

تأثیر محافظه کاری و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناصر ایزدی نیا^۱، پریسا عبداللهی^{۲*}

چکیده

لازمه موفقیت و عملکرد مناسب شرکت ها، وجود ساختار حاکمیت شرکتی قوی برای نظارت بهتر بر مدیریت و استفاده از محافظه کاری جهت تسریع در شناسایی اخبار بد نسبت به اخبار خوب است. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر محافظه کاری و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی است. نمونه پژوهش شامل ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ است. برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. به منظور سنجش محافظه کاری از معیار محافظه کاری شرطی خان و واتس (۲۰۰۹)، برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی از متغیرهای اندازه هیأت مدیره، اعضای غیرموظف هیأت مدیره، مالکیت نهادی، شفافیت و افشا و برای عملکرد مالی از متغیر نرخ بازده دارایی ها استفاده شده است. نتایج این پژوهش مؤید آن است که محافظه کاری و همچنین سطح اهرم مالی بر عملکرد مالی تأثیر منفی و معنی دار دارد، حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر مثبت و معنی دار دارد و حاکمیت شرکتی و محافظه کاری بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی تأثیر معنی دار دارند.

واژه های کلیدی: محافظه کاری، حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی ها.

۱. دانشیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان

۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی

اصفهان، اصفهان

تاریخ دریافت مقاله: ۹۶/۱۰/۳

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۶/۱۲/۷

*نویسنده مسئول: پریسا عبداللهی

parisaa231@yahoo.com

مقدمه

مدیران شرکت‌ها همواره انگیزه دارند تا عملکرد مالی شرکت را از طریق تسریع در افشای اخبار خوب و تأخیر در افشای اخبار بد، بهتر گزارش کنند. همچنین به دلیل توسعه روزافزون شرکت‌ها؛ مدیریت شرکت از مالکیت آن تفکیک شده است. این تفکیک، باعث تفویض اختیار تصمیم‌گیری درباره اداره امور شرکت به افرادی با عنوان نماینده (مدیر) شده و مالکان شرکت به عقد قرارداد با این افراد اقدام نموده‌اند. همسو نبودن منافع مدیران با مالکان شرکت منجر به تضاد منافع میان آن‌ها می‌شود. مدیران به دلیل این تضاد منافع با مالکان شرکت، اقدام به رفتارهای فرصت‌طلبانه‌ای می‌نمایند که منجر به اخذ تصمیمات غیر بهینه و تخصیص ناکارای منابع می‌گردد. از سوی دیگر مالکان شرکت برای نظارت بر مدیران متحمل هزینه‌هایی می‌شوند که "هزینه نمایندگی" نام دارد. برای دستیابی به عملکرد مناسب در شرکت‌ها و بهبود کیفیت گزارشگری مالی توجه به نقش محافظه‌کاری در رفع برخی مشکلات، از جمله مشکل نمایندگی، امری مهم است. واتس (۲۰۰۳) محافظه‌کاری را شیوه‌ای مؤثر در قراردادهای بین شرکت، اعتباردهندگان و سهامداران می‌داند که آن‌ها را در مقابل فرصت‌طلبی‌های مدیریت محافظت می‌کند. وی محافظه‌کاری را ابزاری می‌داند که می‌تواند کاراتر شدن سازمان‌دهی یک واحد تجاری و قراردادهای منعقد پیرامون آن را به دنبال داشته باشد. همچنین برای رشد اقتصاد هر کشور حاکمیت شرکت‌ها مهم‌تر از حاکمیت کشور است، اعمال حاکمیت سالم موجب برطرف شدن مشکلات نمایندگی، ارائه اطلاعات با کیفیت و رعایت حقوق سهامداران و ذی‌نفعان از جمله دولت و عموم جامعه (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹) و در نهایت بهبود رفتار و عملکرد شرکت شده و با توجه به خصوصی شدن شرکت‌ها باید عملکرد شرکت و حاکمیت شرکت‌ها تغییر اساسی کند و شرکت‌های ایرانی بازسازی شود. شرکت‌هایی که از سیستم کارا و مناسب حاکمیت شرکتی برخوردارند شانس بیشتری برای دریافت تأمین مالی دارند و توجه به سطح مناسب از اهرم مالی موجب بهبود عملکرد مالی شرکت و ارائه صورت‌های مالی بر اساس ارزش‌های روز در شرکت‌های بورسی، کاهش هزینه‌های سرمایه، جلب اعتماد بازار و تقویت آن، حفظ حقوق سهامداران و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی مدیران می‌شود. در سال‌های اخیر در کشور ایران به لحاظ اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی و اجرای خصوصی‌سازی، حضور سرمایه‌گذاران مختلف در جمع سهامداران شرکت‌ها از رشد چشمگیری برخوردار بوده و بررسی تأثیر محافظه‌کاری و حاکمیت شرکتی و تأثیرات آن بر عملکرد شرکت‌ها با در نظر داشتن سطح مناسبی از اهرم مالی می‌تواند برای حمایت از سرمایه‌گذاران و کمک به تحلیلگران مالی و متولیان بازار سرمایه مفید باشد.

بیان مسئله

عملکرد شرکت‌ها مبنای بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها است. از عوامل مهمی که اغلب اعتباردهندگان، سرمایه‌گذاران، مدیران و سایر فعالان اقتصادی می‌توانند به آن توجه کنند، عملکرد شرکت است. زمانی که معیارهای عملکرد شرکت به جای اعداد خام به شکل درصد یا نسبت اندازه‌گیری می‌شوند، این امکان به وجود می‌آید تا عملکرد شرکت‌ها را اعم از کوچک و بزرگ و در صنایع مختلف در طی یک دوره زمانی، آسان‌تر سنجیده و مقایسه کرد (شانظریان، ۱۳۸۹). به عبارت دیگر، عملکرد شرکت، حاصل فعالیت‌ها و بازده سرمایه‌گذاری‌های آن در یک دوره معین است. در ادبیات مالی برای اندازه‌گیری عملکرد از معیارهای متفاوتی مانند بازده دارایی‌ها، توبین، بازده سرمایه‌گذاری‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و سود هر سهم استفاده شده است که هر کدام از این معیارها دارای مزایا و محدودیت‌هایی هستند (یالکین و همکاران، ۲۰۱۲).

مدیران به عنوان مسئول تهیه صورت‌های مالی با برخورداری از اطلاعات بیشتر نسبت به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به طور بالقوه سعی دارند تصویر واحد تجاری را مطلوب جلوه دهند. در این راستا مدیران تمایل دارند که افشای اخبار بد را به تأخیر انداخته و اخبار خوب را هرچه سریع‌تر شناسایی کنند. در چنین شرایطی اصول و رویه‌های حسابداری به پشتیبانی مراجع تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری باهدف تعدیل خوش‌بینی مدیران، حمایت از حقوق ذینفعان و ارائه منصفانه صورت‌های مالی، مفهوم محافظه‌کاری را به کار می‌برند. در یک طبقه‌بندی، بیور و رایان (۲۰۰۵) محافظه‌کاری حسابداری را به دو نوع محافظه‌کاری شرطی^۱ و محافظه‌کاری غیرشرطی^۲ تفکیک نمودند. محافظه‌کاری شرطی بیانگر این است که ارزش دفتری خالص دارایی‌ها در شرایط نامساعد کاهش می‌یابد، اما در شرایط مساعد افزایش نمی‌یابد و در شناسایی سریع‌تر زیان‌ها نسبت به شناسایی سودها نمود می‌یابد. محافظه‌کاری غیرشرطی منعکس‌کننده تمایل به ارائه کمتر از واقع ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نسبت به ارزش بازار آن‌ها است. خان و واتس (۲۰۰۹) محافظه‌کاری و به موقع بودن عایدات برای اخبار خوب را با تابع خطی، ویژگی‌های یک شرکت خاص در هر سال بیان می‌کنند. این شاخص، محافظه‌کاری را بر اساس مدل باسو (۱۹۹۷) تخمین می‌زند. محافظه‌کاری، در واقع عدم تقارن قابلیت تأیید هزینه‌ها و درآمدها است. این تفسیر به درجات مختلفی از محافظه‌کاری منجر می‌شود: هر چه تفاوت قابلیت تأیید برای درآمد و هزینه بیشتر باشد، به درجات بالاتری از محافظه‌کاری منجر می‌شود (واتس، ۲۰۰۳).

-
1. Conditional Conservatism
 2. Unconditional Conservatism

تعیین ساختار سرمایه بهینه شرکت، از موضوعات بحث‌برانگیز در حوزه مالیه شرکتی است. ساختار سرمایه شرکت، ترکیبی از مجموع بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام شرکت است. صاحب‌نظران مالی به ارائه نظریات گوناگون، همواره درصدد پی‌ریزی ساختار بهینه‌ای هستند که بتوان کمترین هزینه سرمایه را بر شرکت تحمیل کرده و بیشترین ارزش را برای آن شرکت در بازار سرمایه ایجاد نماید. در این بین، اهرم مالی به عنوان یکی از مهم‌ترین مفاهیم اهرمی، دارای جایگاهی خاص در مدیریت ساختار سرمایه است (سینایی و نیسی، ۱۳۸۲). اهرم مالی نمایانگر تمایل شرکت به تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی در مقابل افزایش سرمایه است. نسبت‌های اهرمی، همواره ابزارهایی جهت تعیین میزان احتمال قصور و ناتوانی شرکت در ایفای تعهدات مربوط به دیون و بدهی آن به شمار رفته و افزایش آن، خطر بروز بحران مالی و ورشکستگی شرکت را تشدید خواهد کرد. از این رو، بیشتر مدیران مالی، بر نقش اهرمی بدهی، در ترکیب ساختار سرمایه تأکید دارند. بنابراین شرکت‌هایی که اهرم مالی بالایی دارند عملکرد ضعیف‌تری نسبت به شرکت‌هایی که اهرم پایین‌تری دارند، خواهند داشت و یک رابطه منفی بین اهرم مالی و عملکرد وجود دارد (یعقوب‌نژاد، ۱۳۸۹).

افشا شرکت‌ها برای کارایی عملکرد بازار سرمایه ضروری می‌باشد تقاضا برای گزارش‌های مالی و افشا شرکت‌ها ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و مسئله‌ی نمایندگی بین مدیریت و افراد برون‌سازمانی می‌باشد. به منظور حل این مشکلات و افزایش انگیزه نماینده در جهت افشا اطلاعات از قراردادهای کارا بین نماینده-کارفرما استفاده می‌گردد. اغلب چنین استدلال می‌کنند که جریان شفاف و باکیفیت اطلاعات موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و بهبود عملکرد شرکت خواهد بود. طبق نظریه نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند، عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل، موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌شود (کریوگورسکی، ۲۰۰۶).

اندازه هیأت‌مدیره، یکی دیگر از سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که در پژوهش‌های مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. اغلب پژوهشگران دریافته‌اند که اندازه هیأت‌مدیره به دو طریق موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شود: الف) نیاز بیشتر شرکت به ایجاد ارتباط با محیط بیرون شرکت و ب) مسئولیت اجرایی بیشتر در شرکت‌ها (کریوگورسکی، ۲۰۰۶). به منظور کنترل مشکلات نمایندگی، هزینه‌های نمایندگی (نظارت، انعقاد قرارداد، زیان باقیمانده) تحمیل می‌شود تا تضاد منافع بین مالک و نماینده کاهش یابد (کوکی و گیزانی، ۲۰۰۹). یکی از انواع هزینه‌های نظارت به منظور کنترل مسئله نمایندگی بکارگیری اعضای غیرموظف (مستقل) در هیأت‌مدیره برای نظارت بر رفتار مدیریت است. وظیفه اعضای غیرموظف فعالیت‌های همراه با مشکلات نمایندگی جدی بین اعضای موظف و سهامداران از قبیل وضع پاداش مدیران اجرایی

و بازرسی و نظارت برای جایگزینی مدیران ارشد است. به علاوه، ادبیات دانشگاهی حاکی است که اعضای غیرموظف هیأت مدیره به گونه بهتری از منافع سهامداران حمایت می‌کنند و نماینده بهتری برای آنان هستند. بر این اساس، اعضای مستقل، مسئله نمایندگی را کنترل می‌کنند و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر و سهامداران را با ارائه افشای بهتر و باکیفیت‌تر، کاهش می‌دهند (کریوگورسکی، ۲۰۰۶؛ کوکی و گیزانی، ۲۰۰۹) و اگر مدیرعامل رئیس هیأت مدیره نیز باشد، به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می‌گردد و در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. طبق تئوری نمایندگی، اگر مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره، شخص واحدی باشند (دوگانگی مسئولیت مدیرعامل)، مقوله نظارت با مشکلات جدی مواجه می‌شود.

ساختار دوگانه همچنین به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیأت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند و بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد (کریوگورسکی، ۲۰۰۶).

یکی از مهم‌ترین بازیگران نظام حاکمیت شرکتی، سهامداران می‌باشند، زیرا آن‌ها تأمین‌کنندگان سرمایه شرکت‌ها هستند و حفظ اعتماد آنان از اهمیت زیادی برخوردار است. سهامداران با انتخاب اعضای هیأت مدیره، به طور غیرمستقیم در تصمیم‌گیری‌های شرکت، نقش ایفا می‌کنند و سهامداران نهادی و عمده با توجه به اینکه قادر به انتخاب یک یا چند عضو هیأت مدیره هستند، می‌توانند در کاهش هزینه‌های نمایندگی مؤثر واقع شوند. در یک نظام حاکمیت شرکتی مطلوب، مدیران به هیأت مدیره و هیأت مدیره به سهامداران و سایر ذینفعان، پاسخگو هستند. مالکیت نهادی، درصد سهام نگهداری‌شده نزد صندوق‌های بازنشستگی، بانک‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بنیادها و نهادهای انقلاب اسلامی می‌باشد.

سهامداران نهادی که سرمایه‌گذاران خبره هستند، می‌توانند، نقش مهمی در نظارت بر مدیران ایفا نمایند. کسب حق مالکیت و نظارت به وسیله سهامداران نهادی و عمده، دوراهی است که می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. حق مالکیت عمده به وسیله مدیران، منافع آن‌ها را با منافع سهامداران همسو می‌کند، به طوری که مدیریت، انگیزه لازم برای فعالیت‌های حداکثر کننده ارزش شرکت را دارد. وجود سهامداران عمده نیز می‌تواند، میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر شرکت منجر می‌شود (سایفرت و همکاران، ۲۰۰۵).

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، این پژوهش درصدد پاسخگویی به این سؤال است که محافظه‌کاری و حاکمیت شرکتی چه اثری بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌ها دارد؟

پیشینه پژوهش

نجوین و همکاران (۲۰۱۴) در مطالعه خود تحت عنوان "رابطه میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار سنگاپور" برای سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۱۱ دریافتند، رابطه مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی وجود دارد.

داور (۲۰۱۴) در مطالعه خود تحت عنوان "رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار هند" برای سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۱۲ را با استفاده از رگرسیون داده‌های ترکیبی مورد بررسی قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان داد که اهرم مالی اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد.

عزیز (۲۰۱۵) در مطالعه خود تحت عنوان "رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت" در سریلانکا برای سال‌های ۲۰۱۰-۲۰۱۲ نشان داد، اندازه هیأت مدیره با عملکرد شرکت رابطه منفی دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که جداسازی دو پست هیأت مدیره و رئیس هیأت مدیره ارتباط مثبتی با عملکرد شرکت دارد و حضور مدیران غیر اجرایی در هیأت مدیره با عملکرد شرکت ارتباط ندارد.

تویبا و همکاران (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای تحت عنوان "اثر اندازه هیأت مدیره بر روی عملکرد مالی شرکت‌های تولیدی ذکر شده در نیجریه" برای سال‌های ۲۰۰۵-۲۰۱۴ متشکل از داده‌های اولیه (با استفاده از پرسش‌نامه) و ثانویه (استخراج شده از صورت‌های مالی) متوجه شدند که یک رابطه خطی مثبت و معنی‌داری بین اندازه هیأت مدیره و عملکرد مالی وجود دارد.

سانا (۲۰۱۶) در مطالعه خود تحت عنوان "تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر شاخص‌های عملکرد مالی شرکت‌های بیمه در اردن" در طی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۱۴ متوجه شد استفاده از محافظه‌کاری بر شاخص‌های مالی مربوط به عملکرد شرکت‌های بیمه بر سود هر سهم و بازده دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد.

امینی و حسن (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای تحت عنوان "محافظه‌کاری حسابداری و عملکرد مالی بانک‌ها در نیجریه" برای سال‌های ۲۰۱۲-۲۰۱۶ به این نتیجه رسیدند که بین محافظه‌کاری شرطی با عملکرد بانک رابطه مثبت معناداری دارد و محافظه‌کاری غیرشرطی با عملکرد بانک رابطه منفی معناداری دارد.

حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی با عنوان "تأثیر حاکمیت شرکتی (مالکیت نهادی) بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۴-۱۳۸۸ مشاهده کردند که ارتباط معناداری بین سهامداران نهادی و شاخص‌های عملکرد مالی از جمله شاخص بازده فروش، شاخص بازده دارایی‌ها، شاخص سود عملیاتی به دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام بود.

پورافاجان و همکاران (۱۳۹۲) در تحقیقی با عنوان "تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۹۰ یافتند که، اندازه‌ی هیأت مدیره با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، بازده دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری ندارد.

احمدی و قصابی (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "تأثیر محافظه‌کاری مشروط بر عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۱ متوجه شدند محافظه‌کاری مشروط با عملکرد مالی شرکت و بازده غیرعادی رابطه منفی معناداری داشته است. یعنی هرچه محافظه‌کاری بیشتر شده، عملکرد مالی شرکت و بازده غیرعادی در کوتاه‌مدت کمتر شده است.

خلعتبری‌لیماکی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان "تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۶-۱۳۹۰ متوجه شدند که رابطه معنی‌داری بین حضور سهامداران نهادی، تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، اندازه‌ی هیأت مدیره، نقش دوگانه‌ی مدیرعامل و عملکرد، وجود ندارد.

آذین‌فر و زاغی (۱۳۹۴) در مطالعه‌ای تحت عنوان "اثر اهرم مالی بر عملکرد شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۷-۱۳۹۰ دریافتند که رابطه بین اهرم مالی و دو متغیر سود هر سهم و نسبت قیمت به سود، مثبت و معنی‌دار می‌باشد و رابطه بین اهرم مالی و دو متغیر بازده دارایی و بازده حقوق صاحبان سهام، منفی و معنی‌دار می‌باشد.

کامرانی و برادران‌حسن‌زاده (۱۳۹۴) در مطالعه خود تحت عنوان "تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر عملکرد شرکت «با تأکید بر نوع صنعت» در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۵-۱۳۹۳ دریافتند که بین محافظه‌کاری حسابداری بر نرخ بازده دارایی‌ها ROA در صنایع خودرو و ساخت قطعات سایر محصولات کانی غیرفلزی و مواد و محصولات شیمیایی رابطه وجود ندارد.

ایمانی و همکاران (۱۳۹۵) با پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" در طی دوره ۱۳۸۹-۱۳۹۳ متوجه شدند که بین حاکمیت شرکتی (شامل تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی و نفوذ مدیرعامل) و عملکرد مالی (بازده سرمایه‌گذاری) شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. همچنین بین حاکمیت شرکتی (شامل دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مالکیت نهادی و نفوذ مدیرعامل) و عملکرد مالی (بازده حقوق صاحبان سهام) شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به پیشینه تاریخی موجود جنبه نوآوری در این پژوهش استفاده از متغیرهای تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی و محافظه کاری است. بنابراین، هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر محافظه کاری و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی و مکانی مورد نظر در این پژوهش است.

فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه (۱): حاکمیت شرکتی بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه (۲): سطح اهرم مالی بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه (۳): محافظه کاری بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه (۴): محافظه کاری بر رابطه بین سطح اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.
- فرضیه (۵): حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر معنی‌داری دارد.

روش تحقیق

به دلیل اینکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. گردآوری اطلاعات در بخش ادبیات نظری و پیشینه پژوهش مبتنی بر روش کتابخانه‌ای و گردآوری داده‌های پژوهش به روش اسناد کاوی انجام شده است. همچنین برای طبقه‌بندی و مرتب کردن داده‌ها، تجزیه و استخراج نتایج پژوهش از نرم‌افزارهای استتا، ایویوز ۸ و اکسل استفاده شده است. موضوع پژوهش از لحاظ قلمرو مکانی در محدوده کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۵ را شامل می‌شود. برای تعیین نمونه آماری، از روش حذف سامانمند استفاده شده است. افزون بر این، جامعه آماری با استفاده از شرایط زیر تعدیل شده است:

۱. سال مالی شرکت منتهی به تاریخ پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. به جهت حفظ ویژگی مقایسه‌پذیری اطلاعات، شرکت‌های برگزیده طی دوره تحقیق، تغییر سال مالی نداشته باشند.
۳. شرکت‌های تحت بررسی جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه نباشند.
۴. اطلاعات مالی شرکت‌های نمونه و داده‌های مربوط به متغیرها به طور کامل و پیوسته در دوره تحقیق در دسترس باشد.

۵. شرکت در طول دوره پژوهش، در بورس اوراق بهادار دچار وقفه معاملاتی بیش از دو ماه نشده باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در مجموع ۱۱۹ شرکت به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شده است.

مدل مفهومی

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه اول، دوم و سوم پژوهش، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی براساس الگوی شماره (۱) به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(C\text{-SCORE})_{i,t} + \beta_3(BOD)_{i,t} + \beta_4(PNED)_{i,t} + \beta_5(OWN)_{i,t} + \beta_6(DISCL)_{i,t} + \beta_7(SIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RISK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

ROA_{it}: نرخ بازده دارایی‌ها شرکت *i* در سال *t*

LEV_{it}: اهرم مالی شرکت *i* در سال *t*

C-SCORE_{it}: محافظه‌کاری شرطی شرکت *i* در سال *t*

BOD_{it}: اندازه هیأت مدیره

PNED_{it}: درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره

OWN_{it}: مالکیت نهادی

DISCL_{it}: شفافیت و افشا

SIZE_{it}: اندازه شرکت *i* در سال *t*

MTB_{it}: رشد شرکت *i* در سال *t*

RISK_{it}: ریسک شرکت *i* در سال *t*

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه چهارم پژوهش، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی بر اساس الگوی شماره (۲) به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(C\text{-SCORE})_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} [(C\text{-SCORE})] + \beta_4(SIZE)_{i,t} + \beta_5(MTB)_{i,t} + \beta_6(RISK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه پنجم پژوهش، از مدل رگرسیونی چند متغیره و داده‌های ترکیبی براساس الگوی شماره (۳) به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(BOD)_{i,t} + \beta_3(PNED)_{i,t} + \beta_4(OWN)_{i,t} + \beta_5(DISCL)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} [(BOD+PNED+OWN+DISCL)] + \beta_7(SIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RISK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$

متغیرهای مورد استفاده

متغیرهای وابسته پژوهش

۱- نرخ بازده دارایی‌ها (ROA) متغیر وابسته است. که یکی از نسبت‌های مالی است که از طریق تقسیم سود خالص به علاوه هزینه بهره به مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید. به مهارت‌های تولید و فروش شرکت مربوط می‌شود و به وسیله ساختار مالی شرکت تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد. با توجه به اینکه دارایی‌ها در ترازنامه به خالص ارزش دفتری نشان داده می‌شوند، بنابراین ارزش واقعی دارایی‌ها ممکن است بسیار پایین‌تر یا بالاتر از ارزش‌های دفتری آن‌ها باشد، بنابراین نرخ بازده دارایی‌ها پایین‌تر به این مفهوم نیست که دارایی‌ها باید در جای دیگری به کار گرفته شوند. همچنین نرخ بازده دارایی‌ها بالا به این مفهوم نیست که شرکت می‌بایست نسبت به خرید همان دارایی‌ها و کسب بازده بیشتر اقدام نماید. بنابراین رابطه (۱) برای اندازه‌گیری نرخ بازده دارایی‌ها، بیان می‌شود:

$$ROA = \frac{\text{Net Income before tax}}{\text{Total Assets}}$$

(Net Income before tax): سود خالص قبل از مالیات شرکت

(Total Assets): کل دارایی‌های شرکت

متغیرهای مستقل پژوهش

۱- اهرم مالی (LEV): هر چه قدر دوره افشا (پایان دوره مالی تا انتشار گزارش مالی) کوتاه‌تر باشد شرکت اعتبار بالاتری دارد و از امتیاز بالاتری در دریافت استقراض و وام‌های بلندمدت برخوردار خواهد بود و در این پژوهش تمرکز بیشتر بر دریافت بدهی‌های بلندمدت است (طبق تئوری قراردادها). یعنی از تقسیم ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت بر کل دارایی‌ها در قسمت ترازنامه شرکت‌ها استفاده می‌شود. بنابراین رابطه (۲) برای اندازه‌گیری سطح اهرم مالی، بیان می‌شود:

$$LEV = \frac{LTD}{TA}$$

(TA): شامل اقلام خالص سمت راست ترازنامه شرکت‌ها می‌باشد و شامل دارایی‌های جاری و دارایی‌های بلندمدت شرکت.

(LTD): در حالت کلی شامل وام‌های بلندمدتی است که معمولاً از طریق بانک‌ها و یا سایر مؤسسات مالی تأمین شده.

۲- محافظه‌کاری شرطی حسابداری (C-SCORE): جهت اندازه‌گیری محافظه‌کاری شرطی در هر سال شرکت، از معیار محافظه‌کاری شرطی خان و واتس (۲۰۰۹) به شرح رابطه (۳) استفاده می‌شود.

$$NI_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 D_{i,t} + RET_{i,t} * (\mu_1 + \mu_2 MV_{i,t} + \mu_3 MTB_{i,t} + \mu_4 LEV_{i,t}) + D_{i,t} * RET_{i,t} (\lambda_1 + \lambda_2 MV_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}) + \delta_1 MV_{i,t} + \delta_2 MTB_{i,t} + \delta_3 LEV_{i,t} + \delta_4 D_{i,t} * MV_{i,t} + \delta_5 D_{i,t} * MTB_{i,t} + \delta_6 D_{i,t} * LEV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

در این رابطه:

$NI_{i,t}$: سود عملیاتی پس از کسر هزینه‌های مالی تقسیم‌بر ارزش بازار سرمایه شرکت i در پایان سال مالی $t-1$.

$RET_{i,t}$: بازده سهام شرکت i طی سال مالی t .

$D_{i,t}$: متغیر مجازی. اگر $RET < 0$ باشد برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$MV_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال مالی t .

$MTB_{i,t}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال مالی t .

$LEV_{i,t}$: نسبت بدهی به دارایی شرکت i در پایان سال مالی t .

$\epsilon_{i,t}$: باقیمانده یا پسماند مدل.

رابطه (۳) را با استفاده از رگرسیون مقطعی سالانه برآورد کرده و با توجه به ضرایب برآوردی که از این رابطه به دست می‌آید و همچنین رابطه (۴)، محافظه‌کاری شرطی محاسبه می‌شود.

$$C-SCORE_{i,t} = \lambda_1 + \lambda_2 MV_{i,t} + \lambda_3 MTB_{i,t} + \lambda_4 LEV_{i,t}$$

۳- حاکمیت شرکتی (CG): حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده تعامل بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت است و شامل معیارهایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود. این معیارها برگرفته از مفاد آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و در چهار طبقه زیر است:

۱-۳) اندازه هیأت مدیره (BOD): اندازه هیأت مدیره برابر تعداد مدیرانی است که عضو هیأت مدیره هستند. اعضای این هیأت از سوی صاحبان سهام شرکت تعیین و نقش نظارت بر مدیران شرکت و اقدام در طرفداری از سهامداران را ایفا می‌کنند. تعیین هیأت مدیره بزرگ‌تر، تعامل بیشتر، سرعت بخشیدن به تصمیم‌گیری مؤثر و افزایش هماهنگی میان سهامداران یک شرکت را به دنبال دارد. برای به دست آوردن اندازه هیأت مدیره از تعداد

اعضای هیأت مدیره از طریق یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی استفاده شده است. بنابراین رابطه (۵) برای اندازه‌گیری اندازه هیأت مدیره، بیان می‌شود:

$$BOD = NED + ED$$

NED: تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت.

ED: تعداد اعضای موظف هیأت مدیره شرکت.

۳-۲) درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره (PNED): مدیر غیرموظف؛ عضو پاره‌وقت هیأت مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت هست. بر اساس تحقیق جهت اندازه‌گیری این متغیر، ابتدا تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره از صورت جلسات مجامع عمومی برای کلیه شرکت‌های مورد بررسی جمع‌آوری و سپس به کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم شده تا درصد اعضای غیرموظف محاسبه شود. بنابراین رابطه (۶) برای اندازه‌گیری درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره، بیان می‌شود:

$$PNED = \frac{NED}{BOD}$$

۳-۳) مالکیت نهادی (OWN): مطابق تعریف ارائه شده و مورد استفاده در پژوهش‌های روبین (۲۰۰۷) و کوئو (۲۰۰۹) برای محاسبه میزان مالکیت نهادی مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، سازمان‌ها و نهادهای دولت و شرکت‌های دولتی (متعلق به اشخاص حقوقی) بر کل سهام منتشره شرکت، تقسیم شده و درصد یا میزان مالکیت نهادی به دست آمده است. بنابراین رابطه (۷) برای اندازه‌گیری مالکیت نهادی، بیان می‌شود:

$$OWN = \frac{N}{M}$$

N: تعداد سهام عادی شرکت در اختیار شرکت‌های سرمایه‌گذار و تجاری شرکت.

M: تعداد کل سهام عادی شرکت.

۳-۴) شفافیت و افشا (DISCL): شاخص افشای بورس برای امتیازدهی افشای شرکت‌ها برای دوره‌های ۱۲،۹،۶،۳ ماهانه محاسبه و توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۲ به بعد منتشر گردیده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید. سازمان بورس به موقع بودن افشای اطلاعات امتیاز دوسوم و به قابلیت اتکای افشای اطلاعات امتیاز یک‌سوم اختصاص می‌دهد.

متغیرهای کنترلی پژوهش

- ۱- اندازه شرکت (SIZE) : برابر لگاریتم طبیعی جمع دارایی مشهود شرکت می‌باشد.
 ۲- رشد شرکت (MTB) : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت.
 بنابراین رابطه (۸) برای اندازه‌گیری رشد شرکت، بیان می‌شود:

$$MTB_t = \frac{P * NS}{BVE}$$

P: قیمت هر سهم شرکت.

NS: تعداد سهام شرکت.

BVE: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت.

- ۳- ریسک (RISK): ضریب بتا شیب معادله رگرسیون خطی بازده سهم نسبت به بازده بازار می‌باشد که نشانگر نوسان قیمتی بازده سهم، در مقایسه با بازار کلی فعال در آن می‌باشد.
 بنابراین رابطه (۹) برای اندازه‌گیری ریسک شرکت، بیان می‌شود:

$$R_i = \alpha + \beta(R_m)$$

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

R_i: نرخ بازده مورد توقع سهم i

R_m: نرخ بازده مورد انتظار پرتفوی بازار

B_i: تقسیم کوواریانس بین بازدهی سهم i و بازدهی بازار بر واریانس بازار

یافته‌های پژوهش

آمارهای توصیفی

برای امکان ارزیابی اعتبار داده‌های تحقیق از آمار توصیفی استفاده کرده‌ایم و نتایج حاصل شده نشان از اعتبار داده‌های پژوهش و همچنین قابلیت مقایسه نتایج تحقیق دارد. نتایج در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	ریسک	رشد شرکت	اندازه شرکت	افشا	مالکیت نهادی
نماد	RISK	MTB	SIZE	DISCL	OWN
میانگین	۰/۶۵	۰/۶۹	۱۲/۹۲	۳/۸	۰/۶۲
میانه	۰/۶۶	۰/۵۸	۱۲/۸۳	۰/۹۱	۰/۵۲
حداکثر	۳/۱۱	۱/۸۴	۱۷/۵۵	۴/۵	۰/۸۲
حداقل	-۳/۲	-۰/۷۳	۱۰/۱۹	۱/۰۹	۰/۰۱
انحراف معیار	۰/۶۲	۰/۵۱	۱/۳۱	۰/۵۶	۰/۴۵

متغیر	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	اندازه هیأت مدیره	اهرم مالی	محافظة کاری مشروط	نرخ بازده دارایی‌ها
نماد	PNED	BOD	LEV	C-SCORE	ROA
میانگین	۰/۶۳	۵/۰۶	۰/۶۷	-۰/۰۴	۰/۲۷
میانه	۰/۶۰	۵/۰۰	۰/۶۷	-۰/۰۴۴	۰/۲۵
حداکثر	۱/۰۰	۸	۲/۷۵	۰/۸۷	۰/۷۱
حداقل	۰	۵	۰/۱۰	-۰/۵۵	۰/۰۱۸
انحراف معیار	۰/۱۹	۰/۳۲	۰/۱۹	۰/۱۲	۰/۲۱

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نرخ بازده دارایی‌ها برابر با ۰/۲۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه متغیر وابسته برابر با ۰/۲۵ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر نرخ بازده دارایی برابر با ۰/۲۱ می‌باشد.

نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

پیش از برآورد الگو لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین‌ها مورد آزمون قرار گیرد. زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. علت استفاده از آزمون لوین لین و چو (۲۰۰۲) به خاطر معمول بودن و دقیق‌تر بودن آن، بین دیگر آزمون‌ها است و از طرفی برخلاف آنچه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی^۱ نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون‌های دیکی فولرو دیکی فولر تعمیم‌یافته (۱۹۷۹) بهره جست، بلکه لازم است مانایی جمعی متغیرها آزموده شود. بدین منظور در این تحقیق از آزمون لوین، لین و چو استفاده شده است. در این آزمون‌ها فرضیه صفر، مبتنی بر عدم مانایی و فرضیه مخالف مبتنی بر مانایی متغیرها است.

جدول ۲: نتایج مانایی متغیرها

نتیجه	احتمال	آماره لوین لین و چو	نماد	متغیر
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۰	-۲۴/۲۸	BOD	اندازه هیأت مدیره
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۰	-۵/۱۵	LEV	اهرم مالی
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۱	-۲۸/۳۴	MTB	رشد شرکت
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۰	-۵۳/۷۵	OWN	مالکیت نهادی
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۱	-۵۹/۴۲	PNED	درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۰	-۱۷/۳۵	RISK	ریسک
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۱	-۴۳/۸۶	ROA	نرخ بازده دارایی‌ها
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۲	-۲۹/۳۸	C-SCORE	محافظه‌کاری مشروط
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۰	-۷۳/۶۱	SIZE	اندازه شرکت
مانا در سطح ۹۵٪	۰/۰۰۲	-۳۷/۹۶	DLCL	افشا

نتایج حاکی از آن است که همه متغیرهای پژوهش در سطح مانا شده‌اند زیرا احتمال‌های به دست آمده زیر ۵٪ است.

تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

با توجه به استفاده از داده‌های ترکیبی، به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰/۰۵ باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون کمتر از ۰/۰۵ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل "اثرات ثابت"^۱ و "اثرات تصادفی"^۲ می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین این که از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۰/۰۵ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۰/۰۵ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. نتایج آزمون‌های انجام شده در خصوص مدل این پژوهش به شرح جدول ۳ می‌باشد.

همانطور که در جدول ۳ نیز مشاهده می‌شود، نتایج حاکی از رد فرضیه صفر است. در نتیجه روش داده‌های تابلویی برای هر سه مدل پذیرفته می‌شود. بنابراین برای انتخاب از بین روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و الگوی اثرات تصادفی، لازم است آزمون هاسمن انجام شود. همانطور که در جدول ۳ نیز مشاهده می‌شود، برای کلیه مدل‌ها روش اثرات تصادفی تأیید می‌شود.

1. Fixed effects model
2. Random effects model

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر و آزمون هاسمن مدل‌های پژوهش

آزمون F لیمر			
مدل	آماره	احتمال	نتیجه
اول	۳/۹۴	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی
دوم	۴/۰۵	۰/۰۰۰۲	داده‌های تابلویی
سوم	۲/۲۵	۰/۰۰۰۱	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن			
مدل	آماره	احتمال	نتیجه
اول	۳۲/۶۹	۰/۲۳۴۶	اثرات تصادفی
دوم	۳۴/۴۴	۰/۵۴۶۷	اثرات تصادفی
سوم	۲۲/۴۵	۰/۱۷۶۴	اثرات تصادفی

آزمون مفروضات مدل رگرسیون

قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، باید برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکا نتایج برآورد مدل رگرسیونی، مفروضات مدل را بررسی نمود. این فروض بدین شرح‌اند:

عدم خودهمبستگی

برای آزمون وجود خودهمبستگی از آزمون وولدریج^۱ استفاده می‌شود که برای اجرای آزمون مذکور از نرم‌افزار استتا^۲ ۱۲ استفاده می‌شود و در صورتی که مدل دچار خودهمبستگی باشد، جهت رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده می‌شود. فرضیه H_0 این آزمون نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی و فرضیه H_1 آن بیانگر خودهمبستگی است. در صورتی که آماره احتمال مربوط به آزمون وولدریج کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه H_0 مبنی بر عدم خودهمبستگی رد می‌شود و در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر وجود خودهمبستگی پذیرفته می‌شود. جدول ۴ نتایج حاصل از بررسی عدم خودهمبستگی با استفاده از آزمون وولدریج را نشان می‌دهد.

جدول ۴: آزمون وولدریج

مدل	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
مدل ۱	۲/۲۴	۰/۲۳۵۹	عدم خودهمبستگی
مدل ۲	۱/۵۴	۰/۷۴۳۵	عدم خودهمبستگی
مدل ۳	۲/۳۴	۰/۱۹۶۷	عدم خودهمبستگی

1. Wooldrige
2. Stata

با توجه به اینکه آماره احتمال این آزمون بیشتر از سطح معنی‌داری ۵٪ است، مدل‌های پژوهش خودهمبستگی ندارد.

وجود ناهمسانی واریانس‌ها:

برای آزمون وجود ناهمسانی واریانس از آزمون والد^۱ استفاده می‌شود که برای اجرای آزمون مذکور از نرم‌افزار استاتا ۱۲ استفاده می‌شود و در صورتی که مدل دچار ناهمسانی واریانس باشد، جهت رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده می‌شود. فرضیه H_0 این آزمون نشان دهنده همسان بودن واریانس و فرضیه H_1 آن بیانگر ناهمسان بودن واریانس‌ها است. در صورتی که آماره احتمال مربوط به آزمون والد تعدیل شده کمتر از $0/05$ باشد فرضیه H_0 مبنی بر همسانی واریانس رد می‌شود و در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر ناهمسانی واریانس پذیرفته می‌شود. جدول ۵ نتایج حاصل از بررسی همسانی واریانس با استفاده از آزمون والد تعدیل شده را نشان می‌دهد.

جدول ۵: آزمون همسانی واریانس (آزمون والد)

مدل	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
مدل ۱	۲/۳۴	۰/۵۹۶	همسانی واریانس
مدل ۲	۵/۳۷	۰/۳۴۸	همسانی واریانس
مدل ۳	۳/۴۵	۰/۹۶۸	همسانی واریانس

همانطور که ملاحظه می‌شود مقدار آماره احتمال F بیشتر از مقدار خطای استاندارد ($\alpha=5\%$) است، بنابراین ناهمسانی واریانس در مدل‌های پژوهش وجود ندارد.

تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

حال باید مدل با توجه به نتایج آزمون F لیمر و هاسمن برآورد گردد. در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون جهت تشخیص خودهمبستگی عوامل اختلال مدل استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین-واتسون نزدیک به عدد ۲ باشد، استقلال جمله خطای مدل می‌تواند پذیرفته شود. علاوه بر این از آزمون فیشر جهت بررسی معنی‌داری کل مدل استفاده شده است. معناداری ضرایب مدل رگرسیون را هم می‌توان با توجه به آماره احتمال استنباط کرد. چنانچه این مقدار

1. Wald test

کمتر از مقدار خطا (α) باشد، معناداری ضرایب مورد تأیید است. همچنین با توجه به ضریب رگرسیون می‌توان به رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پی برد. اگر ضریب متغیر مستقل منفی باشد، این رابطه معکوس و اگر این ضریب مثبت باشد، رابطه هم‌جهت است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور آزمون این فرضیه اول، دوم و سوم از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۶ بهره گرفته شده است.

مقدار احتمال (یا سطح معنی‌داری) F برابر $0/000$ بوده و چون این مقدار کمتر از سطح خطای 5% است، می‌توان گفت در سطح اطمینان 95% این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین مدل هم نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توان برآزش و توضیح دهندگی $0/78$ درصد متغیر وابسته را دارد. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون که بین $1/5$ تا $2/5$ می‌باشد نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

جدول ۶: نتایج فرضیه‌های اول، دوم و سوم

$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(C-Score)_{i,t} + \beta_3(BOD)_{i,t} + \beta_4(PNED)_{i,t} + \beta_5(OWN)_{i,t} + \beta_6(DISCL)_{i,t} + \beta_7(SIZE)_{i,t} + \beta_8(MTB)_{i,t} + \beta_9(RISK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$			
نام متغیرها	نماد	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ	C	-۴/۵۴	-۰/۴۰
اهرم مالی	LEV	-۲/۵۱	-۵/۳۲
محافظه‌کاری مشروط	C-SCORE	-۱/۳۴	-۲/۷۰
اندازه هیأت مدیره	BOD	۲/۴۳	۵/۶۴
درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	PNED	۱/۳۲	۴/۳۵
مالکیت نهادی	OWN	۱/۱۲	۳/۴۸
شفافیت و افشا	DISCL	۱/۸۵	۲/۴۲
اندازه شرکت	SIZE	۱/۷۷	۳/۹۶
رشد شرکت	MTB	۰/۰۱۲	۴/۲۴
ریسک بتا	RISK	-۰/۰۴	-۲/۲۳
دوربین واتسون: $1/74$	آماره F : $47/58$	احتمال: $0/0000$	ضریب تعیین: $0/78$
		ضریب تعیین تعدیل شده: $0/73$	

نتایج تحقیق مطابق با جدول ۶ بیانگر این مطلب است که بین اهرم مالی و بازده شرکت رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد و حاکی از آن است که افزایش بدهی شرکت ریسک

ورشکستگی را افزایش داده و بازده شرکت را کاهش خواهد داد. همچنین محافظه‌کاری بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین در طی دوره زمانی تحقیق رابطه‌ای مثبت و معنادار بین متغیرهای حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره، درصد اعضای غیرموظف، مالکیت نهادی و شفافیت و افشا) و نرخ بازده دارایی‌ها وجود دارد. همچنین با تأکید بر ضریب (آماره t) و آماره احتمال اندازه شرکت و رشد شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته نرخ بازده دارایی‌ها اثر مثبت و معنادار است و حاکی از آن است که افزایش اندازه و فروش شرکت، اعتبار و تولید شرکت را افزایش داده و در نهایت بازده شرکت را افزایش خواهد داد و ریسک بتا به عنوان متغیر کنترلی اثر منفی و معنادار بر بازده دارایی‌ها دارد و حاکی از آن است که افزایش ریسک شرکت، هزینه‌های شرکت را افزایش داده و در نهایت بازده شرکت را کاهش خواهد داد. با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه‌های اول، دوم و سوم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود. به منظور آزمون فرضیه چهارم از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۷ بهره گرفته شده است.

مقدار احتمال (سطح معنی‌داری) F برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از سطح خطای ۵٪ است، می‌توان گفت فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌شود، یعنی این مدل معنی‌دار است. ضریب تعیین مدل هم نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توان برآزش و توضیح دهندگی ۵۹٪ درصد متغیر وابسته را دارد. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون که بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

جدول ۷: نتایج فرضیه چهارم

$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(C-Score)_{i,t} + \beta_3(LEV)_{i,t} [(C-Score)] + \beta_4(SIZE)_{i,t} + \beta_5(MTB)_{i,t} + \beta_6(RISK)_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$			
نام متغیرها	نماد	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ	C	۴/۵۴	۲/۸۶
اهرم مالی	LEV	-۲/۶۵	-۴/۱۶
محافظه‌کاری مشروط	C-Score	-۱/۴۶	-۳/۹۵
	LEV [(C-Score)]	۳/۸۶	۵/۱۸
اندازه شرکت	SIZE	۰/۱۶	۲/۹۷
رشد شرکت	MTB	۰/۶۴	۴/۳۸
ریسک بتا	RISK	-۰/۹۷	-۳/۹۶
دوربین واتسون: ۱/۶۳	آماره F: ۵۰/۹۸	احتمال: ۰/۰۰۰۱	
ضریب تعیین: ۰/۵۹		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۵۳	

طبق جدول ۷ نتایج نشان می‌دهد محافظه‌کاری بر رابطه بین سطح اهرم مالی و نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد و بازده شرکت را در کوتاه مدت کاهش خواهد داد. همچنین اهرم مالی به عنوان متغیر مستقل مانند ریسک بتا به عنوان متغیر کنترلی بر بازده شرکت اثر منفی و معنی‌دار دارد. اندازه شرکت و رشد شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی بر متغیر وابسته نرخ بازده دارایی‌ها اثر مثبت و معنادار دارد. با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه چهارم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود.

به منظور آزمون فرضیه پنجم از نتایج تخمین مدل ارائه شده در جدول ۸ بهره گرفته شده است.

مقدار احتمال (سطح معنی‌داری) F برابر $0/0000$ بوده و چون این مقدار کمتر از سطح خطای 5% است، می‌توان گفت در سطح اطمینان 95% این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است. ضریب تعیین مدل هم نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل توان برآزش و توضیح دهندگی $0/77$ درصد متغیر وابسته را دارد. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون که بین $1/5$ تا $2/5$ می‌باشد نیز نشان از عدم وجود خودهمبستگی بین اجزا اخلاص می‌باشد.

جدول ۸: نتایج فرضیه پنجم

$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(LEV)_{i,t} + \beta_2(BOD)_{i,t} + \beta_3(PNED)_{i,t} + \beta_4(OWN)_{i,t} + \beta_5(DISCL)_{i,t} + \beta_6(LEV)_{i,t} + \beta_7[(BOD+PNED+OWN+DISCL)] + \beta_8(SIZE)_{i,t} + \beta_9(MTB)_{i,t} + \beta_{10}(RISK)_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
نام متغیرها	نماد	ضریب	آماره t
عرض از مبدأ	C	-۲/۸۵	-۲/۵۷
اهرم مالی	LEV	-۲/۹۷	-۴/۹۵
اندازه هیأت مدیره	BOD	۲/۵۶	۲/۶۸
درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره	PNED	۳/۳۶	۴/۷۲
مالکیت نهادی	OWN	۱/۵۳	۲/۷۴
شفافیت و افشا	DISCL	۱/۶۷	۳/۹۷
	LEV[(BOD+PNED+OWN+DISCL)]	۱/۷۵	۳/۳۴
اندازه شرکت	SIZE	۱/۳۶	۴/۵۳
رشد شرکت	MTB	۰/۱۲	۳/۸۳
ریسک بتا	RISK	-۰/۷۲	-۴/۶۶
دوربین واتسن: ۱/۶۹		آماره F: ۷۸/۹۶	
احتمال: ۰/۰۰۰۲			

طبق جدول ۸ نتایج حاکی از تأثیر معنادار متغیرهای حاکمیت شرکتی یعنی اندازه هیأت مدیره، درصد اعضای غیرموظف، مالکیت نهادی و شفافیت و افشا بر رابطه بین سطح اهرم مالی

و نرخ بازده دارایی‌ها است. افزایش هریک از این ویژگی‌ها موجب کاهش هزینه نمایندگی شرکت می‌شود و در نهایت بازده شرکت را افزایش خواهد داد. با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه پنجم پژوهش را تأیید شده تلقی نمود.

نتیجه‌گیری

هدف از این مطالعه بررسی تأثیر محافظه‌کاری و حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور سنجش محافظه‌کاری از معیار محافظه‌کاری شرطی خان و واتس (۲۰۰۹) و برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی از متغیرهای اندازه هیأت مدیره، اعضای غیرموظف هیأت مدیره، مالکیت نهادی، شفافیت و افشا استفاده گردید. این مطالعه نشان داد حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی اثر مثبت و معنادار دارد و افزایش هر یک از متغیرهای حاکمیت شرکتی موجب کاهش هزینه نمایندگی شرکت می‌شود و در نهایت بازده شرکت را افزایش خواهد داد. محافظه‌کاری شرطی بر نرخ بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و معناداری دارد و از طریق شناسایی به موقع زیان‌ها، کاهش احتمال ورشکستگی شرکت و آگاه‌سازی ذینفعان واحد تجاری به اقدام بهنگام به این موارد از بروز مسائل و مشکلات نمایندگی و رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت در گزارشگری مالی جلوگیری به عمل می‌آورد. نتایج آزمون فرضیه اول، دوم و سوم با نتایج پژوهش توبیا و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت دارد و با پژوهش سانا (۲۰۱۶) مطابقت ندارد.

طبق نتیجه حاصل از آزمون فرضیه چهارم محافظه‌کاری حسابداری بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی اثر معناداری دارد و این نتیجه با نتیجه پژوهش سانا (۲۰۱۶) مطابقت ندارد و با نتیجه پژوهش احمدی و قصابی (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

طبق نتیجه حاصل از آزمون فرضیه پنجم حاکمیت شرکتی بر رابطه بین سطح اهرم مالی و عملکرد مالی اثر معناداری دارد و موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. این نتیجه با نتیجه پژوهش نجوین و همکاران (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

براساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این تحقیق، می‌توان پیشنهادهای زیر را ارائه داد:

۱. اتخاذ روش‌های مناسب به منظور تشویق شرکت‌ها به تعهد به یک سطح محافظه‌کاری قابل قبول و وجود حسابرس خارجی برای اظهارنظر در خصوص میزان محافظه‌کاری کافی در گزارش‌های مالی منتشر شده.

۲. ارتقای حاکمیت شرکتی مناسب که باعث عدم سلب حقوق سهامداران، جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی مدیران و... می‌شود.

اجرای تحقیق حاضر در صنایع مختلف فعال در بورس اوراق بهادار تهران در آینده پیشنهاد می‌شود، همچنین روش‌های متفاوتی برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری وجود دارد که می‌توان از هر یک از آن‌ها برای پژوهش‌های مشابه این تحقیق استفاده نمود. به طور مثال می‌توان محافظه‌کاری را از طریق مدل گیولی و هاین (۲۰۰۰) اندازه‌گیری نمود و با توجه به نوسانات زیاد در عوامل اقتصادی، فرهنگی، سیاسی حاکم بر شرکت‌ها در کشورمان پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی از طراحی رگرسیون غیرخطی در تعیین اثر حاکمیت شرکتی در رابطه بین ساختار سرمایه با عملکرد استفاده شود.

منابع

- آذین‌فر، ک. و زاغی سارو کلایی، ف. (۱۳۹۴). اثر اهرم مالی بر عملکرد شرکت‌های دارویی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین همایش ملی و دومین همایش بین‌المللی مدیریت و حسابداری ایران، همدان، دبیرخانه دائمی همایش.
- احمدی، م.ر. و قصابی، ف. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر محافظه‌کاری مشروط بر عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش ملی حسابداری، حسابرسی و مدیریت، اصفهان، موسسه آموزش عالی جامی.
- ایمانی، ذ. همایون، ع. و زمانی، ا. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین همایش حسابداری، اقتصاد و نوآوری در مدیریت، بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس.
- باباجانی، ج. و عبدی، م. (۱۳۸۹). ”رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها“، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲ (۳)، ۶۵-۸۵.
- پوراآقاجان، ع. فاطمی، ع. و افتخاریان، ش. (۱۳۹۲). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی: صنعت خودرو و ساخت قطعات)، اولین کنفرانس بین‌المللی حماسه سیاسی (با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری)، رودهن، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن.
- سینایی، ح. و نیسی، ع.ح (۱۳۸۲). ”بررسی عوامل مؤثر بر استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام“، مطالعات حسابداری، ۱ (۴)، ۱۲۹-۱۴۸.
- حساس یگانه، ی. معزز، ا. خان حسینی، د. و نیکو نسیتی، م. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، دهمین همایش ملی حسابداری ایران، دانشگاه الزهرا

خلعتبری لیماکی، ع. نوش‌آذر، م. ابراهیمیان، م.ت. و بیگی، م.ح. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری و علوم اجتماعی، رشت، شرکت کارآفرینان دانشگاهی منطقه آزاد انزلی.

شانطریان، م. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مالکیت نهادی و مالکیت عمده به عنوان جنبه‌هایی از حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

کامرانی، ا. و برادران حسن‌زاده، ر. (۱۳۹۴). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری بر عملکرد شرکت «با تأکید بر نوع صنعت»، سومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.

یعقوب نژاد، ا. سعدی، ع. و روضه‌ای، م. (۱۳۸۹). «صرف ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، ۱۱ (۲۸)، ۱۲۰-۱۵۰.

Aminu, L. and Hassan, S.U. (2017). "Accounting Conservatism and Financial Performance of Nigerian Deposit Money Banks: an Analysis of Recent Economic Recession Scholedge International". *Journal of Business Policy & Governance*, 4 (12): 124-135.

Azeez, A. (2015). "Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from Sri Lanka". *Journal of Finance and Bank Management*, 3 (1): 180-189.

Basu, S. (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". *Journal of Accounting and Economics*, 24 (1): 3-37.

Beaver, W.H. and Ryan, S.G. (2005). "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling". *Review of Accounting Studies*, 10 (2-3): 269-309.

Cueto Diego, C. (2009). "Market Liquidity and Ownership Structure with Weak Protection for Minority Shareholders: Evidence from Brazil and Chile". *SSRN Electronic Journal*.

Dawar, V. (2014). "Agency Theory, Capital Structure and Firm Performance: Some Indian Evidence". *Managerial Finance*, 40 (12): 1190-1206.

Dickey, D.A. and Fuller, W.A. (1979). "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root". *Journal of the American Statistical Association*, 74 (366): 427-431.

- Givoly, D., and Hayn, C. (2000). "The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: has Financial Reporting become more Conservative?" *Journal of Accounting and Economics*, 29 (3): 287-320.
- Khan, M. and Watts, R. L. (2009). "Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism". *Journal of Accounting and Economics*, 48(2), 132-150.
- Kouki, M. and Guizani, M. (2009). "Ownership Structure and Dividend Policy: Evidence from the Tunisian Stock Market". *European Journal of Scientific Research*, 25 (1): 42-53.
- Krivogorsky, V. (2006). "Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe". *The International Journal of Accounting*, 41 (2): 176-197.
- Levin, A., Lin, CF. and Chu, J. (2002). "Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties". *Journal of Econometrics*, 108 (1):1-24.
- Nguyen, T., Locke, S. and Reddy, K. (2014). "A Dynamic Estimation of Governance Structures and Financial Performance for Singaporean Companies". *Economic Modelling*, 40: 1-11
- Rubin, A. (2007). "Ownership Level, Ownership Concentration and Liquidity". *Journal of Financial Markets*, 10 (3): 219-248.
- Sana'a, N.M. (2016). "The Effect of Accounting Conservatism on Financial Performance Indicators in the Jordanian Insurance Companies". *Journal of Internet Bank Commer*, 21: 149.
- Seifert, B., Gonence, H. and Wright, J. (2005). "The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders Block Holders and Institutions". *Journal of Multinational financial Management*, 15 (2): 171-191.
- Tobiah, O., Israel Oludele, O. and Magret A.O. (2016). "Impact of Board Size on the Financial Performance of the Listed Manufacturing Companies in Nigeria". *Journal of Business and Management*, 18 (11): 76-83.
- Watts, R.L. (2003). "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications". *Accounting Horizons*, 17 (3): 207-221.
- Yalcin, N., Bayrakderaglu, A. and Kahraman, C. (2012). "Application of Fuzzy Multi-Criteria Decision Making Methods for Financial Performance Evaluation of Turkish Manufacturing Industries". *Expert Systems with Applications*, 39 (1): 350-364.