

بررسی رابطه بین مسائل پیرامون ابعاد حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهری یارزاده^۱

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۴/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۴/۰۸/۳۰

چکیده

تحقیق حاضر با هدف بررسی رابطه بین مسائل پیرامون ابعاد حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می‌نماید. در این پژوهش، تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۷ تا پایان سال ۱۴۰۲ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. منظور انجام محاسبات و آماده نمودن داده‌ها به اطلاعات مورد نیاز تحقیق و همچنین تجزیه و تحلیل آنها، از نرم افزارهای Excel و Eviews9 استفاده شده است. نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها حاکی از آن است که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره، عملکرد مالی، بورس اوراق بهادار تهران

^۱ کارشناس حسابداری. (Email: myarzadh@gmail.com)

مقدمه

حاکمیت شرکتی، فرآیند نظارت و کنترل عملکرد مدیران شرکت است به گونه ای که متضمن منافع سهامداران و ذی نفعان باشد. انتخاب یک راهبری شرکتی مناسب می تواند از ورود شرکت به تنگناهای مالی جلوگیری نموده و هم چنین عملکرد مالی آن را بهبود دهد. نظام حاکمیت شرکتی دربرگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان، و سایر افراد ذینفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوءاستفاده های احتمالی است. وجود سازوکارهای حاکمیت شرکتی تضمین کننده منافع سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، مشتریان، و سایر افراد ذینفع است و زمینه تحقق آن از طریق اتخاذ تصمیمات بهینه توسط هیئت های اجرایی و تدوین قوانین و مقررات لازم الاجرا فراهم می شود. تمامی این موارد، تأمین کننده اهداف اصلی ایفای مسئولیت پاسخگویی، شفافیت، عدالت (انصاف)، و رعایت حقوق ذی نفعان است (Alahdal et al, 2020). مکانیزم های حاکمیت شرکتی مانند کارایی هیئت مدیره، حضور سهامداران نهادی، کمیته حسابرسی و ...، انتخاب های حسابداری مدیران را در دو حالت محدود می کند: اول اینکه، مکانیزم های حاکمیت شرکتی احتمال سوءاستفاده های مدیران را به طور مستقیم از طریق نظارت بر فرایند گزارشگری مالی کاهش می دهد. سرمایه گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند. در این بین انتظار می رود پیاده سازی حاکمیت شرکتی مطلوب باعث جلوگیری از رفتارهای فرصت طلبانه شده و از این رو باعث شود تا نااطمینانی سرمایه گذاران کاهش و شکاف بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار کاهش یابد. دوم، بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی بر کاهش ریسک شرکت هاست. ریسک و بازده در سرمایه گذاری و تأمین مالی همیشه با هم تحلیل می شوند و نمی توان آنها را جدا از هم فرض کرد، چرا که تصمیمات مربوط به سرمایه گذاری همیشه بر اساس رابطه میان ریسک و بازده صورت می گیرد (Saini & Singhania, 2018).

سرمایه گذاران همیشه باید در تصمیمات سرمایه گذاری خود ریسک را در نظر داشته باشند. در این بین انتظار می رود پیاده سازی حاکمیت شرکتی مطلوب باعث جلوگیری از رفتارهای فرصت طلبانه شده و از این رو باعث شود تا نااطمینانی سرمایه گذاران کاهش و شکاف بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار کاهش یابد. اصول راهبری شرکتی موجب ارتباط بین مدیریت، هیئت مدیره شرکت و سهامداران شده و همچنین منجر به سازوکارهایی می شود که اهداف شرکتی و نحوه دستیابی به آنها را مشخص می کند (حساس یگانه، ۱۳۹۴). نقش این اصول با رسوایی های یکی دو دهه اخیر و همچنین عدم اطمینان های بوجود آمده در رابطه با خصوصی سازی شرکت های دولتی پررنگتر و نیاز برای بهبود شیوه های عملی حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری را آشکارتر نموده است (پاک مرام و لطفی، ۱۳۹۶).

از طرفی رشد و توسعه اقتصادی یک کشور مستلزم تجهیز منابع سرمایه ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت های مولد اقتصادی است و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به ویژه گسترش بازار سرمایه و در رأس آن بورس اوراق بهادار می باشد. دستیابی به این مهم نیز جز با بسترسازی های مناسب از جمله نظارت صحیح و ایجاد اعتماد جهت ترغیب سرمایه گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی گردد. در این راستا، سرمایه گذاران و در کل همه ذی نفعان شرکت ها نیاز به ایجاد و حفظ اعتماد دارند که بر پایه آن قادر به ارزیابی تصمیم گیری های خود در مورد خرید، نگهداری و فروش باشند (Ararat et al, 2017).

تحوالات ایجاد شده در چند دهه اخیر در محیط کسب و کار بنگاه های تجاری و بازارهای مالی که حاصل عوامل گوناگونی بوده، منجر به مطرح شدن حاکمیت شرکتی شده که پژوهشگران و صاحب نظران بسیاری از رشته های مختلف از دیدگاه خود آن را بررسی و تفسیر کرده اند. به طور کلی حاکمیت شرکتی را می توان شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی دانست که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکتها را تعیین می کند (رضائی و محمدزاده، ۱۳۹۷).

عملکرد مالی شرکت یکی از مهمترین سازه های مورد بحث در تحقیق های مدیریتی است و بدون شک مهمترین معیار سنجش موفقیت در شرکت های تجاری به حساب می آید. به هر حال عملکرد شرکت عوامل زیادی را بر اساس تنوع ذینفع شامل می شود و ضریب اهمیت هر یک از عوامل مذکور تا حد زیادی وابسته به نوع و ویژگی های محیطی است که شرکت در آن فعالیت می کند. ولی به طور کلی در مورد این که متغیرها و شاخص های عملکرد شرکت کدامند هنوز توافق نظر کاملی در بین صاحب نظران وجود ندارد (Shahwan, 2015). امروزه مدیریت جریان وجه نقد عنصر اصلی استراتژی های عملیاتی بسیاری از شرکت ها شده است. سیاست های جریان وجه نقد یک شرکت که سرمایه در گردش را در قالب مطالبات (دریافتنی ها) نقد از مشتریان، موجودی و پرداخت های نقد به فروشندگان (عرضه کنندگان) مدیریت می کند به طور عمده با عملکرد مالی شرکت ها مرتبط است. یک سازمان زمانی می تواند در محیط اطراف خود زنده باشد و زندگی کند که قدرت عرضه یک خروجی ارزشمند به جامعه را داشته باشد. خروجی که جامعه حاضر است در برابر آن منابع مختلفی نظیر منابع انسانی، پول، فناوری؛ و به طور کلی پذیرش اجتماعی را به شرکت بدهد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). معمولاً اهداف، رسالت و مأموریت های سازمان در این راستا شکل می گیرد که بتواند حصول یا خدمتی با کیفیتی عالی به مقدار زیاد و با رعایت استانداردهای خاص به جامعه ارائه کند و برنامه های عملیاتی تر سازمان جذب منابع از محیط و صرف آنها به گونه ای است که به اهداف فوق دست پیدا کند. (صراف و صالحی، ۱۳۹۴).

در واکنش به عدم اطمینان های موجود و یا احتمالی در بین ذی نفعان شرکت ها به خصوص در شرکت های دولتی واگذار شده که هنوز بخش عمده ای از سهام آنها در تملک دولت است و به منظور بررسی ادعاهای منتقدان، با عنایت به اهمیت مطالعه در زمینه مذکور، در پژوهش حاضر به بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر روی این دسته ویژه از شرکت ها که برای اولین بار در بورس اوراق بهادار سهام آنها عرضه شده و شدیداً مورد توجه سرمایه گذاران بوده پرداخته می شود. با توجه به مطالب بیان شده سعی در پاسخگویی به سوال اصلی تحقیق هستیم که عبارتست از: بررسی رابطه بین مسائل پیرامون ابعاد حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چگونه است؟

بر این اساس، فرضیه های پیشنهادی به شرح زیر است:

بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین تمرکز مالکیت بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین نفوذ مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

مدل بررسی فرضیه تحقیق

$$FC_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 DEBT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر وابسته:

عملکرد مالی:

بازده سرمایه گذاری: برابر است با (سود خالص پس از کسر مالیات و قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر کل دارایی ها) ضربدر ۱۰۰. کل دارایی ها میانگین اول دوره و آخر دوره در نظر گرفته می شود.

بازده حقوق صاحبان سهام: برابر است با (سود خالص پس از کسر مالیات و قبل از ارقام غیرمترقبه تقسیم بر ارزش ویژه شرکت در اول دوره مالی) ضربدر ۱۰۰.

ارزش ویژه شرکت در اول دوره محاسبه می شود زیرا سود و زیان دوره نباید در محاسبه ارزش ویژه سرمایه بکار رفته در تحصیل آن مؤثر باشد.

سود خالص پس از کسر مالیات

متغیر مستقل: حاکمیت شرکتی

دوگانگی وظیفه مدیرعامل: اگر مدیرعامل رئیس هیئت مدیره باشد، برابر یک در غیر این صورت برابر صفر.

تمرکز مالکیت: مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند.

مالکیت نهادی: مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکت های هلدینگ، سازمان ها و نهادهای و شرکت های دولتی می باشد.

نفوذ مدیرعامل: اگر رئیس هیئتمدیره عضو موظف باشد برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر.

استقلال هیئت مدیره: تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره.

متغیرهای کنترلی:

نسبت بدهی: برابر با نسبت مجموع بدهی ها به مجموع دارایی ها است.

اندازه شرکت: براساس لگاریتم فروش محاسبه می شود.

روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، یک پژوهش توصیفی با تاکید بر روابط همبستگی است، زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر، رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، تعیین می نماید علاوه براین، در حوزه مطالعات پس رویدادی (استفاده از اطلاعات گذشته) قرار می گیرد و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر اطلاعات واقعی است. که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم خواهد بود. در این پژوهش، تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال ۱۳۹۷ تا پایان سال ۱۴۰۳ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است. جامعه آماری پژوهش را شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل داده و به منظور انتخاب شرکت ها جهت استفاده از داده های آنها برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش حذف سیستماتیک استفاده گردید. برای تجزیه و تحلیل داده ها در تحقیق حاضر از نرم افزار Eviews9 استفاده می شود.

یافته های تحقیق

در جدول زیر برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
دوگانگی وظیفه	۰,۲۶۱۲	۰,۲۵۱۳	۱,۰۰۰۰	۰,۰۰۰۰	۲,۷۸
تمرکز مالکیت	۰/۴۱	۰/۴۳	۰/۷۵	۰/۱۰	۰/۴۰۵۳
مالکیت نهادی	۰/۴۸	۰/۴۳	۰/۹۵	۰	۱/۰۳۷
استقلال هیات مدیره	۰/۲۴	۰/۲۳	۰/۴۱	۰/۱۱	۰/۰۰۸۷۰۲
نفوذ مدیرعامل	۰/۳۶	۰/۳۲	۱	۰	۰/۱۲۹۹۷۵
بازده حقوق صاحبان سهام	۲/۴۹۰۴	۲/۴۴۰۱	۳/۴۷۳۱	۱/۳۰۶۳	۰/۳۹۱۴۷
نرخ بازده دارایی (بازده سرمایه گذاری)	۰/۳۲۳	۱/۷۹۲۵	۲/۲۳۵۳	- ۰/۲۶۳۲	۰/۲۳۱
اندازه شرکت	۱۳/۹۵۹	۱۳/۷۹۶	۱۸/۷۳۹	۱۰/۱۰۴	۱/۳۴۷۶
اهرم مالی	۰/۶۲۳۶۲	۰/۶۳۲۵۱	۰/۹۲۵۸۷	۰/۰۸۲۶۳	۰/۲۰۳۲۱

مانایی متغیرها در سه حالت «در سطح»، «روی تفاضل اول» و «روی تفاضل دوم» می تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها «در سطح» کمتر از ۵٪ می باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتیکه بیشتر از ۵٪ باشد، نامانا است. نتایج آزمون مانایی در جدول بعد درج گردیده است. بر اساس آزمون «لوین، لین و چو»^۱ که یکی از مهم ترین آزمون ها برای تشخیص مانایی یا نامانایی مدل ها است و برای ساختار داده های ترکیبی برای مانایی متغیرها به کار می رود، به این دلیل که مقدار احتمال تمامی متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^۲ بوده اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. همانگونه که در جدول بعد ملاحظه می شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم جمعی^۳ وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی دار ضرایب به صورت کاذب است.

جدول ۲- نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	لوین، لین و چو LLC		متغیرها
	احتمال	آماره	
مانا	۰,۰۰۰۰	-۱۴,۲۸۹۱	دوگانگی وظیفه
مانا	۰/۰۰۰۰	-۱۴/۱۱۷۸	تمرکز مالکیت

^۱ Levin, Lin & Chu.^۲ Stationarity^۳ Cointegration Test

نتایج	لوین، لین و چو LLC		متغیرها
	احتمال	آماره	
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۶/۰۷۷۱	مالکیت نهادی
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۱۰/۶۴۳۱	استقلال هیات مدیره
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۶/۰۷۷۱	نفوذ مدیرعامل
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۶/۰۸۶۴	بازده حقوق صاحبان سهام
مانا	۰/۰۰۰۱	- ۳/۱۰۱۲	نرخ بازده دارایی (بازده سرمایه گذاری)
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۶/۰۷۷۱	اندازه شرکت
مانا	۰/۰۰۰۰	- ۱۰/۶۴۳۱	اهرم مالی

ضریب همبستگی ابزاری آماری برای تعیین نوع و درجه رابطه یک متغیر کمی با متغیر کمی دیگر است. ضریب همبستگی، یکی از معیارهای مورد استفاده در تعیین همبستگی دو متغیر است. ضریب همبستگی شدت رابطه و همچنین نوع رابطه (مستقیم یا معکوس) را نشان می‌دهد. این ضریب بین ۱ تا -۱ است و در صورت عدم وجود رابطه بین دو متغیر، برابر صفر است. همچنین هر چه ضریب همبستگی به یک نزدیکتر باشد میزان وابستگی دو متغیر بیشتر است، این وابستگی به معنای رابطه علت و معلولی نیست و ضریب همبستگی حرفی از اینکه کدام علت و کدام معلول است به میان نمی‌آورد. با انجام آزمون همبستگی به بررسی ارتباط ابتدایی بین متغیرها می‌پردازیم و با توجه به نتایج می‌توان گفت بین متغیرها ارتباط وجود دارد و می‌توان به بررسی دقیق‌تر این روابط پرداخت. لازم به ذکر است که تمامی متغیرها در سطوح ۹۹، ۹۵ و ۹۰ درصد مورد ارزیابی قرار گرفته‌اند.

جدول ۳- ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

ردیف	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹
دوگانگی وظیفه (۱)	۱								
تمرکز مالکیت (۲)	*** ۰/۱۵۵	۱							
مالکیت نهادی (۳)	*** ۰/۰۷۵	۰/۰۳۷	۱						
استقلال هیات مدیره (۴)	*** ۰/۱۰۳	۰/۰۴۸۶	- ۰/۲۰۶ ***	۱					
نفوذ مدیرعامل (۵)	*** ۰/۱۵۷	۰/۰۳۵	- ۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	۱				
بازده حقوق صاحبان سهام (۶)	*** ۰/۳۲۶	۰/۰۴۷	- ۰/۰۴۳	۰/۰۴۳ ***	- ۰/۰۹۹ ***	۱			
نرخ بازده دارایی (بازده سرمایه گذاری) (۷)	- ۰/۶۶۷ ***	۰/۰۱۹	- ۰/۰۵۹	۰/۰۵۹	*** ۰/۱۲۸	- ۰/۰۳۹	۱		
اندازه شرکت (۸)	*** ۰/۳۲۶	۰/۰۴۷	- ۰/۰۴۳	۰/۰۴۳	- ۰/۰۹۹	۰/۳۲۶	۰/۰۴۷	۱	

ردیف	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸	۹
				***	***	***			
اهرم مالی (۹)	۰/۰۵۴۳۲	*۰/۵۷۸۳	/۰۸۴۲ **	*۰/۰۸۴۲	**۰/۰۰۰۲	۰/۲۶۰۱	۰/۰۴۳ **	۰/۰۴۳ **	۱

***: معناداری در سطح اطمینان ۹۹ درصد (خطای ۱ درصد) **: معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد (خطای ۵

درصد) *: معناداری در سطح اطمینان ۹۰ درصد (خطای ۱۰ درصد)

در جدول فوق اعدادی که با علامت *** مشخص شده‌اند، در سطح اطمینان ۹۹٪ معنی‌دار هستند و عدد ذکر شده در مقابل این ستاره‌ها، ضریب همبستگی و یا شدت رابطه این متغیر می‌باشد. همچنین علامت * نشانگر معنی‌داری در سطح اطمینان ۹۵٪ و عدد * نشانگر معنی‌داری در سطح اطمینان ۹۰٪ می‌باشد. اگر ضریب همبستگی به صورت مثبت باشد می‌توان گفت که رابطه دو متغیر ذکر شده به صورت مستقیم می‌باشد و همچنین اگر ضریب مذکور منفی باشد، رابطه به صورت معکوس خواهد بود.

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

متغیر وابسته	آزمون	آماره	احتمال	نتیجه
ROA	F لیمر	۸۰۵۴۸۶	۰,۰۰۰۰	روش تابلویی
	هاسمن	۱۵,۶۸۰۶	۰,۰۰۸۴	الگوی اثرات ثابت
ROE	F لیمر	۲/۱۹۵۲	۰,۰۲۹۰	روش تابلویی
	هاسمن	۳/۲۵۴۷	۰,۰۴۱	الگوی اثرات ثابت

همان‌طور که در جدول فوق منعکس گردیده، احتمال F لیمر کلیه مدل‌های پژوهش کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا برای تخمین کلیه مدل‌ها از روش تابلویی استفاده می‌شود و با توجه به اینکه احتمال آزمون هاسمن کلیه مدل‌های تحقیق کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا برای تخمین کلیه مدل‌ها از الگوی اثرات ثابت بهره گرفته می‌شود.

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جزء خطا

متغیر وابسته	آماره F	احتمال	نتیجه
ROA	۲۷,۴۹۵۵	۰,۰۱۹۷	ناهمسانی واریانس جزء خطا
	۱۲/۶۳۴۱	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس جزء خطا
ROE	۲۰,۱۹۴۸	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس جزء خطا
	۲۹/۵۶۱۲	۰,۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس جزء خطا

یکی دیگر از فروض رگرسیون خطی این است که، تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت^۱ مورد بررسی قرار گرفت. که نتایج آن در جدول فوق نشان می‌دهد که در کلیه مدل‌ها، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود. بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس در این مدل‌ها از رگرسیون حداقل

¹ White

مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می کنیم.

جدول ۶- نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

متغیر وابسته	آماره F	احتمال	نتیجه
ROA	۱۹۲,۵۶۷۵	۰,۰۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا
	۱۸۲,۳۱۴۵	۰,۰۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا
ROE	۱۹۱,۵۶۸۴	۰,۰۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا
	۱۳۶/۵۲۱۴	۰,۰۰۰۰۰	وجود خود همبستگی جزء خطا

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش گادفری استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر، بیانگر عدم وجود خود همبستگی می باشد و فرضیه مقابل، بیانگر وجود خود همبستگی سریالی بین خطاها می باشد. نتایج حاصل از این آزمون نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F ، در کلیه مدل ها کمتر از ۵٪ می باشد. بنابراین، در کلیه مدل ها، بین خطاها خود همبستگی وجود دارد و به منظور رفع خود همبستگی در این مدل ها از تکنیک تأخیر (وقفه) زمانی مرتبه اول $AR(1)$ استفاده می شود.

جدول ۷- نتایج حاصل از نرمال بودن جمله خطا

متغیر وابسته	آماره JB	احتمال	نتیجه
ROA	۱۲,۵۸۹۵	۰,۰۹۱۸	نرمال بودن جز خطا
	۱۴/۲۵۴۷	۰/۰۰۲۳	نرمال نبودن جز خطا
ROE	۱۵,۶۵۸۶	۰,۰۰۱۱	نرمال نبودن جز خطا
	۳۱/۲۵۷۸	۰/۰۷۱۴	نرمال بودن جز خطا

یکی از فروض مهم راجع به جزء خطا (جمله باقی مانده) این است که توزیع جملات آن نرمال است. به منظور آزمون نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جاکرک برا استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده، مقدار احتمال آماره آزمون جاکرک برا، در هر سه مدل پژوهش کمتر از ۵٪ می باشد. بنابراین در هر شش فرضیه تحقیق، فرضیه صفر (مبنی بر نرمال بودن جزء خطا) رد می شود. با توجه به آنکه آزمون به روش GLS (یا حداقل مربعات تعمیم یافته) است، از فرض نرمال بودن متغیر وابسته می توان صرف نظر نمود و با توجه به این مطالب می توان فرض نرمال بودن جزء خطا را نادیده گرفت.

نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین تمرکز مالکیت بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین نفوذ مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

در این پژوهش به دلیل اینکه عملکرد بانکها با دو معیار مورد سنجش قرار گرفته است لذا متغیرهای مستقل را با دو معیار مورد آزمون رگرسیون قرار می دهیم. مدل های رگرسیونی این پژوهش برای هر دو معیار عملکرد مالی نیز به شرح زیر می باشد.

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 DEBT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 DEBT_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول ۸- نتایج تخمین فرضیه

ROE				ROA				متغیر
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب برآوردی	
۰/۴۲۳۲	۰/۸۰۳۱۲۳	۰/۱۰۲۷۹۵	۰/۰۸۲۵۵۷	۰/۰۴۰۱	۲/۰۵۵۹۰۴	۰/۰۸۰۷۳۳	۰/۱۶۵۹۷۹	مقدار ثابت
۰/۰۲۲۷	۲/۳۰۳۳۱۷	۰/۰۰۸۵۶۹	۰/۰۱۹۷۳۸ -	۰/۰۰۱۷	۳/۱۴۲۰۰۹	۰/۰۱۳۳۰۳	- ۰/۰۴۱۸	دوگانگی وظیفه
۰/۴۵۱۹	۶/۰۰۱۶۹۲	۰/۰۰۶۱۴۹	۰/۰۳۶۹۰۴	۰/۲۱۱۷	۲/۵۳۰۷۷۲	۰/۰۱۰۸۲۵	۰/۰۲۷۳۳۵	تمرکز مالکیت
۰/۰۰۰۰	۵/۷۶۵۲۷۷	۰/۰۰۸۷۶۰	۰/۰۵۰۵۰۳	۰/۰۴۵۲	۲/۰۰۸۰۷۴	۰/۰۰۶۳۷۲	۰/۰۱۴۰۰۱	مالکیت نهادی
۰/۰۰۰۰	۲۷/۸۹۰۰۶	۰/۰۱۵۵۸۱	۰/۴۳۴۵	۰/۰۰۰۰	۱۴/۲۶۶	۰/۰۲۱۲۵۲	۰/۳۰۳۱	استقلال هیات مدیره
۰/۰۰۰۰	۹/۷۹۱۸۵۰ -	۰/۰۰۳۹۱۲	۰/۰۳۸۳	۰/۰۴۰۱	۲/۰۵۵۳۰۴	۰/۰۸۰۷۳۳	۰/۱۶۵۳۷۳	نفوذ مدیرعامل
۰/۰۱۱۳	۲/۵۶۶۷۲۳	۰/۰۱۸۷۰۳	۰/۰۴۸۰۰۵	۰/۰۰۵۲	۲/۸۰۷۳۶۳	۰/۰۰۳۷۱۲	۰/۰۱۰۴۲۱	اندازه شرکت
۰/۰۰۰۰	- ۱۹/۱۲۰	۰/۰۲۳۳۳۹	- ۰/۴۴۶۲	۰/۰۰۰۰	- ۱۵/۰۳۹	۰/۰۲۰۱۳	- ۰/۳۰۲۷	اهرم مالی
۰/۲۱/۵۶				٪ ۷۹/۳۳				ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۰۹۹۰۲۳				۲/۱۵۶				آماره دوربین واتسون
۶۸۷/۱۶۳۸				۵۴۹/۱۹۶				آماره F
۰/۰۰۰۰				۰/۰۰۰۰				احتمال (آماره F)

به منظور آزمون این فرضیه از نتایج تخمین (ROA) که در جدول فوق ارائه شده، بهره گرفته شده است. با توجه به نتایج این فرضیه، مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان می دهد، تقریباً ٪ ۷۹/۳۳ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی، توضیح داده می شوند. نتایج حاصل از آماره t نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪، کلیه متغیرهای موجود در مدل معنی دار هستند.

همچنین با توجه به نتایج این فرضیه در قسمت ROE، مقدار احتمال (یا سطح معناداری) F برابر ۰/۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می شود، یعنی مدل معنی دار است. مقدار آماره دوربین واتسون ۲/۰۹۹ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین نشان

می‌دهد، تقریباً ۲۱/۵۶٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند.

فرضیه اول:

با توجه به نتایج بدست آمده از سطح معنی‌داری که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد لذا می‌توان گفت که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۰۴- و برای ROE، ۰/۰۱- بوده است بنابراین می‌توان گفت که دوگانگی وظیفه مدیرعامل باعث کاهش عملکرد مالی خواهد شد.

فرضیه دوم:

با توجه به نتایج بدست آمده از سطح معنی‌داری که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد لذا می‌توان گفت که تمرکز مالکیت برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر ندارد. و فرضیه محقق تایید نخواهد شد.

فرضیه سوم:

با توجه به نتایج بدست آمده از سطح معنی‌داری که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد لذا می‌توان گفت که مالکیت نهادی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۰۱- و برای ROE، ۰/۰۵- بوده است بنابراین می‌توان گفت که هرچه مالکیت نهادی بیشتر باشد، عملکرد مالی، نیز رو به بهبودی خواهد رفت.

فرضیه چهارم:

با توجه به نتایج بدست آمده از سطح معنی‌داری که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد لذا می‌توان گفت که استقلال هیات مدیره بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۳۰- و برای ROE، ۰/۴۳- بوده است بنابراین می‌توان گفت که هرچه تعداد اعضای غیرموظف در هیات مدیره بیشتر باشد، عملکرد مالی نیز رو به بهبودی خواهد رفت.

فرضیه پنجم:

با توجه به نتایج بدست آمده از سطح معنی‌داری که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد لذا می‌توان گفت که نفوذ مدیرعامل بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۱۶- و برای ROE، ۰/۰۳- بوده است بنابراین می‌توان گفت که نفوذ مدیرعامل باعث بهبود عملکرد مالی می‌شود.

بحث و نتیجه گیری

با توجه به اینکه حاکمیت شرکتی با ابعاد دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره سنجیده می‌شود در زمینه رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی می‌توان بیان نمود بین تمام ابعاد حاکمیت شرکتی به جز تمرکز مالکیت با عملکرد مالی رابطه وجود دارد.

فرضیه اول: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به بررسی داده‌های تحقیق می‌توان بیان نمود که دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۰۴- و برای ROE، ۰/۰۱- بوده است بنابراین می‌توان گفت که دوگانگی وظیفه مدیرعامل باعث کاهش عملکرد مالی خواهد شد. بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار گرفته و می‌توان گفت که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تمرکز مالکیت بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به بررسی داده های تحقیق می توان بیان نمود که سطح معنی داری که بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ می باشد لذا می توان گفت که تمرکز مالکیت برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر ندارد. بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار نگرفته و می توان گفت که بین تمرکز مالکیت بر عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه سوم: بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به بررسی داده های تحقیق می توان بیان نمود که مالکیت نهادی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۰۱ و برای ROE، ۰/۰۵ بوده است بنابراین می توان گفت که هرچه مالکیت نهادی بیشتر باشد، عملکرد مالی، نیز رو به بهبودی خواهد رفت. بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار گرفته و می توان گفت که بین مالکیت نهادی و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین نفوذ مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به بررسی داده های تحقیق می توان بیان نمود که استقلال هیات مدیره بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۳۰ و برای ROE، ۰/۴۳ بوده است بنابراین می توان گفت که هرچه تعداد اعضای غیرموظف در هیات مدیره بیشتر باشد، عملکرد مالی نیز رو به بهبودی خواهد رفت. بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار گرفته و می توان گفت که بین نفوذ مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به بررسی داده های تحقیق می توان بیان نمود که نفوذ مدیرعامل بر عملکرد مالی برای دو معیار (ROA و ROE) تاثیر دارد. که ضریب این تاثیر برای متغیر ROA، ۰/۱۶ و برای ROE، ۰/۰۳ بوده است بنابراین می توان گفت که نفوذ مدیرعامل باعث بهبود عملکرد مالی می شود. بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار گرفته و می توان گفت که بر این اساس فرضیه فوق مورد تایید قرار گرفته و می توان گفت که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و عملکرد مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیات پیشنهادات زیر ارائه می گردد:

به سرمایه گذاران و تجزیه و تجزیه گران مالی پیشنهاد می گردد که به کیفیت سود گزارش شده توجه داشته باشند و مدیریت سود را در تصمیم گیری های خود لحاظ نمایند، تا بدین وسیله عملکرد شرکت خود را افزایش دهند.

به مدیران سازمان بورس و همچنین شرکت ها پیشنهاد می شود با روش هایی گزارشات مالی خود را ارائه دهند که از بیش ترین همزمانی برخوردار باشد تا میزان حافظه کاری شرکت ها به بالاترین حد خود برسد.

پیشنهاد می گردد که شرکت های بورسی برای بالابردن میزان نفوذ مدیرعاملان در کارهای مالی و بررسی نمودن آنها همواره بر اطلاعات در زمینه عملکرد مالی شرکت تمرکز نموده و به بالابردن سطح آن مبادرت ورزند.

پیشنهاد می گردد که با توجه به عدم وجود تاثیر جریان نقدی دائمی می تواند به سرمایه گذاران اعلام کند که معیارهای دیگری را در صورت نبود رتبه نقد شوندگی برای حدس زدن رتبه نقد شوندگی شرکت ها غیر از کیفیت سود بکار بگیرند.

پیشنهاد می شود که هنگام ارزیابی شرکت ها در امر تشخیص دقیق و صحی اشخاص حقوقی، و نیز حسابرستان در هنگام حسابرسی به ساختار مالکیت شرکت ها از جمله مالکیت نهادی و شرکتهای معطوف کند تا درک درستی از رفتار مالیاتی شرکت ها داشته باشد.

منابع و مأخذ

پاک مرام، ع، لطفی، ب، ۱۳۹۶، ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکتهای بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه بیمه، سال سیو یکم، شماره ۴، ۲۵-۴۸.

حساس یگانه، ی؛ معزز، ا، خان حسینی، د، نیکونستی، م، ۱۳۹۱، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، دهمین همایش ملی حسابداری ایران، تهران، دانشگاه الزهراء، ۱۸-۱.

حساس یگانه، ی، ۱۳۹۴، سیستم های حاکمیت شرکتی. مجله حسابداری، شماره ۱۶۹.

رضائی، ش، محمدزاده، ا، ۱۳۹۷، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت توسعه تحول، مقاله ۸، شماره ۳۲، ۸۱-۸۸.

صراف، ف، صالحی، م، ۱۳۹۴، مدیریت جریان وجوه نقد و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال پنجم ف شماره هشتم، ۵۳-۶۸.

Alahdal, E. S. S., and M. H. Selamat.(2020). The effectiveness of corporate governance mechanisms on constraining earning management: literature review and proposed framework. International Journal of Global Business 5(1):17-35.

Ararat, Syed Zulfiqar. Tariq Bhutta, Nousheen. (2017). Investors 'Reaction to the Implementation of Corporate Governance Mechanisms, Open Journal of Accounting, pp. 3-8
Shahwan, Y.(2015.)Earnings management, corporate governance and expense stickiness. China Journal of Accounting Research, 41: 47-63.

Sinan S. Abbadi, Qutaiba F. Hijazi, Ayat S. Al-Rahahleh, (2016), "Corporate Governance Quality and Earnings Management: Evidence from Jordan", Australasian Accounting Business and Finance Journal, Vol 10, No 2, pp 54-75.

Investigating the relationship between issues surrounding corporate governance dimensions and financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange

Mehri Yarzadeh¹

Abstract

The present study aims to investigate the relationship between issues surrounding corporate governance dimensions and financial performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. This study is a descriptive study with an emphasis on correlational relationships in terms of its applied purpose and its nature, because on the one hand it examines the current situation and on the other hand it determines the relationship between different variables using regression analysis. In this study, all companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2018 to the end of 2023 are considered as the statistical population. Excel and EvIEWS9 software were used to perform calculations and prepare the data to the information required for the research and to analyze them. The results of data analysis indicate that there is a significant relationship between the duality of the CEO's duties, ownership concentration, institutional ownership, CEO influence and board independence with the financial performance of companies.

Keywords

Corporate governance, CEO duality, ownership concentration, institutional ownership, CEO influence and board independence, financial performance, Tehran Stock Exchange

¹ Accounting expert. (myarzadh@gmail.com)