

# محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup>

فاطمه مهربانی<sup>۲</sup>  
دانشجوی دکتری دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد علوم و تحقیقات تهران  
یدالله دادگر<sup>۳</sup>  
دانشیار اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی

تاریخ دریافت: ۹۰/۰۹/۰۶  
تاریخ تأیید: ۹۱/۰۷/۰۴

## چکیده

این مقاله به محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی برای ۱۱۰ شرکت و نه صنعت بورسی منتخب طی سال‌های ۱۳۸۰-۱۳۸۹ می‌پردازد. اهداف این مطالعه عبارتند از: ۱- بررسی وضعیت و محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی برای نمونه منتخب؛ ۲- بررسی اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر ارتقاء عملکرد شرکت‌ها؛ ۳- فراهم آوردن توصیه‌های سیاستی برای مقامات و شرکت‌های منتخب بورس در زمینه حاکمیت شرکتی. این تحقیق بر اساس روش تحلیلی با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی و اطلاعات آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. یافته‌های تجربی بیانگر آن می‌باشد که شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در اکثر شرکت‌های مورد بررسی بسیار پایین می‌باشد. از سوی دیگر با توجه به اینکه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی حاوی اطلاعات بسیار مفیدی در مورد تغییرات حاکمیت شرکتی در بخش شرکتی می‌باشد توجه به این شاخص و بهبود آن می‌تواند تأثیرات بسیار ژرفی بر فعالیت‌های کلان اقتصادی داشته باشد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، بورس اوراق بهادار تهران، شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی، شفافیت

طبقه‌بندی موضوعی: C23, C68, G2, G3

## مقدمه

اصلی‌ترین دغدغه شرکت‌های موجود در بازار بورس اوراق بهادار جذب سرمایه می‌باشد، از سوی دیگر مهم‌ترین دغدغه صاحبان سرمایه انتخاب بهترین شرکت برای سرمایه‌گذاری و تفکیک شرکت‌های موفق و ناموفق از یکدیگر می‌باشد. آنچه می‌تواند به کاهش دغدغه‌های این دو گروه و دستیابی آن‌ها به اهدافشان و همچنین رونق و شکوفایی هر چه بیشتر بورس اوراق بهادار منجر شود حضور و رعایت اصول

۱. این مقاله برگرفته از رساله دوره دکتری با عنوان «تحلیل اثر حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکت‌های منتخب در بازار بورس اوراق بهادار تهران» در دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران و به راهنمایی جناب آقای دکتر دادگر می‌باشد.

2. Email: fatemeh.mehrabani@hotmail.com

«نویسنده مسئول»

3. Email: yydadgar@gmail.com

حاکمیت شرکتی می‌باشد. زیرا حاکمیت شرکتی مکانیزمی در جهت حداقل کردن زیان ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت که منجر به انتقال ریسک به سرمایه‌گذاران و حداقل شدن کارایی شرکت‌ها می‌گردد می‌باشد. دامنه وسیعی از شواهد تجربی تأییدگر این واقعیت هستند که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت بهتری هستند از ارزش بازاری بالاتری برخوردارند<sup>۱</sup>. به طور مثال شرکت‌های کراهی که از حاکمیت شرکتی بهتری برخوردارند حجم معاملاتشان نسبت به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف ۱۶۰٪ بالاتر است. همچنین در سال ۲۰۰۴ نسبت P/E برای شرکت‌های برزیلی که از حاکمیت شرکتی خوبی برخوردار بودند ۲۰٪ بالاتر از شرکت‌های ضعیف بوده است (IFC 2009). بهبود حاکمیت شرکتی یکی از عوامل اصلی موفقیت در جذب منابع جدید سرمایه می‌باشد. شواهد تجربی حاکی از آن است که وقتی سرمایه‌گذاران قادر به انتخاب در مورد چگونگی تخصیص سرمایه‌هایشان هستند با فرض ثابت بودن شرایط آن‌ها ترجیح می‌دهند در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی سرمایه‌گذاری نمایند، زیرا عوامل کلیدی که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار می‌باشند عبارتند از: ساختار مالکیت، شفافیت، ارائه گزارشات مالی و غیرمالی شفاف و به هنگام، رعایت حقوق سهامداران، ساختار هیأت مدیره و تعهدات. همچنین حاکمیت شرکتی منجر به کاهش هزینه سرمایه از طریق کاهش ریسک و تنوع بخشیدن به ساختار سرمایه و افزایش سرمایه اولیه (پایه) می‌گردد و شرکت‌هایی که به اصول حاکمیت شرکتی پایبند هستند از رتبه بالاتری برخوردارند. با توجه به اهمیت و مزایای حاکمیت شرکتی این مقاله بر آن است که به محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی (CGQI)<sup>۲</sup> برای یک نمونه منتخب شامل ۱۱۰ شرکت بورسی و نه صنعت<sup>۳</sup> طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ پردازد. فرضیه‌ای که در این مطالعه مورد بررسی قرار می‌گیرد عبارت است از اینکه «شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در بین صنایع و شرکت‌های منتخب از وضعیت مناسبی برخوردار است». بر این اساس این مطالعه مشتمل بر، مروری بر مطالعات انجام شده؛ تأثیرات واقعی کیفیت حاکمیت شرکتی؛ روش‌شناسی و تصریح مدل؛ و نتیجه‌گیری و ارائه توصیه‌های سیاستی می‌باشد.

## ۱- مروری بر مطالعات انجام شده

### ۱-۱- مطالعات خارجی

آتیا و روبینا<sup>۴</sup> (۲۰۰۷)، در کار خود به بررسی این موضوع که تفاوت در کیفیت سطح حاکمیت شرکتی می‌تواند سطح عملکرد بنگاه‌ها را در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار کراچی توضیح دهد پرداختند. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که حاکمیت شرکتی در

1. Black, Jang and Kim(2006) and Silveria & Barros (2007)

2. corporate governance quality index

۳. صنعت مواد غذایی و آشامیدنی، استخراج کانی‌های فلزی و سایر معادن، داروسازی، محصولات شیمیایی،

فراآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای، سیمان، فلزات اساسی، خودرو و قطعات اتومبیل و سرمایه‌گذاری

4. Attiya and Robina

پاکستان مهم می‌باشد. البته همه فاکتورهای حاکمیت شرکتی مهم نیستند. پاداش هیأت مدیره، مالکیت و سهامداران بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار هستند، و بهبود شفافیت و افشاگری بر عملکرد بنگاه‌ها تأثیرگذار نمی‌باشد. آن‌ها دریافتند که سطح پایین تولید و مدیریت بد نمی‌توانند با استانداردهای شفافیت و افشاگری پوشش داده شوند.

وی<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، عنوان می‌نماید که قوانین و مقررات بازار اوراق بهادار چین نقش مهمی را در تشویق و دفاع از اعمال حاکمیت شرکتی خوب بازی می‌نماید و در مقابل ضعف ساختاری، سوء اداره شرکت و نقض قوانین تأثیرات بسیار منفی را بر ساختار بازار اعمال می‌نماید. او ضمن بررسی کارایی رژیم‌های قانونی امریکا، انگلیس، آلمان و ژاپن در مورد بازار اوراق بهادارشان به بحث در مورد وضعیت حال و اصلاحات ساختاری آتی در بخش مالی چین می‌پردازد و عنوان می‌نماید که این بخش در چین نیاز به اصلاحات دارد و برای دستیابی به این هدف چین باید از یک سو به بهبود حاکمیت شرکتی بپردازد و از سوی دیگر فعالیت‌ها در بازار اوراق بهادار را مطابق با استانداردها نماید.

واسودو<sup>۲</sup> (۲۰۰۹)، وی در مقاله خود به بحث در مورد تغییرات عمده در بازار سرمایه هند و رژیم‌های قانونی شرکتی در چند دهه گذشته با توجه به عوامل اقتصادی و دیگر عوامل توزیعی مسئول برای چنین تغییراتی می‌پردازد. وی عنوان می‌نماید که تصویب قوانین مربوط به بازار سرمایه و توسعه سیستم معاملات مجازی فرآیند تجاری با درجه بالای از شفافیت را ایجاد می‌نماید و دسترسی به سرمایه‌گذاران بین‌المللی و جذب آن‌ها را تسهیل می‌نماید. آزادسازی با توجه به تشکیلات شرکت‌های فرعی، محدودیت‌های قیمتی، شرکت‌های بیشتری را برای حضور در بازار بورس تشویق می‌نماید. نویسنده با مطالعه سیستم گزارش‌دهی مالی و حاکمیت شرکتی که کیفیت عملکرد شرکت را بهبود بخشیده عنوان می‌نماید که حاکمیت شرکتی منجر به کاهش قابل توجه ریسک در بازار سرمایه هند گردیده و فعالیت سرمایه‌گذاری خارجی را در این بازار بهبود بخشیده است.

یدالله دادگر و محمود نادری (۲۰۱۰)، در کار خود به بررسی حاکمیت شرکتی خوب در بازار سرمایه کشورهای مسلمان پرداخته‌اند. کار این دو بر اساس الگویی است که بانک جهانی در مورد حاکمیت شرکتی ارائه کرده است. برای این کار ده کشور مسلمان و ده کشور غیرمسلمان را در نظر می‌گیرند. از مهم‌ترین فرضیات آن‌ها این است که حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد بازار سرمایه می‌باشد که نتایج حاصله این فرضیه را تأیید می‌کند.

---

1. Wei  
2. Vasudev

## ۱-۲- مطالعات داخلی

ستایش، قربانی و گل محمدی (۱۳۸۹)، به بررسی برخی از جنبه‌های حاکمیت شرکتی با فعالیت هموارسازی سود شرکت‌های بورسی پرداختند و از یک طبقه‌بندی دو وجهی برای تقسیم شرکت‌ها به دو گروه هموارساز و غیر هموارساز طبقات مختلف سود، استفاده کردند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که کیفیت حسابرسی بر هموارسازی سود، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره در هموارسازی سود ناخالص و مالکیت نهادی و مدیریتی در هموارسازی سود عملیاتی و سود خالص تأثیرگذار می‌باشند، اما استقلال هیأت مدیره بر این مهم تأثیرگذار نمی‌باشد.

اسماعیل‌زاده مقری، جلیلی، زند عباس‌آبادی (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در شرکت‌های بورسی طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۸۷ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنی‌دار مثبتی بین درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد بلوک سهامداران عمده، درصد مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، عدم وجود مدیر عامل شرکت به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره و اندازه حسابرس شرکت و کیفیت سود وجود دارد.

فخاری، یوسفعلی تبار (۱۳۸۹)، آن‌ها در مقاله خود درصدد برآمدند تا ارتباط بین سود تقسیمی و حاکمیت شرکتی را به عنوان ابزاری برای حل مشکل هزینه نمایندگی بررسی نماید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، رابطه معکوس معناداری بین شاخص حاکمیت شرکتی و تقسیم سود وجود دارد. این یافته بیانگر این موضوع است که شرکت‌های بورس از تقسیم سود برای کسب شهرت و ایجاد اعتبار استفاده می‌کنند و با وجود ارتباط معنادار حاکمیت شرکتی و تقسیم سود تأثیر حاکمیت شرکتی بر تقسیم سود اندک است.

مشایخی، محمد آبادی (۱۳۹۰)، آن‌ها در مطالعه خود به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود پرداختند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که با بیشتر شدن تعداد جلسات هیأت مدیره و افزایش حضور مدیران غیرموظف در آن، کیفیت سود حسابداری افزایش یافته است. این در حالی است که بین تفکیک مسئولیت‌های مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره از یکدیگر و کیفیت سود رابطه معنی‌داری وجود ندارد. یافته‌های تحقیق حاکی از نبود رابطه معنی‌دار بین کیفیت ارقام تعهدی، به عنوان یکی از سنج‌های کیفیت سود، با مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی است.

## ۲- تأثیرات واقعی کیفیت حاکمیت شرکتی

کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر فعالیت‌های اقتصادی از کانال‌های مختلف تأثیرگذار باشد. به طور مثال، کیفیت حاکمیت شرکتی ممکن است تأثیر مثبتی بر رشد از طریق کاهش هزینه‌های

سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها و احتمالاً افزایش عرضه اعتبار و در نهایت تشویق سرمایه‌گذاری داشته باشد. به علاوه، بنگاه‌هایی که از حاکمیت بهتری برخوردارند ممکن است منافع مدیران و ذینفعان به هم نزدیک و تطابق بیشتری داشته باشند، که این امر مشوق‌های قوی‌ای را به منظور اینکه مدیران شرکت‌ها در جهت بالا بردن بهره‌وری بنگاه‌ها و بهبود آن از طریق تکنولوژی‌های پیش رو گام بردارند ایجاد می‌نماید، که نتیجه این امر تخصیص کارآتر سرمایه در بخش شرکتی و افزایش رشد بهره‌وری می‌باشد. به طور کلی، حاکمیت شرکتی به عنوان تکنولوژی‌هایی که بنگاه‌ها آن‌ها را به منظور غالب آمدن بر محدودیت‌های محیط سازمانی که در آن فعالیت می‌کنند به کار می‌گیرند تعریف می‌شود. به طور مثال در تحقیقی که اخیراً توسط کومین و مولانی<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) صورت گرفته است آن‌ها ترتیبات حاکمیت شرکتی<sup>۲</sup> را به عنوان ابداعات کلی<sup>۳</sup> در نظر گرفتند. در این صورت باید عنوان نمود که حاکمیت شرکتی تأثیرات ژرف و عمیقی بر فعالیت‌های کلان اقتصادی و رشد بهره‌وری خواهد داشت.

از سوی دیگر در بسیاری از مطالعات مالی صورت گرفته در داخل و خارج از کشور عنوان می‌گردد که تعمیق مالی به عنوان پیش شرط لازم و موتور رشد اقتصادی می‌باشد. این مطالعات نشان می‌دهند که عملکرد خوب مؤسسات مالی می‌تواند باعث ارتقاء کارایی کل اقتصاد، خلق و گسترش نقدینگی، تحرک پس‌اندازها، افزایش تشکیل سرمایه، انتقال منابع از بخش‌های سنتی به بخش‌های مدرن، ارتقاء کارآفرینی و کارآفرینان و در نهایت کارایی بازارهای مالی گردد. با توجه به ادبیات موجود و مطالعات صورت گرفته<sup>۴</sup> آنچه را که می‌توان به عنوان موتور محرک تعمیق مالی و عامل اساسی تأثیرگذار بر عملکرد کارای بنگاه‌ها دانست حاکمیت شرکتی می‌باشد. زیرا پیاده‌سازی کارای اصول و ارکان حاکمیت شرکتی در بازارهای مالی و وجود ناظران قوی در این زمینه منجر به افزایش و بهبود عملکرد شفاف بنگاه‌ها به واسطه منافع همچون، بهبود دسترسی به بازارهای سرمایه و مالی جدید، کمک به باقی ماندن در محیط رقابتی از طریق ادغام شرکت‌ها، تملک، مشارکت و کاهش ریسک از طریق متنوع کردن دارایی، کاهش احتمال تقویت و افزایش تضاد منافع، تربیت مدیرانی متعهد، مسئولیت‌پذیر و پاسخگو، متمایز نمودن بنگاه‌های موفق و ناموفق می‌گردد که این امر خود منجر به جلب سرمایه‌گذاران نهادی و اقلیت و در نهایت ورود سرمایه‌های سرگردان موجود در جامعه و بهبود و ارتقاء شاخص‌های عملکردی بنگاه‌ها و نظام‌های مالی و رونق آن‌ها می‌گردد.

1. Comin and Mulani (2005)

2. Corporate governance arrangements

3. General innovations

4. Rogers, Ribiro and securato 2008, Tiwari 2010, Braendle, Gasser and Noll 2010, Mehranani 2012

## ۳- روش‌شناسی و تصریح مدل

## ۳-۱- روش‌شناسی مدل

در محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی ما از تکنیک‌های اقتصادسنجی و مدل داده‌های مقطعی به منظور محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی بهره خواهیم برد. داده‌های مربوط به این تحقیق از منابع مختلف به دست آمده‌اند. برای این منظور ما ۱۱۰ شرکت از نه صنعت موجود در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ انتخاب نمودیم. اطلاعات مورد نظر برای هر یک از شرکت‌ها از طریق اطلاعات مالی انتشار یافته توسط سازمان و شرکت بورس اوراق بهادار تهران سایت کدال وابسته به بورس تهران و دو نرم افزار مرتبط با بورس اوراق بهادار و سایت شرکت‌های منتخب جمع‌آوری شده‌اند.

## ۳-۲- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی

شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی به بررسی کیفیت و بهبود حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه می‌پردازد. در صورتی که این شاخص در بین شرکت‌ها و صنایع پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از وضعیت مناسبی برخوردار باشد این امر بیانگر آن است که بورس اوراق بهادار از انضباط بازاری مناسب و مطلوبی برخوردار می‌باشد و در صورتی که این شاخص وضعیت مناسبی نداشته باشد این امر بیانگر ناکارایی حاکمیت شرکتی و فقدان بهبود و پیشرفت در بخش شرکتی<sup>۱</sup> می‌باشد. از سوی دیگر ارزیابی و محاسبه این شاخص اطلاعات مفیدی را در رابطه با تغییرات حاکمیتی در بخش شرکتی ارائه می‌نماید.

شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی میانگین ساده‌ای از سه پراکسی «شاخص استانداردهای حسابداری (AS)، هموارسازی درآمد (ES) و همزمانی قیمت سهام (SPS)» است که به اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی در دو بعد شفافیت و افشاگری حسابداری می‌پردازد. اگر چه شفافیت و افشاگری شرط لازم برای حاکمیت شرکتی خوب هستند اما شرط کافی نیستند، شرط کافی در این زمینه از بین بردن اطلاعات نامتقارن در بین مدیران و ذینفعان می‌باشد. زیرا وجود اطلاعات نامتقارن خود منجر به کاهش درجه شفافیت و افشاگری می‌باشد. بر این اساس در ادامه ما ابتدا به معرفی سه شاخص تشکیل‌دهنده کیفیت حاکمیت شرکتی می‌پردازیم و سپس این شاخص را برای دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ و نمونه منتخب محاسبه می‌نماییم.

شاخص استانداردهای حسابداری: این شاخص درجه اعتماد به آمار و اطلاعات منتشره توسط شرکت‌ها را مورد سنجش قرار می‌دهد. آمار مربوط به این شاخص برای اکثر شرکت‌ها در کشورهای

مختلف به طور سالانه توسط مرکز تحلیل و تحقیق مالی بین‌المللی<sup>۱</sup> ارائه می‌گردد اما با توجه به عدم عضویت شرکت‌های ایرانی در این مرکز، ما آمار مربوط به شرکت‌های مختلف را از طریق سازمان بورس اوراق بهادار تهران جمع‌آوری نموده‌ایم.

هموارسازی درآمدها: این شاخص بیانگر «ناشفافی درآمدها» می‌باشد که توسط کامین و مولانی<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) معرفی شده است. این شاخص به بررسی راه‌هایی می‌پردازد که به وسیله آن مدیران می‌توانند عملکرد واقعی بنگاه را با استفاده از استانداردهای عملیاتی در جهت آرام ساختن نوسانات سود سالانه پنهان کنند. این شاخص به وسیله همبستگی بین تعهدات<sup>۳</sup> و جریان‌های نقدی هر دو بر اساس درآمد کل نرمالیزه شده‌اند به دست می‌آید (یعنی  $(CF/TA)$  ,  $(Corr (ACC/TA))$ ). این همبستگی باید در بنگاه‌هایی که هموارسازی درآمد نموده‌اند به شدت منفی باشد. زیرا مدیرانشان به جریان‌های نقدینگی ناچیز (ضعیف) از طریق افزایش تعهدات واکنش نشان داده‌اند.<sup>۴</sup>

به منظور محاسبه شاخص هموارسازی درآمد ابتدا میزان تعهدات هر شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹ از رابطه (۱) محاسبه می‌گردد:

$$ACC_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta Cash_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it} - \Delta TP_{it}) - Dep_{it} \quad (1)$$

که در آن:

CA: دارایی‌های جاری؛

Cash: پول نقد و شبه پول نقد؛

CL: بدهی جاری؛

STD: بدهی کوتاه‌مدت و جز جاری بدهی‌های بلندمدت؛

TP: مالیات بر درآمد پرداختی؛

DEP: کاهش ارزش و استهلاک وام می‌باشد.

در ادامه دو رگرسیون زیر را با توجه به متغیرهای کنترلی مورد نظر برای جریان‌های نقدینگی و تعهدات را برآورد می‌نماییم.

$$\frac{ACC_{it}}{TA_{it}} = (\beta_0 + \beta_{1it} SG_{it} + \beta_{2it} DI_{it} + \beta_{3it} EI_{it} + \beta_{4it} LEVERAGE_{it} + \beta_{5it} AST_{it} + \beta_{6it} SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

1. Center for International Financial Analysis and Research (CIFAR)

2. Comin and Mulani

3. Accruals

4. Land and Lang, 2002, Nanda, and Wysocki, 2006, and Myers, Myers and Skinner, 2007

$$\frac{ECF_{it}}{TA_{it}} = \beta_0 + \beta_{1it}SG_{it} + \beta_{2it}DI_{it} + \beta_{3it}EI_{it} + \beta_{4it}LEVERAGE_{it} + \beta_{5it}AST_{it} + \beta_{6it}SIZE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۳)$$

$i = 1, 2, \dots, 110 \quad t = 1380, 1381, \dots, 1389$

که،

$\frac{ACC_{it}}{TA_{it}}$ : تعهدات به دارایی شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$SG_{it}$ : لگاریتم فروش سالانه شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$DI_{it}$ : تغییرات در بدهی کل شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$EI_{it}$ : تغییرات در سهام شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$AST_{it}$ : فروش تقسیم بر دارایی کل شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$SIZE_{it}$ : لگاریتم ارزش بازاری سهام شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$\frac{ECF_{it}}{TA_{it}}$ : جریانات نقدی شرکت به درآمد کل شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف؛

$LEVERAGE_{it}$ : بدهی کل تقسیم بر دارایی کل شرکت  $i$  ام در سال  $t$  اقتصاد متعارف.

از آنجایی که غالباً در کشورهای در حال توسعه گردش وجوه اظهار نمی‌شود. لذا گردش وجوه

عملیاتی را (ECF) از طریق تفریق AS از درآمد عملیاتی OI به دست می‌آوریم:

$$ECF_{it} = OI_{it} - AS_{it} \quad (۴)$$

پس از محاسبه این دو رگرسیون به محاسبه «corr(ACC/TA),(CF/TA)» که به عنوان

همبستگی بین پسماندهای رگرسیون (ACC/TA) و پسماندهای رگرسیون (CF/TA) تعریف شده

است می‌پردازیم.

همزمانی قیمت سهام: بر اساس مطالعات انجام شده در کشورهای مختلف «آلفورد، جونز و

لفت و ویچ<sup>۱</sup> (۱۹۹۳)» قیمت سهام منعکس‌کننده اطلاعات بسیار مفیدی در مورد اساس و بنیان

بنگاه‌ها در کشورهای مختلف می‌باشد. همچنین مطالعات انجام شده نشان از آن دارد که همزمانی

قیمت سهام بر انتخاب نامناسب<sup>۲</sup> و ریسک‌های دارایی<sup>۳</sup> که کارگزاران بازار با آن مواجه هستند و

همچنین نقدینگی سهام مؤثر است.

از سوی دیگر در غالب مطالعات مالی چنین بحث می‌گردد که همزمانی قیمت سهام در

اقتصادهای در حال توسعه و نوظهور بسیار بیشتر از اقتصادهای توسعه یافته می‌باشد این نه تنها به

1. Alford, Jones and leftwich (1993)

2. Adverse selection

3. Inventory Risks



این دلیل است که GDP سرانه در کشورهای توسعه یافته بالاتر می باشد بلکه به دلیل عواملی است که به طور مستقیم و یا غیرمستقیم بر بازار سرمایه اقتصادهای توسعه یافته مؤثر می باشند. برخی از این عوامل عبارتند از: نرخ های پایین فساد، حمایت قوی از سرمایه گذاران، ثبات سیاسی و تورم پایین. مورک، یو<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) دو مدل را برای سنجش و ارزیابی همزمانی قیمت سهام در طول یک دوره زمانی مشخص در نظر گرفتند. در مدل اول که یک مدل کلاسیک می باشد همه بنگاه های موجود در بازار سهام را برای یک دوره زمانی مشخص مورد استفاده قرار دادند. در این مدل اطلاعاتی از یک بنگاه مشخص مورد استفاده قرار می گیرد که منعکس کننده قیمت های سهام آن باشد. در مدل دوم تحرکات بسیار وسیع قیمت های بازاری سهام<sup>۲</sup> نسبت به شاخص بازاری سهام<sup>۳</sup> در طول یک دوره زمانی مشخص که به عنوان  $R^2$ ، شاخص همزمانی تعریف می گردد در نظر گرفته می شود. به بیان دیگر آن ها همزمانی قیمت سهام را به عنوان  $R^2$  ایی که از رگرسیون های قیمت گذاری دارای به دست می آید تعریف نموده اند. آن ها عنوان می نمایند که همزمانی قیمت سهام می تواند به عنوان شاخصی از مقدار نسبی اطلاعات بنگاه مشخص که در بازدهی ها منعکس شده است مورد استفاده قرار گیرد. همچنین آن ها مقدار  $R^2$  بالا (همزمانی بالا) را به عنوان بازدهی که اطلاعات بیشتر و شفاف تری را ارائه می دهد تفسیر نمودند، در حالی که  $R^2$  پایین بیانگر آن است که بازده بنگاه ها وابسته به اطلاعات یک بنگاه مشخص دارد. با توجه به آنچه عنوان گردید ما در این تحقیق از مدل معرفی شده دوم توسط مورک و همکارانش استفاده می نمایم. بر این اساس ما ابتدا رگرسیون خطی زیر را برآورد می نمایم.

$$R_{cit} = \beta_0 - \beta_{1it} R_{mt} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

$R_{cit}$ : بازده سهام شرکت  $i$  ام در سال  $t$  ام؛

$R_{mt}$ : بازده بازار در سال  $t$  اقتصاد متعارف.

پس از محاسبه رابطه فوق  $R^2$  حاصله از آن را در رابطه زیر قرار می دهیم. تا شاخص همزمانی قیمت سهام محاسبه گردد.

$$SPS = LOG\left(\frac{R^2}{1 - R^2}\right)$$

SPS بالا در یک بنگاه به معنی آن است که بنگاه به شدت به بازار وابسته است. و این به

معنای رقابت بیشتر و انحصار کمتر می باشد.

1. Morck, Yeung and Yu (2000)  
2. Market wide movement of share prices  
3. Share market index

## بررسی پایایی متغیرها و تشخیص نوع مدل

برای محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی ابتدا آزمون ریشه واحد را برای ۱۱۰ شرکت موجود در این صنعت صورت می‌دهیم. آزمون ریشه واحد به منظور بررسی پایایی متغیرها صورت می‌گیرد و فرضیه صفر آن در خود فرض ناپایایی متغیر را دارد.

$$H_0: \gamma = 0$$

$$H_1: \gamma < 1$$

جدول (۱): آزمون ریشه واحد متغیرها در هر یک از صنایع منتخب در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

IPS	IPS	IPS	IPS	IPS	IPS	IPS	IPS	IPS	نام متغیر
سرمایه‌گذاری	خودرو	دارویی	محصولات شیمیایی	فراآورده‌های نفتی	سیمان	فلزات اساسی	استخراج کانه‌های فلزی و سایر معادن	مواد غذایی و آشامیدنی	
-۴/۹۰۶ (۰/۰۰۰۰)	-۵/۵۱۲ (۰/۰۰۰۰)	-۱۰/۱۶۷ (۰/۰۰۰۰)	-۷/۷۲ (۰/۰۰۰۰)	-۱/۹۷ (۰/۰۲۲۴)	-۵/۰۸ (۰/۰۰۰۰)	-۷/۰۵ (۰/۰۰۰۰)	-۴/۱۷ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۷۹ (۰/۰۰۰۱)	ACC/TA
-۱/۹۸ (۰/۰۲۳۲)	-۳/۲۹۵ (۰/۰۰۰۵)	-۶/۳۸ (۰/۰۰۰۰)	-۸/۶۲ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۱۷ (۰/۰۰۰۷)	-۴/۱۱ (۰/۰۰۰۰)	۴/۵۱ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۱۱ (۰/۰۰۰۹)	-۴/۶ (۰/۰۰۰۰)	AST
-۲/۹۱۱ (۰/۰۰۱۸)	-۱/۸۲۳ (۰/۰۳۴۱)	-۲/۲ (۰/۰۱۳۸)	-۴/۶۷ (۰/۰۲۸۹)	-۲/۹۰ (۰/۰۰۱۸)	-۱/۸۹ (۰/۰۲۸۹)	-۲/۰۸ (۰/۰۱۸۴)	-۱/۷۸ (۰/۰۳۶۸)	-۲/۷ (۰/۰۰۲۹)	SG
-۳/۵۲۷ (۰/۰۰۰۲)	-۷/۶۳۵ (۰/۰۰۰۰)	-۲/۰۲۸ (۰/۰۲۱۳)	-۴/۸۰ (۰/۰۰۰۰)	-۵/۷۸ (۰/۰۰۰۰)	-۱/۹۷ (۰/۰۲۴۳)	-۲/۷۹ (۰/۰۰۲۶)	-۱/۷۸ (۰/۰۳۷۵)	۲/۰۵ (۰/۰۰۲۰)	LEVERAGE
-۳/۵۱ (۰/۰۰۰۲)	-۳/۱۳۰ (۰/۰۰۰۹)	-۳/۷۷ (۰/۰۰۰۰)	-۲/۹۱ (۰/۰۰۱۸)	-۳/۳۳ (۰/۰۰۰۴)	-۳/۶۱ (۰/۰۰۰۱)	-۲/۳۸ (۰/۰۰۸۶)	-۲/۳۰ (۰/۰۱۵۰)	-۱/۸ (۰/۰۳۵۸)	DI
-۳/۵۲۵ (۰/۰۰۰۲)	-۷/۴۴۸ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۸۵۵ (۰/۰۰۰۰)	-۴/۰۲ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۳۵ (۰/۰۰۰۴)	-۴/۳۶ (۰/۰۰۰۰)	-۳/۸۹ (۰/۰۰۰۰)	-۱/۶۸ (۰/۰۴۵۷)	-۲/۸ (۰/۰۰۲۴)	EI
-۳/۴۶۹ (۰/۰۰۰۳)	-۲/۱۷۷ (۰/۰۱۳۳)	-۲/۲۶ (۰/۰۱۱۷)	-۲/۰۳۲ (۰/۰۲۱۱)	-۱/۸۹ (۰/۰۲۹۱)	-۲/۲۱ (۰/۰۱۳۵)	-۳/۵۴ (۰/۰۰۰۲)	-۲/۷۷ (۰/۰۰۲۷)	-۱/۸۸۱ (۰/۰۲۹۹)	SIZE
-۶/۱۵۷ (۰/۰۰۰۰)	-۴/۶۷۷ (۰/۰۰۰۰)	-۶/۸۷ (۰/۰۰۰۰)	-۷/۴۹ (۰/۰۰۰۰)	-۲/۲۳ (۰/۰۱۲۷)	-۵/۰۱ (۰/۰۰۰۰)	-۴/۰۸ (۰/۰۰۰۰)	-۴/۱۷ (۰/۰۰۰۰)	-۶/۵ (۰/۰۰۰۰)	ECF/TA
-۳/۴۶ (۰/۰۰۰۳)	-۳/۷۰۵ (۰/۰۰۰۱)	-۲/۰۵۷ (۰/۰۰۱۹)	-۵/۹۲ (۰/۰۰۰۰)	-۱/۷۳ (۰/۰۴۱۵)	-۱/۹۸ (۰/۰۲۳۵)	-۳/۴۳۴۴۴ (۰/۰۰۰۳)	-۱/۸۴ (۰/۰۳۲۲)	-۳/۹۱۳ (۰/۰۰۰۰)	RC
-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	-۳/۲۵ (۰/۰۰۰۶)	RM

منبع: محاسبات محققین

۱. این آزمون برای ده شرکت منتخب مواد غذایی و آشامیدنی، هفت شرکت منتخب از صنعت کانه‌های فلزی و استخراج سایر معادن، دوازده شرکت از صنعت فلزات اساسی، دوازده شرکت از صنعت سیمان، دو شرکت از صنعت فراآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای، هفده شرکت از صنعت محصولات شیمیایی، نوزده شرکت دارویی، دوازده شرکت از صنعت خودرو، هجده شرکت منتخب از صنعت سرمایه‌گذاری صورت گرفته است.

2. P-Value

با توجه به جدول فوق تمامی متغیرها در سطح پایا هستند. به منظور مشخص نمودن نوع مدل به بررسی آزمون هاسمن برای هر یک از صنایع می‌پردازیم. ما این آزمون را برای سه رابطه ۲، ۳، ۵ انجام می‌دهیم و مشخص می‌نماییم که مدل اثرات ثابت است یا مشترک. همان طور که از جدول (۲) مشخص است هر سه رابطه برای تمامی صنایع اثرات ثابت می‌باشد زیرا فرض  $H_0$  مبنی بر قبول اثرات مشترک رد شده است.

$$H_0: \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE} = 0$$

$$H_1: \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE} \neq 0$$

جدول (۲): آزمون هاسمن در صنایع منتخب در دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام صنعت	رابطه	Chi-sq. static	prob	نوع مدل
مواد غذایی و آشامیدنی	۲	۱۰/۴۱۱۵۹۴	۰/۱۰۸۴	اثرات ثابت
	۳	۶/۱۸۶۴۵۷	۰/۴۰۲۶	اثرات ثابت
	۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	اثرات ثابت
استخراج کانه‌های فلزی و سایر معادن	۲	۰/۸۹۷۰۳۹	۰/۹۸۹۲	اثرات ثابت
	۳	۸/۰۴۲۹۹۴	۰/۲۳۵۰	اثرات ثابت
	۵	۰/۰۰۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	اثرات ثابت
فلزات اساسی	۲	۲/۳۹۸۳	۰/۸۷۹۷	اثرات ثابت
	۳	۷/۶۷۵۲۴	۰/۲۶۲۹	اثرات ثابت
	۵	۰/۳۳۷۸۱۳	۰/۵۶۱۱	اثرات ثابت
سیمان	۲	۲/۶۸۶۰۹۶	۰/۸۴۷۱	اثرات ثابت
	۳	۲/۵۷۷۴۰۹	۰/۸۵۹۷	اثرات ثابت
	۵	۰/۰۰۷۱۹	۰/۹۷۸۶	اثرات ثابت
فرآورده‌های نفتی	۲	۰/۸۰۰۶۳۴	۰/۳۷۰۹	اثرات ثابت
	۳	۰/۲۱۲۸۲۲	۰/۶۴۴۶	اثرات ثابت
	۵	۱/۱۸۲۲۰۳	۰/۲۷۶۹	اثرات ثابت
محصولات شیمیایی	۲	۰/۷۶۵۹۳	۰/۸۴۷۱	اثرات ثابت
	۳	۹/۱۶۸۷۰	۰/۰۰۲۵	اثرات ثابت
	۵	۰/۲۱۹۲۱۹	۰/۶۳۹۶	اثرات ثابت
دارویی	۲	۲/۵۱۳۷	۰/۸۶۶۹	اثرات ثابت
	۳	۴/۴۳۹۵	۰/۶۱۷۴	اثرات ثابت
	۵	۰/۱۷۶	۰/۶	اثرات ثابت
خودرو	۲	۱۱/۹۶۴	۰/۰۶۲۸	اثرات ثابت
	۳	۰/۰۰۰۰	۱	اثرات ثابت
	۵	۳/۱۲۴۱	۰/۰۷۷۱	اثرات ثابت
سرمایه‌گذاری	۲	۱/۹۶۰۳	۰/۹۲۳۳	اثرات ثابت
	۳	۲/۸۴۰۷۴	۰/۸۲۸	اثرات ثابت
	۵	۰/۰۰۱۷۴	۰/۹۶۶۶	اثرات ثابت

منبع: محاسبات محققین

## ۳-۲-۱- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت مواد غذایی و آشامیدنی

جدول (۳): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت غذایی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
بهنوش	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۳۸۰۴۶۲	۰/۵۰۶	۰/۲۶۴
گرچی	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۶۲۶۴۳۷	۰/۵۳۶	۰/۳۵۶
صنایع بهشهر	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۷۱۲۱۳۵	۰/۵۶۱	۰/۳۹۳
شهد ایران	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۶۲۱۷۸۹	۰/۵۲۱	۰/۳۵۰
پاک	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	-۰/۷۲۸۲۹۵	۰/۴۲۶	-۰/۱۳۱
صنعتی بهشهر	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	-۰/۶۳۵۳۲۷	۰/۳۹	-۰/۱۱۲
پارس مینو	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	-۰/۶۶۱۱۳۵	۰/۳۶۳	-۰/۱۲۹
مارگارین	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	-۰/۶۶۶۱۳۰	۰/۳۹۱	-۰/۱۲۲
نوش مازندران	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۳۵۶۶۹۶	۰/۵۷۹	۰/۲۸۱
گلوکوزان	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	-۰/۵۲۹۸۲۴	۰/۵۰۱	-۰/۰۴۰۱
۱۰ شرکت منتخب صنعت مواد غذایی	-۰/۰۹۱۷۱۸۴۱	۰/۰۳۷۴۴۶	۰/۴۷۷۴	۰/۱۴۱

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

همان طور که از جدول فوق مشخص است شاخص هزمانی قیمت سهام برای تمامی شرکت‌های موجود در این صنعت منفی می‌باشد که بیانگر ضعف حاکمیت شرکتی در بین شرکت‌های منتخب در این صنعت و بالا بودن درجه عملکرد غیرشفاف این صنعت می‌باشد. شاخص هموارسازی درآمد برای شرکت‌های پاک، صنعتی بهشهر، پارس مینو، مارگارین و گلوکوزان منفی می‌باشد که بیانگر ناشفافی درآمدهای گزارش شده و هموارسازی درآمد توسط مدیران در این شرکت‌ها می‌باشد. با توجه به شاخص استانداردهای حسابداری می‌توان عنوان نمود که به هنگام بودن ارائه گزارشات و قابلیت اتکاء به گزارشات مالی ارائه شده توسط اکثر شرکت‌های موجود در این صنعت ۵۰ درصد می‌باشد. همچنین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در این صنعت بسیار پایین و کمتر از ۵۰ درصد می‌باشد، که بیانگر لزوم اصلاح و رعایت دقیق تر و تمرکز بیشتر بر اصول حاکمیت شرکتی در این صنعت می‌باشد. با توجه به جدول (۳) پایین ترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی متعلق به شرکت پاک و بالاترین شاخص متعلق به صنایع بهشهر می‌باشد.

۲-۲-۳- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت استخراج کانه های فلزی و سایر معادن

جدول (۴): شاخص حاکمیت شرکتی در در صنعت استخراج کانی های فلزی و سایر معادن ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
تامین ماسه	۰/۰۳۳۳۷	۰/۱۲۹۷	۰/۶۰۳	۰/۲۵۵۴
سرمایه گذاری توسعه معادن و فلزات	۰/۰۳۳۳۷	-۰/۹۱۱۷	۰/۷۴۱	-۰/۰۴۵۸
توسعه صنایع روی	۰/۰۳۳۳۷	-۰/۲۲۳۴	۰/۳۲	۰/۰۴۳۳
معادن بافق	۰/۰۳۳۳۷	۰/۲۸۹۸	۰/۲۹۲	۰/۲۰۵۱
معدنی دماوند	۰/۰۳۳۳۷	-۰/۲۷۵	۰/۳۶۴	۰/۰۴۰۸
معادن منگنز	۰/۰۳۳۳۷	-۰/۰۸۸۳	۰/۶۴۹	۰/۱۹۸
چادرملو	۰/۰۳۳۳۷	۰/۲۲۹	۰/۵۵۴	۰/۲۷۲۱
۷ شرکت موجود در صنعت	۰/۰۳۳۳۷	۰/۰۴۷۹۰۳	۰/۵۰۳۲	۰/۱۹۴

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

یافته‌های منتج شده از جدول (۴) بیانگر این واقعیت می‌باشد که با وجود مثبت بودن شاخص SPS اما به لحاظ مقداری بسیار اندک می‌باشد. بنابراین همزمانی قیمت سهام در بین شرکت‌های منتخب در این صنعت نیز وجود دارد. در مورد شاخص هموارسازی درآمد در این صنعت نیز باید گفته شود در چهار شرکت از مجموع هفت شرکت این شاخص منفی می‌باشد که بیانگر عملکرد غیرشفاف مدیران می‌باشد. کیفیت گزارشات مالی در بین شرکت‌های منتخب در این صنعت به طورنسبی از وضعیت خوبی برخوردار است. در این صنعت بالاترین شاخص متعلق به شرکت تأمین ماسه و پایین‌ترین شاخص متعلق به شرکت سرمایه‌گذاری توسعه معادن و فلزات می‌باشد.

۳-۲-۳- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت فلزات اساسی

جدول (۵): شاخص حاکمیت شرکتی در در صنعت فلزات اساسی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
آلومینیوم ایران	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۳۷۴۱	۰/۲۳۸	۰/۴۰۹
توکا فولاد	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۰۳۲۸۸	۰/۴۳۶	۰/۳۶۱
آلومتک	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۲۶۵۳	۰/۳۰۱	۰/۲۱۷
ملی سرب ایران	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۷۸۷۰	۰/۲۳۷	۰/۰۲۱
کالسمین	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۲۶۰۴۷۱	۰/۲۸	۰/۳۸۵
مس شهید باهنر	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۱۴۱۰۲۰	۰/۴۸۱	۰/۴۱۲
سپینتا	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۸۰۶۸۵۰	-۰/۰۰۸	۰/۴۷۶
فرآوری مواد معدنی	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۴۹۳۵۵۷	۰/۲۸۸	۰/۴۶۵
لوله و ماشین سازی	۰/۶۱۵۵۸۹	۰/۸۳۲۳۷۲	۰/۵۴۸	۰/۶۶۵
نورد آلومینیوم	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۴۸۱۰۴	۰/۴۳۶	۰/۱۹۰
گروه صنعتی سپاهان	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۸۶۱۲۱۹	۰/۳۵۱	۰/۰۳۵۱
گروه صنعتی سدید	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۹۷۹۴	۰/۳۲۱	-۰/۰۱۴۲
کل شرکت‌های منتخب	۰/۶۱۵۵۸۹	-۰/۱۶۲۸۸۸	۰/۳۲۷	۰/۲۵۹

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به جدول فوق در این صنعت همزمانی قیمت مثبت و بالاتر از ۰/۵ می‌باشد این امر بیانگر قوی تر بودن حاکمیت شرکتی و شفافیت بالاتر در این صنعت و در بین شرکت‌های آن می‌باشد. در مورد هموارسازی درآمد در این صنعت باید عنوان گردد که از مجموع دوازده شرکت موجود در این صنعت این شاخص برای پنج شرکت منفی می‌باشد که روشنگر این واقعیت است که مدیران این شرکت‌ها هموارسازی درآمد را صورت داده و عملکرد واقعی از درجه شفافیت پایینی برخوردار است. همچنین شاخص استانداردهای حسابداری برای اکثر شرکت‌های موجود در این صنعت کمتر از ۵۰ درصد می‌باشد که این موضوع قابلیت اتکاء و شفافیت داده‌های آماری منتشره توسط این شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. در این صنعت کمترین شاخص متعلق به گروه صنعتی سدید و بیشترین شاخص متعلق به لوله و ماشین‌سازی می‌باشد.

### ۳-۲-۴- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت سیمان

جدول (۶): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت سیمان ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
سیمان ارومیه	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۹۷۱۳۰۳	۰/۵۹۱	-۰/۰۰۶۳۳
سیمان تهران	۰/۳۶۱۳۰۷	۰/۹۴۵۶۷۰	۰/۵۰۴	۰/۶۰۳۶
سیمان شمال	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۴۳۷۴۰۷	۰/۵۱۶	۰/۱۴۶۶
سیمان خزر	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۰۵۱۶۵۲	۰/۴۰۴	۰/۲۳۷۸
سیمان درود	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۴۵۲۶	۰/۴۶۲	۰/۱۲۳۵
سیمان سپاهان	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۰۷۸۲۶۶	۰/۵۹۸	۰/۲۹۳۶
سیمان شرق	۰/۳۶۱۳۰۷	۰/۵۶۱۵۲۱	۰/۴۹۹	۰/۴۷۳
سیمان صوفیان	۰/۳۶۱۳۰۷	۰/۱۴۵۸۳۰	۰/۵۷۸	۰/۳۶۱۷
سیمان غرب	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۴۶۶۸۱۷	۰/۴۱۰	۰/۱۰۱۴
سیمان فارس و خوزستان	۰/۳۶۱۳۰۷	۰/۴۸۴۴	۰/۴۶۹	۰/۴۳۸۲
سیمان قائن	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۵۶۹۳	۰/۹۶۱	۰/۲۵۱۰۰
سیمان کرمان	۰/۳۶۱۳۰۷	۰/۶۶۲۲۷۴	۰/۶۲۱	۰/۵۴۸۱
سیمان مازندران	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۱۸۱۱۳۶	۰/۵۹۷	۰/۲۵۹۰
۱۲ شرکت منتخب	۰/۳۶۱۳۰۷	-۰/۱۱۵۴۸۹	۰/۷۲۱	۰/۳۲۲۲

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

در این صنعت دو شاخص استانداردهای حسابداری و همزمانی قیمت سهام به طور نسبی از وضعیت مناسبی برخوردار هستند. اما هموارسازی درآمد از وضعیت مناسبی برخوردار نیست. در این صنعت بالاترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی متعلق به سیمان تهران و کمترین متعلق به سیمان ارومیه می‌باشد.

۳-۲-۵- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت فرآورده‌های نفتی کک و سوخت هسته‌ای

جدول (۷): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
نفت بهران	۰/۹۴۵۸	۰/۶۹۴۵۲۳	۰/۵۵۳	۰/۷۳۱۱
نفت پارس	۰/۹۴۵۸	۰/۸۶۴۳۰۳	۰/۵۴۶	۰/۷۸۵۳
۲ شرکت منتخب	۰/۹۴۵۸	۰/۷۵۳۱۶۱	۰/۵۴۹	۰/۷۴۲۱

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به جدول فوق شرکت‌های منتخب در هر سه شاخص مورد نظر و همچنین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی از وضعیت بسیار مطلوبی برخوردار هستند و این صنعت و شرکت‌های منتخب آن از درجه شفافیت بالایی برخوردار هستند و اطلاعات آماری منتشر شده توسط این شرکتها از قابلیت اتکاء و شفافیت بسیار بالایی برخوردار هستند.

۳-۲-۶- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت محصولات شیمیایی

جدول (۸): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت محصولات شیمیایی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
پتروشیمی آبادان	۰/۸۳۰۱	۰/۲۷۲۵	۰/۵۹۴	۰/۷۲۲
پتروشیمی اراک	۰/۸۳۰۱	۰/۵۱۹۶	۰/۶۸۶	۰/۸۳۵
پتروشیمی اصفهان	۰/۸۳۰۱	۰/۲۲۰۴	۰/۳۹۰	۰/۶۳۷
پتروشیمی خارک	۰/۸۳۰۱	-۰/۴۶۰۵	۰/۴۰۷	۰/۴۱۵
پتروشیمی فارابی	۰/۸۳۰۱	۰/۷۲۲	۰/۴۵۰	۰/۸۴۱
پاکسان	۰/۸۳۰۱	-۰/۲۴۶۵	۰/۳۵۴	۰/۴۶۹
پلی‌اکریل	۰/۸۳۰۱	۰/۱۰۳۸۲	۰/۲۳۹	۰/۵۴۸
شیمیایی پارس پامچال	۰/۸۳۰۱	۰/۱۷۲۳	۰/۳۵۷	۰/۶۱۰۱
شیمیایی رنگین	۰/۸۳۰۱	-۰/۲۲۲	۰/۲۰	۰/۴۲۶
شیمیایی سینا	۰/۸۳۰۱	۰/۲۵۷۵	۰/۷۲۶	۰/۷۲۸
شیمیایی فارس	۰/۸۳۰۱	-۰/۴۲۱۹	۰/۲۷۵	۰/۳۸۴
کربن ایران	۰/۸۳۰۱	-۰/۳۴۱۹	۰/۶۳۹	۰/۵۳۲
دوده صنعتی	۰/۸۳۰۱	۰/۱۶۳۶	۰/۵۵۹	۰/۶۷۴
تولی پرس	۰/۸۳۰۱	-۰/۲۰۹۳	۰/۲۳۸	۰/۴۴۳
مواد و الیاف مصنوعی	۰/۸۳۰۱	-۰/۴۹۱۳	۰/۲۷۴	۰/۳۶۱
گلتاش	۰/۸۳۰۱	-۰/۴۱۰۴	۰/۳۹۷	۰/۴۲۹
لعابیران	۰/۸۳۰۱	۰/۰۷۸۴	۰/۵۱۱	۰/۶۳۱
شرکت‌های منتخب	۰/۸۳۰۱	-۰/۱۰۳۳	۰/۴۲۳	۰/۵۴۰

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

شرکت‌های منتخب از این صنعت در مورد انتشار عملکرد واقعی توسط مدیرانشان و همچنین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی از وضعیت مناسبی برخوردار می‌باشند. بالاترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در این صنعت به شرکت پتروشیمی فارابی و پایین‌ترین شاخص متعلق به شیمیایی فارس می‌باشد.

### ۷-۲-۳- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت محصولات دارویی

در این صنعت دو شاخص استانداردهای حسابداری و همزمانی قیمت از وضعیت مناسبی برخوردار هستند. بنابراین اطلاعات آماری این شرکت از درجه بالای شفافیت برخوردار می‌باشد. در این صنعت بالاترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی متعلق به شرکت داروپخش و پایین‌ترین متعلق به کیمیدارو می‌باشد.

جدول (۹): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت محصولات دارویی ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
داروسازی اکسیر	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۱۶۹۸	۰/۶۴۲	۰/۴۰۳
جابراهن حیان	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۰۶۵۶	۰/۸۶	۰/۵۱۰
داروپخش	۰/۷۳۷۶۵	۰/۶۱۳۵	۰/۸۴۵	۰/۷۳۲
تهران دارو	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۳۵۰۷	۰/۷۲۵	۰/۲۷۰
فارابی	۰/۷۳۷۶۵	۰/۲۲۰۵۲	۰/۶۲۵	۰/۵۲۷
اسوه	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۲۸۰۳	۰/۵۲۹	۰/۳۲۸
جام دارو	۰/۷۳۷۶۵	۰/۰۸۲۸	۰/۶۴۲	۰/۴۳۲
کوثر	۰/۷۳۷۶۵	۰/۳۴۵۴	۰/۶۹۹	۰/۵۹۴
البرزدارو	۰/۷۳۷۶۵	۰/۰۶۴۷۲	۰/۵۷۵	۰/۴۵۹
پارس دارو	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۲۴۶۹	۰/۶۶۸	۰/۳۸۶
امین	۰/۷۳۷۶۵	۰/۰۳۲۴	۰/۶۹۱	۰/۴۸۷
ابوریحان	۰/۷۳۷۶۵	۰/۲۲۶۹	۰/۸۱۹	۰/۵۹۴
سینا دارو	۰/۷۳۷۶۵	۰/۲۲۴۰	۰/۵۲۰	۰/۴۹۳
لقمان	۰/۷۳۷۶۵	۰/۰۴۷۰	۰/۷۱۰	۰/۴۹۸
داملران رازک	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۲۹۹	۰/۷۴۵	۰/۳۹۴
کیمیدارو	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۶۵۵	۰/۴۹۴	۰/۱۹۲
دکتر عبیدی	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۶۳۹۱	۰/۷۱۳	۰/۲۷۰
ایران دارو	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۲۶۰۷	۰/۵۲۸	۰/۳۳۴
زهراوی	۰/۷۳۷۶۵	۰/۳۳۴۰۱	۰/۸۲۷	۰/۶۳۲
شرکت‌های منتخب	۰/۷۳۷۶۵	-۰/۰۶۴۶۱	۰/۶۶۰	۰/۲۵۰

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران



۳-۲-۸- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت خودرو و قطعات اتومبیل

جدول (۱۰): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت خودرو و قطعات اتومبیل ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
سایپا آذین	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۱۶۶۷	۰/۵۴۵	۰/۴۲۰
ایران خودرو	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۶۳۴	۰/۲۴۲	۰/۱۶۳
ایران خودرو دیزل	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۲۷۰۲	۰/۳۶۶	۰/۲۹۲
گروه بهمن	۰/۸۸۱۹۹	۰/۴۸۸	۰/۳۵۲	۰/۵۷۳
تراکتورسازی	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۲۴۸۶	۰/۱۸۲	۰/۲۷۳
زامیاد	۰/۸۸۱۹۹	۰/۲۵۲۳	۰/۳۲۶	۰/۴۸۶
سایپا	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۰۴۱۴	۰/۱۹۹	۰/۳۵۵
سایپا دیزل	۰/۸۸۱۹۹	۰/۱۰۰۹	۰/۱۶۷	۰/۳۸۳
صنعتی نیرومحرکه	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۹۱۵۸	۰/۴۸۹	۰/۱۵۱
محورسازان	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۷۱۳۵	۰/۳۱۵	۰/۱۶۱
کمک فنر ایندامین	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۹۹۱	۰/۴۸۸	۰/۱۱۲
کاربراتور ایران	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۷۰۲۴	۰/۴۲۷	۰/۲۰۲
۱۲ شرکت منتخب	۰/۸۸۱۹۹	-۰/۲۶۶۹	۰/۳۳۸	۰/۱۷۲

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

در این صنعت شاخص همزمانی قیمت سهام که نشان‌دهنده ضعف و قدرت حاکمیت شرکتی و سیستم مالی در صنعت مورد نظر می‌باشد، به لحاظ مقداری از وضعیت مناسبی برخوردار است اما دو شاخص دیگر دخیل در محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی از وضعیت مناسبی برخوردار نیستند بنابراین چنین نتیجه گرفته می‌شود که درجه شفافیت در این صنعت نیز پایین می‌باشد.

۳-۲-۹- محاسبه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنعت سرمایه‌گذاری

جدول (۱۱): شاخص حاکمیت شرکتی در صنعت سرمایه‌گذاری ۱۳۸۰-۱۳۸۹

نام شرکت	SPS	ES	AS	CGQI
سرمایه‌گذاری سپه	۰/۹۵۸۶	۰/۲۰۷۷	۰/۷۷۶	۰/۶۴۷
سرمایه‌گذاری صنعت و معدن	۰/۹۵۸۶	۰/۲۹۹۱	۰/۶۱۳	۰/۶۲۳
سرمایه‌گذاری بانک ملی	۰/۹۵۸۶	-۰/۰۲۶۶	۰/۵۳۷	۰/۴۸۹

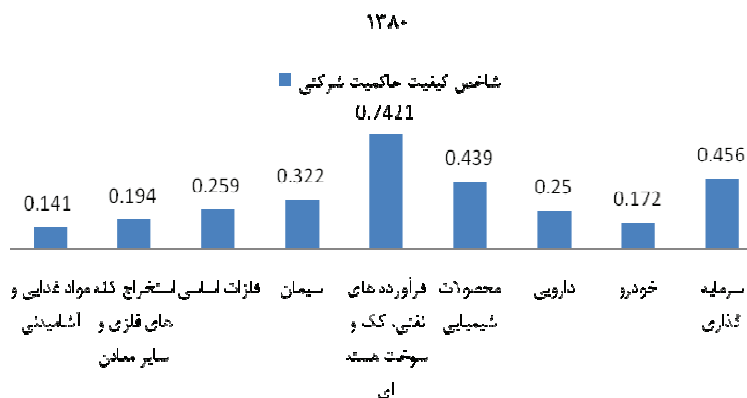
سرمایه گذاری شیمیایی	۰/۹۵۸۶	-۰/۱۴۰۶	۰/۳۹۰	۰/۴۰۲
سرمایه گذاری پتروشیمی	۰/۹۵۸۶	-۰/۸۷۹	۰/۷۱۱	۰/۲۶۳
سرمایه گذاری رنا	۰/۹۵۸۶	۰/۰۰۷۹۰	۰/۶۶۵	۰/۵۴۳
سرمایه گذاری پارس توشه	۰/۹۵۸۶	-۰/۵۴۲۳	۰/۶۱۴	۰/۷۰۴
سرمایه گذاری ساختمان ایران	۰/۹۵۸۶	-۰/۰۱۸۲	۰/۶۱۳	۰/۵۱۷
سرمایه گذاری غدیر	۰/۹۵۸۶	۰/۷۶۷	۰/۵۷۰	۰/۷۶۵
سرمایه گذاری ملی	۰/۹۵۸۶	-۰/۷۸۵	۰/۷۲۸	۰/۳۰۰
سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی	۰/۹۵۸۶	۰/۶۸۳۲	۰/۶۲۳	۰/۷۵۴
سرمایه گذاری البرز	۰/۹۵۸۶	-۰/۹۳۹۶	۰/۶۲۷	۰/۲۱۵
سرمایه گذاری ملت	۰/۹۵۸۶	-۰/۰۷۱۱	۰/۴۴۳	۰/۴۴۳
سرمایه گذاری صنعتی ایران	۰/۹۵۸۶	-۰/۰۳۰۱	۰/۵۹۱	۰/۵۰۶
سرمایه گذاری صنعت ایران	۰/۹۵۸۶	-۰/۲۸۵۷	۰/۷۳۱	۰/۴۶۷
سرمایه گذاری صنعت نفت	۰/۹۵۸۶	-۰/۹۰۷۴	۰/۶۵۴	۰/۲۳۵
سرمایه گذاری اعتبار	۰/۹۵۸۶	-۰/۰۶۷۳۲	۰/۳۱۸	۰/۴۰۳
سرمایه گذاری سایپا	۰/۹۵۸۶	-۰/۴۴۵۱	۰/۵۵۲	۰/۳۴۵
۱۸ شرکت منتخب	۰/۹۵۸۶	-۰/۱۸۶۴	۰/۵۹۵	۰/۴۵۶

منبع: محاسبات محققین و سازمان بورس اوراق بهادار تهران

با توجه به جدول (۱۱) چنین نتیجه گرفته می‌شود که دو شاخص استاندارد حسابداری که درجه اعتماد به داده‌های آماری منتشره و به هنگام بودن انتشار آن‌ها را نشان می‌دهد و شاخص همزمانی قیمت سهام که نشانگر وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت مورد نظر می‌باشد از عملکرد خوبی برخوردار بوده‌اند. در این صنعت بالاترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی متعلق به شرکت سرمایه‌گذاری غدیر و پایین‌ترین شاخص متعلق به سرمایه‌گذاری البرز می‌باشد.

با توجه به جداول (۳) تا (۱۱) و نمودار (۱) باید عنوان نمود که از بین ۱۱۰ شرکت منتخب پایین‌ترین شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی متعلق به شرکت پاک از صنعت مواد غذایی و آشامیدنی می‌باشد و بالاترین شاخص متعلق به نفت پارس از صنعت فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای می‌باشد. اما در بین صنایع نیز پایین‌ترین شاخص متعلق به صنعت مواد غذایی و آشامیدنی (۰/۱۴۱) و بالاترین شاخص متعلق به صنعت فرآورده‌های نفتی، کک و سوخت هسته‌ای می‌باشد. با توجه به نتایج فوق باید عنوان نماییم که فرضیه مطرح شده نیز رد می‌گردد.

نمودار ۱. شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنایع منتخب در دوره زمانی ۱۳۸۹



منبع: محاسبات محققین

نتایج حاصل از برآورد شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی در صنایع و شرکت‌های منتخب حاکی از ضعف، پایین بودن و متفاوت بودن این شاخص می‌باشد. حال سؤال اساسی که مطرح می‌گردد این است که چرا با توجه به یکسان بودن قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی در مورد تمامی شرکت‌ها این چنین شکافی وجود دارد؟ دلیل اصلی این امر را باید منتصب به مشکلات و تنگناهای ساختاری بازار سرمایه همچون انحصاری و دولتی بودن بورس، عدم تقارن و ناشفاف بودن اطلاعات، عدم حضور کارآمد بخش خصوصی، دولتی بودن سهامداران نهادی شرکت‌ها، افزایش ریسک‌های غیرمتعارف، روشن نبودن سیاست‌های کلان اقتصادی دولت منتخب در ذهن سرمایه‌گذاران فعال در بورس، نارسایی نظام مالیاتی کشور که به زیان بازار سرمایه شده است که از جمله آن می‌توان به نرخ بالا و تصاعدی ماده ۱۳۱ قانون مالیات‌های مستقیم برای سود تقسیم نشده و عدم استفاده از نرخ ثابت مالیاتی درباره شرکت‌ها و سهامداران، عدم وجود تحلیل‌گران مالی قوی و مستقل در این بازار، عدم وجود نظارت بر معاملات و فعالیت‌های بورس اوراق بهادار تهران و ... دانست، که این امر بیانگر تعارض اساسی بین روح حاکمیت دولتی با موضوع حاکمیت شرکتی می‌باشد. از دیگر چالش‌ها باید به چالش‌های حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه کشور نظیر نقصانهای موجود در آیین‌نامه حاکمیت شرکتی، عدم وجود یک کمیته نظارتی قوی، عدم آشنایی بخش‌های درگیر در بحث حاکمیت شرکتی نظیر سهامداران و مدیران شرکت‌ها، روشن نبودن چارچوب‌های قانونی و ساختار مالکیت، عدم حضور مؤسسات رتبه‌بندی و اعتبارسنجی مستقل و عدم ارتباط و استفاده از مؤسسات رتبه‌بندی و اعتبارسنجی بین‌المللی نظیر مودیز<sup>۱</sup>، استاندارد و پورز<sup>۲</sup> و ... اشاره کرد.

1. Moody's  
2. Standard and poor's (S&P)

## نتیجه‌گیری

با توجه به اینکه شاخص کیفیت حاکمیت شرکتی به بررسی کیفیت و بهبود حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه می‌پردازد هدف این مقاله بررسی این شاخص برای نمونه منتخب از شرکت‌ها و صنایع بورسی بود. این شاخص که خود ترکیبی از سه پراکسی استانداردهای حسابداری، هموارسازی درآمد و همزمانی قیمت سهام می‌باشد به بررسی شفافیت و افشاگری که یکی از ارکان اساسی حاکمیت شرکتی می‌باشد می‌پردازد. نتایج تجربی این بررسی حاکی از آن می‌باشد که هر سه پراکسی مورد نظر در بین شرکت‌ها و صنایع بورسی از وضعیت مناسب و مطلوبی برخوردار نمی‌باشند، که این امر نشانگر ضعف و ناکارآمدی شاخص شفافیت می‌باشد. که از دلایل عمده این ناکارآمدی می‌توان به مواردی همچون نارسایی‌های ساختاری بازار سرمایه، نقصانهای موجود در آیین‌نامه حاکمیت شرکتی، روشن نبودن چارچوبهای قانونی، عدم حضور تحلیل‌گران مالی مستقل، عدم حضور مؤسسات رتبه‌بندی و اعتبارسنجی مستقل و... اشاره نمود. از آنجایی که عملکرد شفاف و حاکمیت شرکتی کارآمد نقش اساسی را در جذب سرمایه‌های سرگردان و بهبود متغیرهای کلان اقتصادی بازی می‌نماید توصیه‌های سیاستی زیر به منظور بهبود حاکمیت شرکتی ارائه می‌گردد: ۱- اصلاح قانون تجارت: با توجه به اینکه ارکان اصلی اصول حاکمیت شرکتی مانند ساختار، ترکیب و وظایف هیأت مدیره، سازوکارهای استقلال و نظارت بر هیأت مدیره، حق رأی سهامداران، سازوکارهای حمایت از حقوق سهامداران اقلیت و ... در قانون تجارت تعریف می‌شود، در نظر گرفتن اصول حاکمیت شرکتی در اصلاح قانون تجارت گامی مهم و اساسی در استقرار نظام حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌ها و در نتیجه حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران خواهد بود. بدیهی است در صورتی که اصول کلی حاکمیت شرکتی متناسب با وضعیت و ساختار حقوقی، قانونی، سیاسی و اقتصادی کشورمان در قانون تجارت لحاظ شود و ضمانت اجرای مناسب برای آن در نظر گرفته شود، قابلیت اجرای خوبی خواهد داشت؛ ۲- ایجاد کمیته حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران؛ ۳- تنظیم آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی که در برگیرنده تمامی اصول حاکمیت شرکتی باشد؛ ۴- رتبه‌بندی سالانه شرکت‌ها بر اساس رعایت حاکمیت شرکتی توسط بازار بورس اوراق بهادار و قرار دادن این رتبه‌ها در اختیار سهامداران؛ ۵- قرار دادن مشوق‌ها برای شرکت‌هایی که به نحو عالی اصول حاکمیتی را رعایت نموده‌اند؛ ۶- استفاده از مساعدت و همکاری سازمان‌های بین‌المللی همچون بانک جهانی، بانک توسعه آسیا، OECD، IFC در زمینه اجرایی کردن قوانین و مقررات و برنامه‌های مربوط به حاکمیت شرکتی.

## منابع

### الف - فارسی

۱. اسماعیل زاده مقری، علی؛ جلیلی، محمد؛ زندعباس آبادی، عباس؛ «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران». مجله حسابداری مدیریت، ۱۳۸۹، شماره ۷.
۲. ستایش محمدحسین؛ قربانی، اصغر؛ گل محمدی، مریم؛ «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری، ۱۳۸۹.
۳. فخاری، حسین؛ یوسفعلی تبار، نصیبه؛ «بررسی رابطه بین سیاست تقسیم سود و حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دوره ۱۷، ۱۳۸۹، شماره ۶۲.
۴. مشایخی، بیتا؛ محمد آبادی، مهدی؛ «رابطه حاکمیت شرکتی با کیفیت سود». مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۳۹۰، شماره ۲.
۵. مهربانی، فاطمه؛ «تحلیل اثر حاکمیت شرکتی بر بهره‌وری کل عوامل تولید شرکت‌های منتخب در بورس اوراق بهادار تهران»، رساله دوره دکتری، رشته اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، ۱۳۹۰.

### ب - لاتین

6. <http://www.seo.ir>
7. <http://www.codal.ir>
8. <http://www.irbourse.com>
9. Alford A., and P. Berger; 1999, **A simultaneous equation analysis of forecast accuracy, analyst following, and trading volume**, Journal of Accounting, Auditing & Finance, 219-246.
10. Attiya, A and Robina I, **external quality**, Pakistan development review 46(4), 2007, 449-64.
11. Chan, K; 1993, **Imperfect information and cross-autocorrelation among stock returns**, Journal of Finance 48, 1211-1230.
12. Cheung, Stephen Y. L., and Hasung, Jang; 2005, **PECC Macro Corporate Governance Scorecard Project: Evaluation of Corporate Governance in East Asian Economies**, (unpublished, Singapore: Pacific Economic Cooperation Council).
13. Comin, Diego, and Sunil Mulani; 2005, **A Theory of Growth and Volatility at the Aggregate and Firm Level**, NBER Working Paper No. 11503 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
14. Dadgar, Yadollah. and Naderi, Mahmud; 2010, **Corporate governance in capital market of Muslim countries**, Amicus™ Books, p156-188. <http://WWW.SSRN.com>
15. Javad, A.Y, and Iqbal, R; 2007, **Relationship between corporate governance indicators and firm value: a case study of Karachi stock exchange**, Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/2225/>
16. Mehrabani, fatemeh; 2012, **The effect of corporate governance on Iran stock**

- market and economic growth*, 2nd International Conference on Financial Management and Economics, Singapore.
17. Mehrabani, fatemeh; 2012, **Corporate Governance, External Market Discipline and Firm productivity: case study IRAN Stock market**, 8th European Conference on Management Leadership and Governance, Neapolis University Pafos, Cyprus.
  18. Morck, Randall, Bernard Yeung, and Wayne Yu; 2000, **The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Price Movements?**, Journal of Financial Economics, Vol. 58, pp. 215-60.
  19. Rogers, Pablo., Riberiro, Karem. C. S., and securato, Jose. Roberto; 2008., **Corporate governance, Stock market and economic growth**, Corporate ownership & control/ volume 6, Issue 2.
  20. Tiwari, A. K; 2010, **Corporate governance and economic growth**, Economics Bulletin, Vol. 30: no.4: pp2825-2841.
  21. Vasudev, P. M; 2009, **Capital Market and Corporate Governance in India: An Overview of Recent Trends**, Amicus™ Books, p129-150. <http://www.ssrn.com>
  22. Wei, Yuwa; 2009, **China's Capital Market and Corporate Governance: the Promotion of External Governance Mechanism**, Amicus™ Books, p216-247. <http://www.SSRN.com>