

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شاهده رضائی^۱، امیر محمدزاده^{۲*}

^۱ دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران
^۲ استادیار، گروه مدیریت، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (عهده‌دار مکاتبات)
تاریخ دریافت: تیر ۱۳۹۶، اصلاحیه: مهر ۱۳۹۶، پذیرش: دی ۱۳۹۶

چکیده

هدف از پژوهش حاضر، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای و بحران مالی آنها می باشد. برای ارزیابی حاکمیت شرکتی شرکتهای تحت بررسی، از چهار بعد افشاء و شفافیت، ترکیب هیئت مدیره، حق رأی سهامداران، ساختار مالکیت و کنترل استفاده شده است. نمونه مورد بررسی شامل ۱۰۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می باشد. شاخص **Q** توبین، بازده کل دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام برای سنجش عملکرد و همچنین، شاخص رتبه **Z** برای سنجش بحران مالی استفاده شد. برای بررسی رابطه بین متغیرها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. نتایج به دست آمده دلالت بر این دارد که کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری بر بازده کل دارایی ها، بازده حقوق صاحبان و ارزش شرکت دارد. همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معنی داری بر بحران مالی ندارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، عملکرد، ارزش شرکت، بحران مالی

۱- مقدمه

توجه به حاکمیت شرکتی از نتیجه جداسازی مالکیت از کنترل ایجاب می شود و موجب بالارفتن تضاد بین منافع مدیران و سهامداران می شود. در نتیجه، بسیاری از مطالعات بر سرمایه گذاری بر روی حاکمیت شرکتی در راستای کاهش تضاد منافع بین دو طرف تمرکز داشتند [۱۳].

سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی در یک شرکت، شامل انواع گوناگون توافقات سازمانی و رویه‌های مورد استفاده توسط شرکت‌ها در جهت توازن قدرت و مسئولیت‌ها بین سهامداران، اعضای هیأت‌مدیره، مدیران اجرایی و کارکنان شرکت است که در این بین ساختار مالکیت، ساختار هیأت‌مدیره، اندازه هیأت‌مدیره، وجود مدیران غیرموظف در بین اعضای هیأت‌مدیره، خصوصیات کمیته حسابرسی و یکسانی مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره از مهمترین عوامل تعیین‌کننده و اثرگذار در بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی به حساب می‌آیند.

در دهه های اخیر، مطالعات تجربی بسیاری به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی پرداختند. مطالعات انجام شده در این زمینه به نتایج مختلفی دست یافتند. برخی از این مطالعات دریافتند که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت بر عملکرد مالی دارد. به عنوان نمونه، درایتز و همکاران (۲۰۰۴) دریافتند که مقیاس های مانند **Q**-توبین و ارزش

بازار به ارزش دفتری در نتیجه بهبود حاکمیت شرکتی، افزایش می یابد [۸]. برون و کیلور (۲۰۰۶) دریافتند که بین **Q**-توبین و حاکمیت شرکتی که با ۵۱ ویژگی درون سازمانی و برون سازمانی سنجیده شد، رابطه مثبت وجود دارد [۶]. در اقتصادهای توسعه یافته، موهانتی (۲۰۰۴) وجود رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی (شاخص **Q**-توبین و بازده مازاد سهام) را اثبات کردند. ایپیکویا (۲۰۰۹) رابطه بین ساختار حاکمیت و عملکرد ۱۰۷ شرکت فهرست شده در بازار سهام نیجریه را بررسی کردند و نتایج نشان داد مالکیت متمرکز از بهره سرمایه گذاران و دیگر سهامداران بر عملکرد شرکت ها تأثیر مثبت دارد [۹]. هانگ (۲۰۱۰) گزارش کرد که اندازه هیئت مدیره، تعداد رهبران برون سازمانی و شرکت های با مدیریت خانوادگی بر عملکرد بانک تأثیرگذار است [۱۰]. برخلاف این مطالعات، ابواگی و اوتیکو (۲۰۱۰) دریافتند که رابطه معنی داری بین حاکمیت شرکتی، کارایی سرمایه فکری و عملکرد مالی وجود ندارد [۱۴].

از طرف دیگر، سنجش رابطه بین حاکمیت شرکتی و بحران مالی از سال ۱۹۸۰ مورد ارزیابی قرار گرفته است. برای سنجش اعتبار این رابطه، مطالعات چندی به بررسی تأثیر مکانیسم حاکمیت شرکتی بر بقای شرکت هایی که با بحران مالی مواجه بودند پرداختند. وانگ و دینگ

* amn.1378@yahoo.com

(۲۰۰۶) دریافتند که رابطه منفی بین بحران مالی و مالکیت سهامداران، مالکیت دولتی و نسبت رهبران مستقل وجود دارد [۱۸].

با توجه به مطالعات انجام شده در زمینه تأثیر حاکمیت شرکتی بر بحران مالی و عملکرد مالی و وجود اختلاف نظر در این زمینه، پژوهش حاضر بر آن تا به این سؤال پاسخ دهد که آیا حاکمیت شرکتی بر بحران مالی و عملکرد مالی شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟

نظام حاکمیت شرکتی به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه علمی از قبیل حسابداری، مدیریت مالی، اقتصاد و حقوق و با حفظ تعادل بین اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی، موجب تشویق و تقویت استفاده کارآمد و بهینه از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در مقابل سایر اشخاص ذینفع در شرکت می‌گردد. از سوی دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب تخصیص بهینه منابع و بهبود شفافیت اطلاعات مالی منتشر شده در بازار و در نهایت رشد توسعه اقتصادی شود [۱۱]. با این وجود تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی به وضوح مشخص نیست و در زمینه این رابطه اختلاف نظرهایی وجود دارد و برخی محققین بر این باورند که بهبود حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک ورشکستگی می‌شود و برخی دیگر بر این باورند که چنین رابطه‌هایی وجود ندارند. از این رو، با توجه به اینکه تأثیر ابعاد حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی شرکت‌ها مشخص نیست، پژوهش حاضر بر آن است تا به این موضوع بپردازد.

۲- پیشینه تحقیق

شاهوان (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان «تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در یونان» با اشاره به اهمیت کیفیت حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد و بحران مالی و عدم وجود مطالعه‌ای جامع که با در نظر گرفتن شاخص‌های مختلف به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد و بحران مالی پرداخته باشد، به طور تجربی به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتی و مخاطرات مالی پرداختند. نمونه مورد بررسی آنها شامل شرکت‌های فعال در بازار نوظهور یونان بودند که جمعا شامل ۱۵۰ شرکت بودند. آنها پس از حذف ۳۳ مؤسسه مالی و ۳۱ شرکت که اطلاعات آنها موجود نبودند، نمونه‌هایی را تعیین کردند. در نهایت، نمونه مورد بررسی آنها شامل ۸۶ شرکت غیرمالی فعال در بازار نوظهور یونان بود. این شرکت‌ها فعال در صنعت مواد غذایی، ساختمان، کالاها و خدمات صنعتی، درمان، شیمیایی و منابع اساسی بودند. قلمرو زمانی مورد بررسی آنها سال ۲۰۰۸ بود. پژوهش آنها از نوع کاربردی-همبستگی بود. ابعاد حاکمیت شرکتی مورد بررسی آنها شامل ۴ بعد شفافیت و افشاء، ترکیب هیئت مدیره، حقوق سهامداران و ساختار مالکیت بود. آنها برای ارزیابی کیفیت حاکمیت شرکتی از میانگین شاخصهای مطرح شده

استفاده کردند. برای بررسی عملکرد مالی از شاخص Q-توبین و برای سنجش بحران مالی از رتبه Z استفاده کردند. آنها برای تحلیل داده‌ها از مدل رگرسیونی استفاده کردند. نتایج به دست آمده نشان دادند که رتبه حاکمیت شرکتی در شرکت‌های یونانی نسبتا پایین است. همچنین، نتایج به دست آمده رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی را پشتیبانی نکردند. علاوه بر این، نتایج دلالت بر این داشتند که بین کیفیت حاکمیت شرکتی و بحران مالی رابطه منفی و بی معنی وجود دارد. نتایج به دست آمده گویای این مطلب بودند که ویژگی شرکت‌ها بر عملکرد مالی و بحران مالی شرکت‌های فعال در بازار نوظهور تأثیرگذار است [۱۶].

کورنت و همکاران (۲۰۱۰) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد عملیاتی شرکت» تأثیر مالکیت نهادی بر عملکرد عملیاتی شرکت‌های استاندارد اند پورز ۱۰۰ و تأثیر نسبی سرمایه‌گذاران نهادی را در دوره‌ی زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۰۰ بررسی کردند. پژوهش آنها الگوی تغییر اختلافات عملکرد بین بانکهای خصوصی و دولتی را در طول بحران مالی آسیا پوشش نمی‌دهد. آنها دریافتند که قبل از سال ۲۰۰۱ بانکهای خصوصی سودآوری کمتر، سرمایه کمتر و ریسک بالاتری نسبت به بانکهای دولتی دارند و همچنین، اختلاف عملکرد در کشورهایی که با بحران بالاتری مواجه هستند، بیشتر است. علاوه بر این، بین سالهای ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۱، ریسک بازده نقدینگی، سرمایه و اعتبار بانکهای خصوصی به طور معنی داری بالاتر از بانکهای دولتی است، بالاخص برای کشورهایی که با بحران بیشتری مواجه بودند. با این وجود، بانکهای خصوصی طی سالهای ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۴ بانکهای دولتی اختلاف خود با بانکهای خصوصی را در زمینه سودآوری، سرمایه و ریسک پوشش دادند. آنها برای بررسی رابطه بین متغیرها از مدل رگرسیونی استفاده کردند. آنها دریافتند که بین بازده جریان نقدی عملیاتی و درصد مالکیت نهادی و تعداد مالکان نهادی رابطه‌ی معناداری وجود دارد. اما این رابطه فقط در مورد نهادهایی صادق است که رابطه‌ی تجاری با شرکت ندارند. روش آماری مورد استفاده آنها رگرسیون چندگانه بود و برای حل مسئله‌ی درونی از تغییر در متغیرهای مستقل و وابسته و متغیرهای تأخیری استفاده نمودند [۷].

تسای و گو (۲۰۰۷) در تحقیقی با عنوان «رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت کاسینو» بیان داشتند سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان مهمترین بازیگران بازارهای مالی هستند. آنها بیان داشتند که اهمیت افزایش حاکمیت شرکتی در ایالات متحده از زمانی که توانستند سرمایه حاکمیت را کنترل کنند افزایش یافت. سپس، آنها ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت‌های فعال در صنعت کازینو را پس از کنترل ویژگیهای خاص شرکت، برای سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ مورد تحقیق قرار دادند. آنها برای سنجش عملکرد شرکتها از شاخص Q توبین استفاده کردند و متغیرهای کنترل شامل اندازه شرکت، نسبت اهرمی، بتای بازار، سود تقسیمی و بازده کل دارایی بودند. آنها برای بررسی رابطه

شفافیت اطلاعاتی، ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت بود. برای دستیابی به هدف تحقیق، آنها اطلاعات ۱ ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار دادند و با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه های پژوهش را آزمودند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که هیچگونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد [۱].

قائمی و شهریاری (۱۳۸۸) مقاله ای با عنوان "حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها" ارائه داده اند. هدف این مقاله، تعیین رابطه بین اجزای ساختار حاکمیت شرکتی؛ شامل ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات با عملکرد شرکت ها می باشد. نمونه مورد بررسی؛ شامل ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سه ساله ۸۲ تا ۸۴ می باشد. متغیر وابسته تحقیق عملکرد مالی می باشد که بر مبنای رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام تعیین شده است. متغیرهای مستقل نیز شامل ترکیب هیات مدیره، ساختار مالکیت و افشای اطلاعات و متغیرهای کنترلی اندازه و اهرم مالی می باشد. یافته ها نشان می دهد، بین افشای اطلاعات و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد [۳].

نمازی و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق خود با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، ۶۶ شرکت را در طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی نمودند. آنها ساختار مالکیت را به دو طبقه نهادی و خصوصی تقسیم کردند که مالکیت خصوصی را نیز به سه دسته سرمایه گذاران شرکتی، مدیریتی و خارجی تقسیم نمودند. نتایج بدست آمده از مطالعه آنان نشان داد رابطه معنادار و معکوس بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت وجود دارد و همچنین رابطه بین مالکیت شرکتی و عملکرد رابطه ای معنی دار و مثبت می باشد [۴].

بین متغیرها از مدل رگرسیون دو مرحله ای استفاده کردند. نتایج این تحقیق نشان داد که سرمایه گذاری نهادی در شرکت ها ممکن است به سرمایه گذاران کمک کند تا مسائل نمایندگی حاصل از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند. افزون بر این، مؤسسات مالی مایل هستند تا در شرکت های بزرگتر با اهرم مالی کمتر، سرمایه گذاری کنند [۱۷].

صادقی و رحیمی (۱۳۹۱) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان» با بهره گیری از سیستم معادلات هم زمان به بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۸-۱۳۸۲ پرداختند. نتایج آزمون نشان دادند که در بورس اوراق بهادار تهران، تمرکز مالکیت تأثیری بر عملکرد شرکت ها ندارد اما عملکرد شرکت ها تأثیر معنی داری بر ساختار مالکیت دارد [۲].

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان «رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» بیان داشتند امکان دارد مدیران شرکت ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. صاحبانظران امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکتی ها می دانند. حاکمیت شرکتی شامل معیارهایی است که می تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت ها شود. هدف پژوهش آنها رتبه بندی شرکت ها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت بود. در این پژوهش رتبه شرکت های عضو نمونه با استفاده از پرسشنامه ای جامع حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی، اندازه گیری شد. این معیارها برگرفته از مفاد آیین نامه نظام راهبری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه

۲-۱- مدل ریاضی تحقیق:

$$Perf_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 OWNCON_{i,t} + \beta_3 INSOWN_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$Z - score_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 OWNCON_{i,t} + \beta_3 INSOWN_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مالی را نشان می دهد. LEV اهرم به معنی قرض کردن پول به منظور چندبرابر کردن درآمد حاصل از دادوستد است. بالاترین درصد سهم متعلق به سهامداران عمده. INSOWN مالکیت نهادی: درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت های دولتی و عمومی از کل سهام سرمایه است.

این مدل ایتام های زیر را بررسی می کند:

CGI کیفیت حاکمیت شرکتی با توجه به کیفیت افشا و شفافیت مالی، ساختار هیئت مدیره، حق سرمایه گذاران و کیفیت رابطه با آنها، ساختار کنترل و مالکیت تعریف می شود. Perf عملکرد شرکت را از جنبه سرمایه گذاری دارایی ها و کسب سود از آنها نشان می دهد. Z-Score این نمره سطح بحران شرکت را نشان می دهد و بین ۰ و ۱ تغییر می کند و مقدار ۰/۵ حد وسط بحران است SIZE بزرگی شرکت را از جنبه

۲-۲- فرضیه‌های تحقیق:

۱. بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی رابطه معنی دار وجود دارد.
۲. بین حاکمیت شرکتی و بحران مالی رابطه معنی دار وجود دارد.

کمی یا قابل سنجش وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟

۱-۳- جامعه آماری

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
روش گردآوری داده ها

روش گردآوری داده ها میدانی است

۲-۳- ابزار گردآوری داده ها

بانک های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و شرکتهای مربوطه
ابزار گردآوری داده‌های کمی سایت سازمان بورس اوراق بهادار، سایت کدال و نرم‌افزار ره‌آورد نوین است.

۳-۳- روش تجزیه و تحلیل داده ها

برای تجزیه و تحلیل داده ها از روش رگرسیون پانل استفاده می شود.

۳- روش تحقیق

پژوهش حاضر به لحاظ نوع هدف کاربردی می‌باشد. چرا که هدف آن ارائه راهکاری برای بهبود موقعیت مالی شرکتهایی است که به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند و راهکارهای ارائه شده و نتایج بدست آمده ممکن است در شرایط دیگر کاربرد نداشته باشد.

پژوهش حاضر در دسته‌ی تحقیقات کمی قرار می‌گیرد چرا که اطلاعات عددی را از نمونه‌ی تحقیق جمع‌آوری می‌کند و با روش‌های آماری به تجزیه و تحلیل این اطلاعات می‌پردازد.

پژوهش حاضر به لحاظ نوع ماهیت از نوع همبستگی می‌باشد چرا که هدف اصلی آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر

۴-۳- ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

جدول (۱): ابزارهای تحلیل داده ها

هدف	آزمون	هدف	آزمون
بررسی نرمال بودن	آزمون کلموگروف-اسمیرنوف	بررسی همبستگی	همبستگی پیرسون/اسپیرمن
تعیین نوع مدل	F لیمر و هاسمن	تعیین معنی داری اثر متغیر	آزمون t
استقلال خطا	دوربین-واتسون	سنجش مانایی	آزمون دیکي-فولر

۴- یافته ها

جدول (۲): آماره های توصیفی متغیرها

رتبه Z	بازده سرمایه	اندازه شرکت	تمرکز مالکیت	سرمایه گذاری نهادی	اهرم مالی	CGI	بازده کل دارایی	
0.554118	0.445491	25.98909	0.397831	0.127854	0.684224	0.498793	0.200140	Mean
0.513159	0.607256	25.84426	0.378963	0.106365	0.685015	0.507687	0.131469	Median
0.998412	0.990000	31.59563	0.968100	0.337855	0.993083	0.998131	0.980000	Maximum
0.322947	-1.317429	21.70009	0.025907	0.000000	0.169391	0.001134	-0.378655	Minimum
0.180246	0.499571	1.719640	0.247997	0.103964	0.195272	0.297195	0.292658	Std. Dev.
0.663998	-1.157327	0.526989	0.484838	0.391811	-0.444213	-0.038887	0.888773	Skewness
2.376782	4.677993	3.725288	2.303812	1.780366	2.706917	1.718507	3.784039	Kurtosis
714	714	714	714	714	714	714	714	Observations

مقدار بین ۲ تا ۹۶ درصد تغییر می کند و مقدار میانگین برابر ۳۹٪ است و این امر دلالت بر این دارد که به طور متوسط تمرکز مالکیت در سال های اخیر افزایش یافته است. عباس و کلانتری (۱۳۹۳) با بررسی

شرکت های فعال در بورس تا سال ۱۳۹۲ نشان دادند، مالکیت نهادی بین ۰ تا ۹۹٪ تغییر می کند و مقدار میانگین برابر ۵۹٪ است ولی در پژوهش حاضر این مقدار بین ۰ تا ۳۳٪ تغییر می کند و مقدار میانگین

نتایج محاسبه آماره توصیفی متغیرها دلالت بر این دارد که نوسانات شاخص های حاکمیت شرکتی اعداد بزرگی هستند که این امر دلالت بر این دارد که شرکت های مورد بررسی از جنبه مکانیزم هایی که برای حاکمیت شرکتی در نظر می گیرند، متفاوت هستند. از طرف دیگر در پژوهش عباس و کلانتری (۱۳۹۳) شاخص تمرکز مالکیت بین ۰ تا ۹۹٪ تغییر می کند و مقدار میانگین برابر ۲۹٪ است و در پژوهش حاضر این

شرکت ها بین ۳٪- تا ۹۶٪ تغییر می کند و مقدار میانگین بازده برابر ۲۰٪ است و این امر دلالت بر این دارد که شرکت های فعال در بورس در سال های اخیر زیانده بوده اند. همین مطلب برای بازده حقوق صاحبان سهام نیز صدق می کند.

برابر ۱۲٪ است و این امر دلالت بر این دارد که در سال های اخیر، سهم سرمایه گذاران نهادی در شرکت ها کاهش یافته است. حقیقی و همکاران (۱۳۹۰) با بررسی شرکت های فعال در بورس تا سال ۱۳۹۰ نشان دادند که مقدار بازده کل دارایی شرکت ها بین ۰.۰۰۲ تا ۰.۶۳۰ تغییر می کند و مقدار میانگین آن برابر ۰.۱۵۰ است، در پژوهش حاضر بازده دارایی

۴-۱ آزمون همبستگی

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون همبستگی

اندازه شرکت	تمرکز مالکیت	سهم سرمایه گذاران نهادی	اهرم مالی	حاکمیت شرکتی		
				1.000000	ضریب همبستگی	حاکمیت شرکتی
				-----	آماره آزمون	
				-----	معنی داری	
			1.000000	-0.077520	ضریب همبستگی	اهرم مالی
			-----	-2.074729	آماره آزمون	
			-----	0.0384	معنی داری	
		1.000000	0.029224	-0.091855	ضریب همبستگی	سهم سرمایه گذاران نهادی
		-----	0.780121	-2.461404	آماره آزمون	
		-----	0.4356	0.0141	معنی داری	
	1.000000	-0.739184	-0.073866	0.138639	ضریب همبستگی	تمرکز مالکیت
	-----	-29.28547	-1.976378	3.735425	آماره آزمون	
	-----	0.0000	0.0485	0.0002	معنی داری	
1.000000	-0.021506	0.099060	0.026391	0.103287	ضریب همبستگی	اندازه شرکت
-----	-0.573977	2.656311	0.704433	2.770869	آماره آزمون	
-----	0.5662	0.0081	0.4814	0.0057	معنی داری	

با حاکمیت شرکتی و سهم سرمایه گذاران نهادی از ۰.۰۵ کمتر است که وجود رابطه معنی دار بین این متغیرها را اثبات می کند. با توجه به این امر که ضریب همبستگی بین متغیرهای مستقل قوی نیست، می توان گفت که احتمال وجود همخطی بین متغیرها وجود ندارد.

نتایج حاصل از آزمون همبستگی نشان می دهد که مقدار معنی داری آزمون برای سنجش رابطه بین اهرم مالی، اندازه شرکت و سهم سرمایه گذاران نهادی با کیفیت حاکمیت شرکتی، رابطه بین رابطه بین اهرم مالی و سهم سرمایه گذاران نهادی با تمرکز مالکیت، بین اندازه شرکت

۴-۲- سنجش مانایی متغیرهای تحقیق

جدول (۴): آزمون دیکی فولر برای سنجش مانایی متغیر وابسته

معنی داری	آماره t		
0.0000	9.120421	بازده کل دارایی	آزمون دیکی فولر
0.0000	-8.606253	بازده حقوق صاحبان سهام	
0.0000	-25.84120	ارزش شرکت	
0.0000	-28.43646	بحران مالی	
	-3.441318	سطح 1%	مقادیر بحرانی آزمون
	-2.866270	سطح 5%	
	-2.569348	سطح 10%	

۴-۳- آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی رابطه معنی دار وجود دارد، از مدلی به شکل مدل زیر استفاده می‌شود.

نتایج به دست آمده دلالت بر این دارند که متغیر وابسته از مانایی کافی برخوردار است چرا که مقدار معنی داری آزمون از ۰/۰۵ کوچکتر است و فرض صفر آزمون دیکی فولر مبنی بر نامانابودن متغیر رد می‌شود.

جدول (۵): نتایج محاسبه آزمون F لیمر

احتمال	آماره	آزمون اثر
0.806	0.000718	آزمون F
0.902	0.000691	آزمون کای دو

نتایج نشان می‌دهد که مقدار معنی‌داری اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رزش شرکت از ۰/۰۵ کوچکتر است و این امر دلالت بر این دارد که کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت دارد. مقدار معنی‌داری اثر اندازه شرکت بر ارزش شرکت از ۰/۰۵ کوچکتر است و این امر دلالت بر این دارد که اندازه شرکت تأثیر معنی‌داری بر ارزش شرکت دارد. برای متغیر اهرم مالی، سهم سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت مقدار معنی‌داری بزرگتر از ۰/۰۵ است و این امر دلالت بر عدم معنی‌داری تأثیر اهرم مالی، سهم سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت دارد. برای اثبات فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه بین حاکمیت شرکتی و بحران مالی رابطه معنی‌دار وجود دارد، از مدلی به شکل مدل زیر استفاده می‌شود.

همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود مقدار آماره F برای مدل برابر ۰/۰۰۰۷۱۸ و ارزش احتمال مرتبط با آن برابر ۰/۸۱ می‌باشد. بر این اساس فرضیه یکسان بودن عرض از مبدا برای تمامی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. لذا استفاده از مدل پول به پانل ترجیح داده می‌شود.

نتایج به دست آمده از برازش مدل نشان دهنده این مطلب است که مقدار معنی‌داری آزمون فیشر از ۰/۰۵ کمتر است و مدل معنی‌دار است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار آماره $2R$ برابر ۰/۵۹ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در این تحقیق حدود ۰/۵۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲ است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای برآورد شده می‌باشد. نتایج به دست آمده از برازش مدل نشان‌دهنده این مطلب است که مقدار معنی‌داری آزمون فیشر از ۰/۰۵ کمتر است و مدل معنی‌دار است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار آماره $2R$ برابر ۰/۶۰ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در این تحقیق حدود ۰/۶۰ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲ است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای برآورد شده می‌باشد. نتایج به دست آمده از برازش مدل نشان دهنده این مطلب است که مقدار معنی‌داری آزمون فیشر از ۰/۰۵ کمتر است و مدل معنی‌دار است. همان‌طور که مشاهده می‌شود مقدار آماره R^2 برابر ۰/۹۸ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد متغیرهای مستقل در این تحقیق حدود ۰/۹۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲ است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای برآورد شده می‌باشد.

$$Z - score_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI_{i,t} + \beta_2 OWNCON_{i,t} + \beta_3 INSOWN_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1-4)$$

جدول (۶): نتایج محاسبه آزمون F لیمر

احتمال	آماره	آزمون اثر
0.736	0.001181	آزمون F
0.806	0.002936	آزمون کای دو

منبع: نتایج تحقیق

همان‌طور که در این جدول مشاهده می‌شود مقدار آماره F برای مدل برابر ۰/۰۰۱۱۸۱ و ارزش احتمال مرتبط با آن برابر ۰/۷۴ می‌باشد. بر این اساس فرضیه یکسان بودن عرض از مبدا برای تمامی شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. لذا استفاده از مدل پول به پانل ترجیح داده می‌شود.

جدول (۷): نتایج تخمین مدل پژوهش (متغیر وابسته: بحران مالی)

متغیر	ضریب رگرسیونی	انحراف استاندارد	آماره t	معنی داری
حاکمیت شرکتي	-0.008528	0.016726	-0.509879	0.6103
سرمایه گذاري نهادي	-0.211907	0.008313	-25.49225	0.0000
اندازه شرکت	-0.063104	0.070321	-0.897363	0.3698
تمرکز مالکیت	-0.052221	0.029493	-1.770629	0.0771
اهرم مالی	0.003277	0.002880	1.137760	0.2556
ضریب ثابت	0.791698	0.075999	10.41724	0.0000
ضریب تعیین	0.479730	آماره فشر		130.5662
ضریب تعیین تعدیل شده	0.476055	معنی داری		0.000000
آماره دوربین-واتسون	1.976559			

منبع: یافته‌های تحقیق

پژوهش حاضر به بررسی نقش کیفیت حاکمیت شرکتي بر عملکرد شرکتهای پرداخت. نتایج به دست آمده نشان دادند که بهبود کیفیت نظام حاکمیت شرکتي تأثیر مثبت و معنی داری بر شاخصهای بازده کل دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکتهای دارد. بنابراین، می توان گفت فرضیه در نظر گرفته شده پذیرفته می شود.

۲-۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم: «حاکمیت شرکتي بر بحران مالی تأثیرگذار است».

درماندگی مالی و ورشکستگی شرکتهای منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره گیری از فرصت های سرمایه گذاری می شود. مطالعه شرکتهای ورشکسته نشان می دهد که فقدان سیاست ها، روش های کنترل و مکانیزم ها و خطوط راهنمایی که به طور دقیق مسئولیت ها و وظایف را تعیین کند، بخش عمده ای از دلایل ورشکستگی می باشد. حاکمیت شرکتي ضعیف احتمال وقوع ورشکستگی شرکتهای را افزایش می دهد حتی اگر شرکتهای دارای عملکرد مالی خوب و مناسبی باشد. بر همین اساس، پژوهش حاضر به بررسی تأثیر کیفیت نظام حاکمیت شرکتي بر بحران مالی (عدم ثبات مالی) آنها پرداخت. نتایج به دست آمده از پژوهش ندرج نشان دادند که حاکمیت شرکتي بر بحران مالی شرکتهای تأثیر معنی دار ندارد. همچنین، نتایج نشان دادند افزایش تمرکز مالکیت باعث افزایش ثبات مالی می شود.

۳-۵- پیشنهادها

با توجه به پذیرش فرضیه اول، از آنجایی که امتیاز حاکمیت شرکتي در این پژوهش براساس افشا و شفافیت مالی، ساختار هیئت مدیره، حقوق سهامداران و رابطه با سرمایه گذاران و ساختار مالکیت تعریف شده است، پیشنهاد می شود که شرکتهای نسبت به بهبود کیفیت حاکمیت شرکتي از طریق بهبود ساختار هیئت مدیره، حقوق سهامداران و رابطه با سرمایه

همان طور که مشاهده می شود مقدار آماره R^2 برابر ۰/۴۸ می باشد. این یافته نشان می دهد متغیرهای مستقل در این تحقیق حدود ۹۶ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می دهند. مقدار ارزش احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ می باشد. این یافته حاکی از معنی داری کل رگرسیون برآورد شده است. مقدار آماره دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲ است که حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای برآورد شده می باشد. نتایج نشان می دهد که مقدار معنی داری آزمون برای سنجش تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتي بر رتبه Z از ۰/۰۵ بزرگتر است که این امر دلالت بر این دارد که فرض برابر صفر بودن اثر متغیر کیفیت حاکمیت شرکتي بر پایداری مالی در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می شود. بنابراین می توان گفت فرضیه در نظر گرفته شده رد می شود.

۵- نتیجه گیری

۱-۵- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول: «حاکمیت شرکتي بر عملکرد مالی تأثیرگذار است».

با توجه به اهمیت نظام حاکمیت شرکتي، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی ابعاد شش گانه ای را برای حاکمیت شرکتي با هدف افزایش توان و انسجام قوانین در کشورها و به حداقل رساندن تعارضهای موجود در قوانین کشورها ارائه داده است که مبنای بسیاری از بررسی ها و تحقیق ها و مورد استفاده گسترده کشورها و سازمانهای مختلف ملی و بین المللی قرار گرفته است. این ابعاد شامل کسب اطمینان نسبت به چارچوب حاکمیت شرکتي اثربخش، حقوق سهامداران و وظایف اصلی مالکیت، رفتار عادلانه نسبت به سهامداران، نقش صاحب نفع ها در حاکمیت شرکتي، شفافیت مالی و افشای اطلاعات و ترکیب هیئت مدیره. هر یک از ابعاد ذکر شده می تواند بر کلیت چارچوب حاکمیت شرکتي اثر داشته باشد و آن را تقویت یا تضعیف کند. بر همین اساس،

گذاران و ساختار مالکیت اقدام نمایند. برای این منظور می توانند، نقش اعضا و اندازه هیئت مدیره را به گونه علمی و مطابق با استانداردهای جهانی تعیین کنند و به عدم تداخل نقش ها در هیئت مدیره توجه کنند.

منابع و ماخذ

- [۱] حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره، حسینی، سیدمجتبی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال ۴، شماره ۱۳، ۱۰۰-۷۵.
- [۲] صادقی، حسین، رحیمی، پریرسا، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس با استفاده از سیستم معادلات همزمان، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره چهارم، ۱۰۲-۸۹.
- [۳] قائمی، محمدحسین، شهریار، مهدی، (۱۳۸۸)، حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها، پیشرفتهای حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، ۱۲۸-۱۱۳.
- [۴] نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- [5] Aboagye, A.Q., and Otioku, J., (2010), **Are Ghanaian MFI's performance associated with corporate governance?**, Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, Vol. 10 ,No. 3, pp. 320-307.
- [6] Brown, L.D., Caylor, M.L., (2006), **Corporate governance and firm valuation**, Journal of Accounting and Public Policy, Vol. 25 No. 4, pp. 409-434.
- [7] Cornett, M. M., Guo, L., Khaksari, S., Tehranian, H., (2010), **The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison**, Journal of Financial Intermediation, 19(1), 74-94.
- [8] Dechow, P., Schrand, C., (2004), **Earnings quality**, Charlottesville Research Foundation of CFA Institute.
- [9] Ehikioya, B.I., (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.
- [10] Huang, C.J., (2010), **Board ownership and performance of banks with a dual board system: evidence from Taiwan**, Journal of Management & Organization, Vol. 16, No. 2, pp. 219-234.
- [11] Jensen, M., Meckling, W., (1976), **Theory of the firm managerial behavior, agency costs and ownership structure**, Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- [12] Mohanty, P., (2004), **Institutional investors and corporate governance in India**, available at: http://ssrn.com/abstract_353820.
- [13] Mallin, C., (2001), **Corporate governance and bottom line**, Corporate Governance: An International Review, Vol. 9 No. 2, pp. 77-78.
- [14] Makki, M.A.M., Lodhi, S.A., (2014), **Impact of corporate governance on intellectual capital efficiency and financial performance**, Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences, Vol. 8 No. 2, pp. 305-330.
- [15] Parker, S., Peters, G.F., Turetsky, H.F., (2002), **Corporate governance and corporate failure: a survival analysis**, Corporate Governance: International Journal of Business in Society, Vol. 2 No. 2, pp. 4-12.
- [16] Shahwan, T. M., (2015), **The effects of corporate governance on financial performance and financial distress: evidence from Egypt**, Corporate Governance, Vol. 15 Iss 5 pp. 641 - 662
- [17] Tsai, H., Gu, Z., (2007), **The Relationship between Institutional Ownership and Casino Firm Performance**, Hospitality Management, 26, 517-530.
- [18] Wang, Z.J., Deng, X.L., (2006), **Corporate governance and financial distress: evidence from Chinese listed companies**, The Chinese Economy, Vol. 39 No. 5, pp. 5-27.