقاتی که در زمینه نظام راهبری شرکتی در حوزه حسابداری صورت گرفته است، یک فرض منطقی وجود دارد، مبنی بر اینکه سهم قابل توجهی از بازده سرمایه‌گذاری طبق روش‌های حسابداری از بهبود در نظام راهبری شرکتی نشأت گرفته است. در واقع مطابق این فرض با یک نظام راهبری مؤثر، عملکرد صحیح بازار اوراق بهادار تسهیل شده و جریان کارایی سرمایه‌های مالی و انسانی کمیاب به سوی فرصت‌های سرمایه‌گذاری را موجب می‌شود. این موضوع بیانگر ارزشی است که نظام راهبری برای شرکت‌ها به همراه دارد که گاهی به عنوان ارزش‌های راهبری در نظر گرفته می‌شود. طراحی سیستمی که افزایش در ارزش‌های راهبری را برای شرکت‌ها به دنبال داشته باشد، درگیر مسائلی چون انتخاب بین ویژگی قابل اتکاء بودن یا مربوط بودن اطلاعات حسابداری قابل گزارش می‌شود (مور و همکاران، ۲۰۱۲).

دنیای رقابتی امروز، شرکت‌ها را در وضعیتی قرار داده است که برای بقاء در عرصه رقابت، ناچارند برای جلب توجه سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی، به کسب سود بیشتر از طرق مختلف از جمله، کاهش بهای تمام شده، افزایش کیفیت و به دنبال آن افزایش فروش و... روی آورند. در این میان، تعدادی از شرکت‌ها نیز سعی می‌کنند با ارائه اطلاعات گمراه‌کننده و غیرواقعی تصویر مطلوبی از شرکت نشان داده و خود را در سطح رقابت برای جذب سرمایه‌گذاران حفظ کنند (غفاری‌فرد و زاهدی، ۱۳۹۸).

در خصوص شواهد تجربی تحقیق حاضر می‌توان گفت که ابراهیمی کهریزسنگی و بخردی نسب (۱۳۹۸) نشان دادند شرکت‌هایی که مالکان نهادی فعال و استقلال بالا در کمیته حسابرسی دارند، بیش از دیگر شرکت‌ها از تکنیک‌های حسابداری مدیریت استراتژیک استفاده نموده‌اند. وادی‌زاده (۱۳۹۷)، در پژوهشی دریافت که بین گرفتاری شرکت در دام پونزی و عملکرد آن‌ها رابطه معنی‌داری وجود دارد. هزینه مالی شرکت‌های گرفتار در دام پونزی بالاتر از سایر شرکت‌ها است. نتایج پژوهش محمدی و نوروش (۱۳۹۷)، نشان داد که بین اندازه و استقلال هیئت مدیره به عنوان سنج‌های بُعد درونی راهبری شرکتی با سطح نگره‌داشت وجه نقد رابطه معکوسی وجود داشته است.

بشکوه، نیکنام و سابقی (۱۳۹۶) در پژوهشی دریافتند که ارتباط معناداری میان متغیرهای حضور کمیته حسابرسی، استقلال هیأت مدیره، استفاده از حساب‌برسان سازمان حسابرسی و سهام در اختیار مدیران مستقل و مدیریت سود وجود دارد.

نتایج تحقیق جاکوبی<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) نشان داد که شرکت‌هایی با سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی‌تر به پذیرش و تطبیق با راهبردهای کنترل‌های خارجی (برون سازمانی) تمایل بیشتری نشان می‌دهند تا تضاد مدیران و مالکان را کاهش دهند.

ژی و وانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، در پژوهش خود نشان دادند که هرچه کیفیت اطلاعات مالی بالاتر باشد، همبستگی بین رشد سود عملیاتی شرکت و صنعت قوی‌تر است. همچنین دی گلوریا و ماتوانی<sup>۳</sup> (۲۰۱۷) دریافتند در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطه معناداری میان سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد، اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطه قوی و معناداری برقرار است.

متناسب با مباحث پیش گفته، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

- ۱) شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد مطلوب در دام پونزی گرفتار نمی‌شوند.
- ۲) شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد متوسط در دام پونزی گرفتار نمی‌شوند.
- ۳) شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد ضعیف، در دام پونزی گرفتار می‌شوند.
- ۴) نظام‌های راهبری شرکتی بر اجتناب شرکت‌ها از گرفتاری در دام پونزی موثر است.

## ۲. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است که به شیوه استقرایی انجام شده است. جامعه‌ی آماری مورد نظر این تحقیق، شرکت‌های بورس اوراق بهادار استان تهران می‌باشند.

دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است. جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه به تعداد ۱۳۲ شرکت انتخاب شدند. الگوی این پژوهش براساس الگوی شارما

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 CL_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1981) \text{ به صورت زیر است:}$$

که در آن؛ **P**: پونزی (پول‌گردانی)      **CL**: راهبری شرکتی      **SIZE**: اندازه شرکت

**AGE**: چرخه عمر شرکت      **β**: شدت تغییرات متغیر مستقل

**β<sub>0</sub>**: عرض مبدأ      **ε**: جزء خطا است.

1. Jacoby, Liu, Wang, Wu & Zhang

2. Zhai & Wang

3. Di Gloria & Mantovani

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش به شرح جدول (۱) می‌باشد:

جدول ۱- نحوه اندازه‌گیری متغیرها

فارسی	متغیر	نحوه اندازه‌گیری
پونزی (پول گردانی)	P	طرح پونزی یک سرمایه‌گذاری فریبکارانه می‌باشد. در این ترفند سودهایی که به سرمایه‌گذاران برگردانده می‌شود، از بهره‌های متعارف به طرز غیر عادی بالاتر است. این طرح به جای آنکه سودی که از فعالیت اقتصادی واقعی بدست آمده باشد را به سرمایه‌گذاران پرداخت کند، از پول خودشان یا از پول دیگر سرمایه‌گذاران، به آنها سود پرداخت می‌کند. پایداری و همیشگی بودن سودهایی که اینگونه طرح‌ها در تبلیغات خود اشاره می‌کنند، فقط در صورت وجود یک جریان زیاد و رو به افزایش پول که توسط سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود، است. سرنوشت تمام اینگونه شرکت‌ها محکوم به شکست است، به این دلیل که میزان پول پرداختی شرکت از میزان پولی که به سمت شرکت می‌رود، بیشتر است. اینگونه طرح‌ها به نام Richard Ponzi نامگذاری شده است. همچنین میزان بدهی‌های شرکت به سرمایه‌گذارانی که از آنها جهت تأمین مالی استقراض شده است و بهره دوره‌ای (ماهانه) بدان تعلق می‌گیرد،
اندازه هیئت مدیره	BSize	عبارت است از تعداد اعضای هیئت مدیره
نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره	PNEXEC	عبارت است از تعداد اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای کل هیئت مدیره.
مالکیت سهامدار عمده	INS	عبارت است از مجموع درصد سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.
درصد سهام شناور آزاد	Free Float	به صورت نسبت بدهی‌های جاری به دارایی‌های جاری تعریف شده است.
نوع شرکت	KCOR	اگر سهامی عام باشد ۱ در غیر این صورت صفر
اظهاری نظر حسابرس	Auditor	در صورتی که حسابرسی توسط سازمان حسابرسی انجام شده باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر منظور شده است.
افشای اطلاعات	Disclosure	در این پژوهش از لگاریتم طبیعی تعداد روزهای تأخیر گزارش حسابرسی استفاده شده است.
اندازه شرکت	Size	به صورت لگاریتم ارزش دفتری کل دارایی‌ها تعریف شده است.
چرخه عمر شرکت	AgeT	نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها می‌باشد.
نظام راهبردی		

<http://sebaa.journal.gom-iau.ac.ir/>

### ۳. نظام راهبری شرکت

با توجه به اصول راهبری شرکتی به کار رفته در کشورهای آمریکا، کانادا، استرالیا، و آیین‌نامه

اصول راهبری شرکتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران، برخی از مهم‌ترین شاخص‌های مربوط به نظام راهبری شرکت شامل مالکیت سهامداران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال اعضای هیأت مدیره و نوع حسابرس است که در این پژوهش به عنوان سازوکارهای نظام راهبری شرکت استفاده شده است:

**۱) مالکیت سهامداران نهادی:** سرمایه‌گذاران بزرگ، نظیر: بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. در پژوهش حاضر مجموع سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بنیادها، نهادها و سازمان‌های دولتی به دلیل اینکه از افق دید بلندمدت برخوردارند، به عنوان سهامداران نهادی در نظر گرفته شده‌اند.

**۲) تمرکز مالکیت:** کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این پژوهش مجموع سهام سه سهامدار عمده به عنوان میزان تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده‌اند.

**۳) استقلال اعضای هیأت مدیره:** در پژوهش حاضر از نسبت مدیران غیر مؤلف هیأت مدیره به کل اعضا برای سنجش میزان استقلال اعضای هیأت مدیره استفاده شده است. عضو غیر مؤلف هیأت مدیره، عضوی است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت است.

**۴) نوع حسابرس:** عبارت از دو طبقه کلی سازمان حسابرسی و مؤسسات خصوصی است. در پژوهش حاضر از یک متغیر مجازی دو وجهی صفر و یک برای سنجش نوع حسابرس شرکت استفاده شده است.

#### ۴. یافته‌های پژوهش

جدول (۲) مشتمل بر آمار توصیفی متغیرهای تحقیق است. به عنوان مثال میانگین اعداد هر متغیر در جدول فوق نشان می‌دهد که مثلاً متغیر اندازه هیأت مدیره در بین شرکت‌های مورد مطالعه چقدر است. این مقدار برای شرکت‌های مورد مطالعه برابر ۵/۶۶۵ می‌باشد. به عبارت دیگر، میانگین تعداد هیأت مدیره در شرکت‌ها بیشتر از ۵ نفر است. همچنین میانگین نسبت اعضای غیر مؤلف هیأت مدیره برابر ۰/۵۷۵ است که نشان می‌دهد تعداد اعضای غیر مؤلف نسبت به اعضای مؤلف در شرکت‌های مورد مطالعه بیشتر است. سایر یافته‌ها نیز در جدول شماره (۲) قابل مشاهده است.

جدول ۲- تحلیل توصیفی متغیرهای پژوهش

فارسی	متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	جولگی	کشیدگی	کمینه	بیشینه
پونزی (پول گردانی)	P	۰/۵۳۲	-	۰/۲۱۷	۰/۶۸۷	۰/۸۳۵	۰	۱
اندازه هیئت مدیره	BSize	۵/۶۶۵	۰/۳۳۱	۰/۶۷۸	۰/۹۲۱	۰/۵۴۵	۰/۱۶۲	۰/۹۰۹
نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره	PNEXEC	۰/۵۷۵	۰/۴۳۸	۰/۲۱۷	۰/۴۷۹	۱/۱۰۳	۰/۰۴۸	۰/۴۹۵
مالکیت سهامدار عمده	INS	۰/۵۶۸	۰/۴۵۳	۰/۱۷۰	-۰/۰۵	۳/۱۴۵	۰/۲۴۳	۰/۵۲۳
درصد سهام شناور آزاد	Free Float	۰/۴۹۲	-	۱/۰۸۳	۱/۱۰۵	۱/۵۲۵	۰	۱
نوع شرکت	KCOR	۰/۰۷۵	-	۰/۰۷۲	۰/۷۲۱	۰/۳۴۵	۰	۱
اظهار نظر حسابرس	Auditor	۱/۷۶۵	۲	۰/۳۴۵	۰/۰۹۱	۱/۴۶۳	۱	۳
افشای اطلاعات	Disclosure	۱/۷۰۸	-	۱/۳۲۵	۱/۵۶۸	۱/۱۹۲	۱	۳
اندازه شرکت	Size	۱۴/۲۶۶	۱۲/۴۸۷	۱/۶۸۳	۱/۱۰۵	۵/۵۳۵	-۲/۳۰۹	۱۵/۰۵۶
چرخه عمر شرکت	AgeT	۰/۵۷۸	-	۰/۱۸۹	۰/۸۹۷	۱/۶۵۴	۰	۱

در این قسمت به بررسی تأثیر نظام‌های راهبری شرکتی بر اجتناب شرکت‌ها از گرفتاری در دام پونزی در شرکت‌های بازار سرمایه از طریق آزمون رگرسیون لاجیت پرداخته شده است. متغیرهای مستقل در این مدل شامل اثر شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد مطلوب، شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد متوسط و شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد ضعیف و متغیر وابسته گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی است. همچنین متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت و چرخه عمر شرکت در مدل تحقیق در نظر گرفته شده‌اند. نتایج بررسی و آزمون مدل اول تحقیق در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول ۳- آزمون مدل تحقیق

$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 CL_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \varepsilon_{it}$					مدل تحقیق	
احتمال آماره z	آماره z	خطای استاندارد	ضریب برآورد شده	نام متغیر	نماد	نوع متغیر
۰/۰۱۲	-۶/۰۸	۳/۵۴۷۲	-۲۱/۵۴۷۲	بتا	$\beta$	عرض از مبدأ
۰/۰۰۶	۶/۳۵	۲/۳۴۷۲	۷/۵۲۷۰	دام پونزی (پول گردانی)	P	متغیر وابسته
۰/۰۰۰	۴/۲۴	۰/۵۲۱۴	۰/۶۷۶	نظام راهبری مطلوب		متغیر مستقل
۰/۰۰۰	۳/۸۵	۰/۳۷۴۸	۰/۴۵۷	نظام راهبری متوسط		
۰/۰۰۰	۵/۳۷	۰/۴۲۱۷	۰/۲۶۸	نظام راهبری ضعیف		
۰/۰۰۰	۲/۷۶	۰/۵۴۷۸	۰/۳۴۷	نظام راهبری		متغیرهای کنترلی
۰/۰۰۱	۳/۲۳	۰/۲۱۴۷	۰/۵۸۴	اندازه شرکت		
۰/۰۰۰	۲/۸۵	۰/۳۶۵۲	۰/۶۲۳	چرخه عمر شرکت		
۰/۳۱۴۰			ضریب تبیین مک فادن (McFaden R-squared)			
۱۸/۶۷			آماره درست‌نمایی (Log Likelihood)			
۰/۰۰۰			احتمال آماره درست‌نمایی			
۱۸۳/۲۱۷			نیکویی برازش مدل (آماره LR)			

همان‌طور که در جدول (۳) نشان داده شده است، احتمال آماره Z برای متغیر گرفتاری در دام پونزی در سطح اطمینان ۹۵ درصد و سطح خطای ( $p\text{-value} < 0.05$ ) برابر ۰/۰۰۶ است. از آنجایی که این مقدار کم‌تر از ۰/۰۵ است، لذا، ضریب مذکور از نظر آماری معنی‌دار بوده و فرضیه تحقیق رد نمی‌شود.

## ۵. نتیجه‌گیری

مسئلهٔ مربوط به گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی از جمله مباحثی است که سرمایه‌گذاران را دربارهٔ بازدهی سرمایه‌گذاری خود دچار نگرانی می‌کند. دام پونزی موضوعی است که تأثیر زیادی بر تمامی ذی‌نفعان شرکت می‌گذارد؛ به خصوص بی‌اطمینانی مرتبط با بازده یا بازگشت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران که می‌تواند شرکت را از دستیابی به منابع بلند مدت محروم سازد و باعث افزایش بدهی‌های شرکت‌ها گردد. از طرف دیگر، راهبری شرکتی، ابزار سهامداران، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان شرکت است که به وسیلهٔ آن منافع خود را در برابر تهدیدهای موجود از بابت گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی حفظ می‌کنند. به عبارتی، راهبری شرکتی، در جهت کاهش تضاد منافع عنوان شده در نظریهٔ نمایندگی گام برمی‌دارد. در این راستا، پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر اجتناب از گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی انجام شد. براساس یافته‌ها، فرضیه اول مبنی بر اینکه شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد مطلوب، در دام پونزی گرفتار نمی‌شوند، مورد تأیید قرار می‌گیرد. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیقات لی (۲۰۱۸) و جانز (۲۰۱۴) همسو است که نشان دادند شرکت‌ها به منظور داشتن عملکرد مالی مناسب باید به پول‌گردانی روی نیاورده و ساختار سرمایه خود را به صورت شفاف ارائه دهند؛ چرا که پول‌گردانی باعث ایجاد عدم شفافیت مالی و کاهش اعتماد به شرکت شده و حتی ممکن است عملکرد مالی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار داده و منفی نماید.

همچنین فرضیه دوم مبنی بر اینکه شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد متوسط در دام پونزی گرفتار نمی‌شوند، مورد تأیید قرار گرفت. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیقات لیانگ (۲۰۱۸) همسو است که نشان دادند شرکت‌هایی که نظام راهبری مناسبی دارند، کم‌تر به سوی پول‌گردانی گرایش دارند و در این خصوص می‌توان گفت، اساس یک نظام راهبری مطلوب، عدم گرایش به مقوله‌های منفی چون پول‌گردانی است و می‌تواند نقش مهمی در سلامت ساختار سرمایه شرکت‌ها داشته باشد و عملکرد کلی سازمان را نیز بهبود بخشد.

از یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم می‌توان نتیجه گرفت که شرکت‌های با نظام راهبری با عملکرد ضعیف، در دام پونزی گرفتار می‌شوند. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیقات و لیتن (۲۰۱۷) همسو است که دریافتند شرکت‌هایی که نظام راهبری نامناسبی در خصوص سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه خود دارند، سعی می‌کنند منابع تأمین مالی خود را با پول‌گردانی ترکیب نموده و کم‌تر به مقوله اعتماد و شفافیت تمرکز دارند. بنابراین، اینگونه شرکت‌ها بیش از سایر شرکت‌هایی که سعی دارند به صورت قانونی و شفاف فعالیت نمایند، به پدیده پول‌گردانی دچار خواهند شد.

فرضیه اصلی پژوهش نیز مبنی بر اینکه نظام‌های راهبری شرکتی بر اجتناب شرکت‌ها از گرفتاری در دام پونزی موثر است، مورد تایید قرار گرفت. نتایج این فرضیه با نتایج تحقیقات سو (۲۰۱۴) همسو است که نشان دادند ادغام شرکت‌ها و گسترش بازارهای هدف، از جمله تلاش‌هایی هستند که شرکت‌ها برای ادامه حیات اقتصادی خود به آن متوسل می‌شوند. این شرکت‌ها همچنین برای تأمین منابع مالی خود ناگزیر به استفاده از بازارهای سرمایه داخلی و بین‌المللی هستند و در این میان نظام راهبری شرکتی معیاری است که نقشی اساسی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان ایفا می‌کند و این امر باعث خواهد شد تا این شرکت‌ها به پول‌گردانی گرایش کم‌تری داشته باشند.

## ۶. پیشنهادات

بر اساس آزمون فرضیه‌ها و یافته‌های پژوهش حاضر، پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی، هنگام مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌ها، به نظام راهبری شرکتی نیز توجه کنند و همچنین مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و افرادی که در عزل و نصب مدیران دخالت دارند، می‌توانند از نتایج این پژوهش در جهت افزایش آگاهی خود استفاده نمایند.

همچنین پیشنهاد می‌شود نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره افزایش پیدا کند و از افرادی در هیأت مدیره استفاده شود که در فرایندهای اجرایی شرکت مشغول نباشند. این موضوع باعث می‌شود تا نظارت بر عملکرد شرکت بهبود یابد.

پیشنهاد می‌شود شرکت‌های بورسی به شفافیت و اث‌بخشی هیأت مدیره توجه کافی مبذول دارند تا از جایگاه راهبری شرکتی قابل قبولی در بازار سرمایه برخوردار شوند.

گزارش مالی میان دوره‌ای، اغلب مبنایی اساسی برای اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی است (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری) و اطلاعات مفیدی در رابطه با شرایط مالی برای سرمایه‌گذاران،

اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان فراهم می‌آورد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری)، در این راستا پیشنهاد می‌شود موضوع تحقیق حاضر به صورت مقایسه‌ای در بین دو صنعت مختلف مورد بررسی قرار گیرد. اجرای این پژوهش در صنایع مختلف موجود در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند رهنمودهایی را در خصوص وضعیت و تفاوت‌های نظام راهبری شرکت به ارمغان بیاورد.

## ۷. محدودیت‌های پژوهش

عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، نوع صنعت، نوع فعالیت شرکت، قوانین و مقررات داخلی و بین‌المللی از مهم‌ترین محدودیت‌های تحقیق حاضر بوده است.



## منابع

- ابراهیمی کهریزسنگی، خدیجه؛ بخردی نسب، وحید (۱۳۹۸). نقش راهبری شرکتی در حسابداری مدیریت استراتژیک. *حسابداری مدیریت*، ۱۲ (۴۱)، ص ۶۹-۸۹.
- اسکندری، محمد (۱۳۹۰). حاکمیت شرکتی؛ از حرف تا عمل. *دنیای اقتصاد*، قابل دسترس در: <https://donya-e-qtasad.com/%D8%A8%D8%AE%D8%B4-%D8%A8%D9%88%D8%B1%D8%B3-%D8%B4%D8%B1%DA%A9%D8%AA-%D9%87%D8%A7-7/434147-%D8%AD%D8%A7%DA%A9%D9%85%DB%8C%D8%AA-%D8%B4%D8%B1%DA%A9%D8%AA%DB%8C-%D8%A7%D8%B2-%D8%AD%D8%B1%D9%81-%D8%AA%D8%A7-%D8%B9%D9%85%D9%84>
- بشکوه، مهدی؛ نیکنام، منوچهر؛ سابقی، محمودرضا (۱۳۹۶). تأثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی و انواع مالکیت بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری*، ۴ (۱).
- خرمین، منوچهر؛ صدری، ندا؛ نسیمی، محمدحسن؛ اسفندیاری زاهدانی، عباس؛ نوروزی، ابراهیم (۱۳۹۹). *مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی*. تهران: سنجش و دانش.
- رضایی اوندری، محمود (۱۳۹۴). *مدیریت دانش و کارکنان دانشی*. ساری: اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی.
- غفاری فرد، محمد؛ زاهدی، جمشید (۱۳۹۸). انتخاب شاخص‌های راهبردی و ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از روش تحلیلی سلسله مراتبی فازی و تاپسیس (مطالعه موردی: صنایع شیمیایی در بورس اوراق بهادار تهران). *تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)*، ۱۱ (۴۴)، ص ۱۲۵-۱۴۲.
- محمدی، کاترین؛ نوروش، ایرج (۱۳۹۷). *ارزیابی تأثیر مکانیزم‌های درونی حاکمیت شرکتی بر سطح نگاه‌داشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران*. در: نخستین همایش ملی حسابداری و مدیریت. نطنز: دانشگاه آزاد اسلامی واحد نطنز.
- وادی‌زاده، کاظم (۱۳۹۷). *تأثیر پدیده دام پانزی بر عملکرد شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری. دانشگاه تهران.
- Carvajal, A., Monroe, H., Pattillo, C. & Wynter, B. (2009). **Ponzi schemes in the Caribbean**. International Monetary Fund Working Paper 09/95. Washington, DC: IMF.
- Chan, C. Y., Chou, D.W., Lin, J.R., & Liu, F.Y. (2016). The role of corporate governance in forecasting bankruptcy: Pre-and post-SOX enactment. *The North American Journal of Economics and Finance*, 35, P.166-188.
- Chang, C. (2019). The corporate governance characteristics of financially distressed firms: Evidence from Taiwan. *The journal of academy of business*, 15(1), P.3-25.
- Churchill, G.A. (1979). A paradigm for developing better measures of marketing constructs. *Journal of Marketing Research*, 16(1), P.64-73.
- Cole, S., Sampson, T. & Zia, B. (2011). Prices or Knowledge? What Drives Demand for Financial Services in Emerging Markets?. *The Journal of Finance*, 66(6), P.1933-1967.
- Cortés, D., Santamaría, J. & Vargas, J.F. (2016). Economic Shocks and Crime: Evidence from the

- Crash of Ponzi Schemes. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 131, P.263-275.
- Dalton, D.R., Daily, C.M., Johnson, J.L., & Ellstrand, A.E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 42(6), P.674-686.
- Di Gloria, R.M.N. (2017). **On the shareholders' composition of the company and the governance mechanisms of the firm, can this contribute to the firm performance (including the capacity to attract capital and bank allowances)?**. Bachelor's thesis. Università Ca'Foscari Venezia.
- Driver, A. (2009). **US charges Stanford with massive Ponzi scheme**. London: Reuters.
- Gathergood, J. & Weber, J. (2017). Financial Literacy: a Barrier to Home Ownership for the Young?. *Journal of Urban Economics*, 99, P.62-78.
- Grable, J.E. (2000). Financial risk tolerance and additional factors that affect risk taking in everyday money matters. *Journal of Business and Psychology*, 14(4), P.625-630.
- Greenspan, S. (2009). Fooled by Ponzi: How Bernard Madoff made off with my money, or why even an expert on gullibility can get gulled. *Skeptic (Altadena, CA)*, 14(4), P.20-26.
- Jacoby, G., Liu, M., Wang, Y., Wu, Z. & Zhang, Y. (2019). Corporate Governance, External Control, Public Governance, and Environmental Information Transparency: Evidence from Emerging Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 58, P.269-283.
- Jinbu Zhai, Yutao Wang. (2016). Accounting Information Quality, Governance Efficiency and Capital Investment Choice. *China Journal of Accounting Research*, 9, P.251-266.  
DOI:10.1016/j.cjar.2016.08.001
- Junner, N.L. (2014). **Initial trust formation in new organizational relationships**. In: Kramer, R.M. (Ed.), *Organizational trust* (pp.111-139). Oxford: Oxford University Press.
- Keep, W. & Nat, P. (2014). Multilevel marketing and pyramid schemes in the United States: An historical analysis. *Journal of Historical Research in Marketing*, 6(2), P.188-210.
- Kluyver, C.A. (2019). **A primer on corporate governance**. Business Express Press.
- Lajoli, K. & ZeGhal, D. (2019). Corporate governance and bankruptcy filing decision. *Journal of general management*, 35(4), P.3-26
- Lee, M. (2018). Gender differences in financial risk taking: The role of financial literacy and risk tolerance. *Economics Letters*, 145, P.130-135.
- Lewis, M.K. (2012). New Dogs, Old Tricks. Why Do Ponzi Schemes Succeed?. *Accounting Forum*, 36(4), P.294-309.
- Liang, W.W. (2018). Marketing fraud: An approach for differentiating multilevel marketing from pyramid schemes. *Journal of Public Policy & Marketing*, 21(1), P.139-151.
- Lusardi, A. (2008). Financial Literacy: An Essential Tool for Informed Consumer Choice? *Paolo Baffi Centre Research Paper*. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1336389>
- Moore, T., Han, J. & Clayton, R. (2012). **The PostModern Ponzi Scheme: Empirical Analysis of High-yield Investment Programs. Proceeding**. Presented at International Conference on Financial Cryptography and Data Security, Springer, Berlin, Heidelberg, P.41-56.
- Sou, M.R. (2014). Biased assimilation and attitude polarization: The effects of prior theories on subsequently considered evidence. *Journal of Personality and Social Psychology*, 37(11), P.2098.
- Tennant, D. (2011). Why do people risk exposure to Ponzi schemes? Econometric Evidence from Jamaica. *International Financial Markets, Institutions and Money*, 21, P.328-346.

- Van Rooij, M.C.J., Lusardi, A. & Alessie, R.J.M. (2011). Financial Literacy and Retirement Planning in the Netherlands. *Journal of Economic Psychology*, 32(4), P.593-608.
- Vander Nat, P.J. & Keep, W.W. (2002). Marketing fraud: An approach for differentiating multilevel marketing from pyramid schemes. *Journal of Public Policy & Marketing*, 21(1), P.139-151.
- Verner, D. (2005). **What Factors Influence World Literacy?: Is Africa Different? (3496)**. World Bank Publications. DOI: 10.1596/1813-9450-3496
- Viltin, R.G. (2017). The optics of fraud: Affiliations that enhance offender credibility. *Journal of Financial Crime*, 19(3), P.305-320.
- Wilkins, A.M., Acuff, W.W. & Hermanson, D.R. (2012). Understanding a Ponzi Scheme: Victims' Perspectives. *Journal of Forensic & Investigative Accounting*, 4(1).
- Worthington, A.C. (2006). Predicting Financial Literacy in Australia. *Financial Services Review*, 15(1), P.57-79.
- Zou, T. (2017). Ponzi scheme diffusion in complex networks. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 1(28), P.34-56.

#### روش استناد به این مقاله

رضایی، مجتبی؛ منصوری، فردین؛ فغانی، مهدی (۱۴۰۰). تأثیر نظام راهبری شرکتی بر اجتناب از گرفتاری شرکت‌ها در دام پونزی (مطالعه موردی: بازار سرمایه تهران). *مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی*، ۱(۱)، ص ۹۳-۱۱۲.