

## شناخت تأثیر نسبت استقلال هیأت‌مدیره بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محسن حسنی<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۰/۰۸

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۲/۱۹

### چکیده

طبق نظریه نمایندگی، یکی از سازوکارهای مهم که برای کاهش مسایل نمایندگی موثر می‌باشد، نسبت استقلال هیأت‌مدیره است. در واقع اعضای هیأت‌مدیره مستقل ممکن است نظارت بهتری بر عملکرد فرآیند گزارشگری مالی داشته باشند. در نتیجه، هیأت‌مدیره با اعضای بیشتری که مستقل هستند، تمایل بیشتری برای افزایش نظارت دارند و بنابراین انتظار می‌رود کیفیت سود نیز افزایش یابد. هدف این مطالعه بررسی این مسئله است که آیا استقلال هیأت‌مدیره بر کیفیت سود در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر دارد یا خیر؟ روش پژوهش مورد استفاده در این مطالعه، روش شبه تجربی با طرح پس رویدادی است. برای این منظور تعداد ۱۸۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بررسی شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره و داده‌های تابلویی استفاده شده است. یافته‌ها بیانگر این است که نسبت استقلال هیأت‌مدیره بر کیفیت سود تأثیر مثبت دارد. در واقع در شرکتی که شفافیت اطلاعاتی دارند، سازوکار شرکتی از قبیل نسبت استقلال هیأت‌مدیره باعث افزایش کیفیت سود می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، نسبت استقلال هیأت‌مدیره، جریان نقدی عملیاتی، مدیران

غیرموظف.

طبقه‌بندی موضوعی: G32, G34

## مقدمه

اعضای هیأت‌مدیره عناصر اصلی حاکمیت شرکتی هستند که مسئول نظارت بر کیفیت، یکپارچگی گزارشات مالی و کنترل مدیران ارشد به‌عنوان نماینده سهامداران، هستند (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). در این ارتباط نسبت استقلال هیأت‌مدیره به‌عنوان عامل مهمی بر توانایی آنها بر نظارت مدیران شرکتی موثر است (فیلدس و کیدز، ۲۰۰۳). بر طبق نظریه نمایندگی، یکی از سازوکارهای مهم که برای کاهش مسایل نمایندگی موثر می‌باشد، نسبت استقلال هیأت‌مدیره است. نسبت استقلال هیأت‌مدیره با ایجاد انگیزه برای عدم تبانی بین مدیران می‌تواند سود شرکت را افزایش دهد. هیأت‌مدیره به‌عنوان یکی از ارکان حاکمیت شرکتی، مهمترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منافع سهامداران قلمداد می‌شود. هیأت‌مدیره برای نظارت بر مدیران و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری، قوانین و مقررات و همچنین ویژگی‌های خاصی از قبیل استقلال، اندازه و غیره می‌باشد (سابلی و نور، ۲۰۱۲). شواهد تجربی نشان می‌دهد که اجماعی در مورد اندازه بهینه هیأت‌مدیره وجود ندارد. گودستین (۱۹۹۴) بیان می‌کند که هیأت‌مدیره‌های کوچکتر بین ۴ الی ۶ عضو می‌توانند موثرتر باشند، زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی و به موقع تری اتخاذ نمایند. تعداد اعضای هیأت‌مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیأت‌مدیره‌های بزرگتر از قدرت کمتری برخوردارند. در این گونه هیأت‌مدیره‌ها، توافق و اجماع در مورد یک موضوع خاص بسیار دشوار است (گرین، ۲۰۰۵). از طرف دیگر عده‌ای بر این عقیده‌اند که اندازه هیأت‌مدیره باید به اندازه کافی بزرگ باشد تا در بر دارنده طیفی از مهارت‌ها و تجارب افراد گوناگون باشد (گراهام و تورکن، ۲۰۰۶). در واقع اندازه هیأت‌مدیره به‌عنوان عامل با اهمیتی در تبیین ویژگی‌های هیأت‌مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیأت‌مدیره باید به گونه‌های تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیأت‌مدیره و انجام وظایف مختلف هیأت‌مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه، ۱۳۸۷).

شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچ گونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیأت‌مدیره وجود ندارد. پژوهش زهرا و پیرس (۱۹۸۹) نیز حاکی از آن است که هیأت‌مدیره

بزرگ‌تر موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد می‌شود، اما اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت‌مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر گذار باشد و در صورتی که اکثریت اعضای هیأت‌مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیأت‌مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

اثر بخشی تفکیک تصمیم‌گیری توسط مدیریت و کنترل توسط هیأت‌مدیره از آنجا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافعشان حاضر به تبانی با مدیران اجرایی نمی‌باشند. از آنجا که مدیران غیرموظف اکثراً در سایر شرکت‌ها دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان تخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت، باعث بهبودی نظارت بر مدیریت شرکت شده و کاهش هزینه‌های نمایندگی را در پی خواهد داشت (فاما، جنسن، ۱۹۸۳). فاما و جنسن (۱۹۸۳) به این نتیجه رسیدند که دانش و تجربه اعضای غیرموظف می‌تواند بر بهبود عملکرد شرکت موثر باشد. براساس پیشنهاد نظریه نمایندگی، حضور اعضای غیرموظف در هیأت‌مدیره باعث اثربخشی نظارت بر مدیریت و افزایش عملکرد شرکت می‌شود (آلوز، ۲۰۱۴).

توجه حرفه حسابداری بر محور این هدف استوار است که سود خالص گزارش شده، عملکرد عملیاتی واحد تجاری را به طور منصفانه منعکس نماید، اما کاربرد سود گزارش شده در علوم دیگر به منظور تحقق اهداف خاص دیگری است. به عنوان مثال، تحلیلگران مالی کیفیت سود را به این منظور ارزیابی می‌کنند که یک سطح مربوط از سود را تعیین نمایند و سود خالص آتی را پیش‌بینی کنند و در نتیجه قیمت سهام یک شرکت را مشخص نمایند (دیچو و دیچو، ۲۰۰۲). در موضوع کیفیت سود، محتوای اطلاعاتی اجزای تشکیل دهنده و سایر عوامل مرتبط با آن مطرح می‌شود، به طوری که پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و در نتیجه تعیین ارزش سهام تسهیل می‌گردد (ریچاردسون، ۲۰۰۴). بر این اساس سوال مطرح در این مقاله این است که نسبت استقلال هیأت‌مدیره چه تأثیری بر کیفیت سود شرکت‌ها دارد؟ و آیا لزوماً خصوصیات هیأت‌مدیره می‌تواند بر خروجی مالی شرکت تأثیرگذار باشد؟ بر اساس سیستم حاکمیت شرکتی

مناسب، وظیفه و نقش اساسی اعضای هیئت مدیره این است که بر اعمال مدیریت شرکت نظارت داشته و به سهامداران شرکت این تضمین را بدهند که مدیریت در جهت منافع آنها عمل می‌کند (فان و روی، ۲۰۰۲). در صورتی که اعضای هیئت مدیره، مستقل باشند، آنها کمتر به وظیفه و نقش اصلی خود در شرکت به عنوان عضو هیئت مدیره، یعنی نظارت بر مدیران اجرایی و کنترل آن می‌پردازند و این نقش اساسی در شرکت کم رنگ‌تر می‌شود (جوردن، ۲۰۱۰). همین مسئله چالشی است که این پژوهش قصد پاسخ به آن را دارد. بنابراین در این مطالعه، ما قصد داریم شواهدی را در مورد تأثیر نسبت استقلال هیئت مدیره بر کیفیت سود در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بیابیم.

### پیشینه پژوهش

دیسندر (۲۰۱۵) در مقاله‌ای تحت عنوان «ویژگی‌های هیئت مدیره و کیفیت سود»، نتیجه گرفت که کیفیت سود و نسبت استقلال هیئت مدیره زمانی که مالکیت پراکنده است، مکمل هم هستند. در این مقاله به مالکیت متمرکز و ترکیب هیئت مدیره در نظارت بر مدیریت و جانشین‌های مناسب آن اشاره دارد. تجزیه و تحلیل اضافی نشان داد که بین ترکیب اعضای هیئت مدیره (استقلال و دوگانگی مدیرعامل) و کیفیت سود ارتباط وجود دارد. همچنین، نتایج تأثیر بیشتر ویژگی‌های هیئت مدیره بر کیفیت سود را برای شرکت‌ها که از طریق خانوادگی و شرکت‌های غیرمالی نسبت به شرکت‌هایی که از طریق بانک، کنترل می‌شوند، نشان داد.

سانتانا میترا (۲۰۱۴) در تحقیق خود به بررسی رابطه عملی بین ویژگی‌های مالکیت و کیفیت سود پرداخت. نتایج او نشان داد که بین انتشار سهام مالکیت نهادی (کم‌تر از ۵ درصد) و کیفیت سود رابطه مثبت و معنادار و رابطه منفی معنادار بین مالکیت سهام‌دار نهادی (بیشتر از ۵ درصد) و کیفیت سود وجود دارد. در نهایت او نشان داد که بین سهام مالکیت مدیریتی و کیفیت سود رابطه منفی وجود دارد.

استوارت و کنت (۲۰۱۳) در تحقیق خود رابطه بین کیفیت سود خارجی، و ویژگی‌های سود را بررسی کردند. آنها نتیجه گرفتند رابطه معنادار مثبتی بین میزان کیفیت سود و وجود استقلال در هیئت مدیره، وجود دارد. آنها نتیجه گرفتند که رابطه معناداری بین نسبت استقلال هیئت مدیره، وجود دارد. تجزیه و تحلیل اضافی نشان داد که تخصص با کیفیت سود زمانی که

استقلال و تعداد جلسات کمیته حسابرسی پایین است، رابطه دارد. نتایج تحقیق سابیلی و همکاران (۲۰۱۲) بیان می‌کند در صناعی با رقابت بازار محصول شدید، نقش نظارت هیأت مدیره بسیار کم‌رنگ‌تر از نقش ابتکاری و اجرایی هیأت مدیره است. آنان استدلال می‌کنند در صناعی با بازارهایی که سطح رقابت در آن ضعیف است، اطلاعات محرمانه زیادی وجود دارد، بنابراین نسبت استقلال هیأت مدیره به‌عنوان پیش شرط لازم برای تداوم بلند مدت یک شرکت در بازار رقابت، ضعیف است. کارونا (۲۰۱۱) در تحقیق خود به این نتیجه رسید که ارتباط مثبتی میان رقابت بازار و مدیریت سود اندازه گیری شده از طرق اقلام تعهدی و همچنین دستکاری فعالیت‌های واقعی وجود دارد.

فیرث (۲۰۱۰) به بررسی عوامل مؤثر بر کیفیت سود در بازار نیوزلند برای شرکت‌های تولیدی پرداخت و نشان داد متغیر نسبت استقلال هیأت مدیره برای تفاوت مقطعی در کیفیت سود به شمار می‌روند. توانایی کنترل بها به عنوان معیاری برای سودآوری معنی‌دار نبود. فیرث هیچ شواهدی مبنی بر وجود صرف (مازاد) حق‌الزحمه در شرکت‌های بزرگ حسابرسی پیدا نکرد. رایچاردسون و همکاران (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره از جمله اندازه آن با عملکرد شرکت می‌تواند تحت تأثیر رقابت بازار محصول قرار بگیرد. در واقع آنان اعتقاد دارند در صناعی که رقابت بازار محصول بیشتر است، نقش نظارتی و کنترل هیأت مدیره اهمیت کمتری پیدا می‌کند.

قربانی و همکاران (۱۳۹۳) معتقدند که رقابت در بازار محصول دارای اثر راهبردی است و رابطه معنادار U شکلی با کیفیت افشای اطلاعات دارد؛ اما در خصوص اثر حاکمیتی، نتایج بیانگر این است که درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره رابطه معناداری با کیفیت افشا ندارد و رقابت در بازار محصول نیز باعث بهبود و تقویت رابطه بین این دو متغیر نمی‌شود. سیرانی و سیف قلی (۱۳۹۳) تأثیر رقابت بازار محصول و راهبری شرکتی بر سیاست‌های نگهداشت وجه نقد را بررسی کردند. نتایج نشان داد که ادعای مطرح شده تنها در خصوص اندازه هیأت مدیره، عینیت دارد و در خصوص سازوکارهای مالکیت نهادی و نسبت استقلال هیأت مدیره، نتایج مورد انتظار محقق نشد.

محمود آبادی و ابراهیمی (۱۳۹۳) تأثیر رقابت بازار محصول بر پرداخت سود سهام را بررسی کردند. نتایج تحقیق آنان نشان داد بین شاخص هرفیندال هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی

به دارایی‌ها و نسبت سود پرداختی به فروش رابطه منفی و غیر معنادار و بین شاخص هرfindal هیرشمن با نسبت سود سهام پرداختی به سود خالص و سود نقدی هر سهم رابطه معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، هر چقدر رقابت در طبقه صنعت بیشتر باشد، سود سهام پرداختی بیشتر خواهد بود. نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) رابطه میان ویژگی‌های هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت را بررسی نمودند. در این پژوهش، رتبه عملکرد شرکت‌ها براساس ۵ عامل رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازدهی دارایی‌ها و بازدهی حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است. همچنین اندازه شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد هیأت‌مدیره در بازار سرمایه ایران تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد.

قالیباف و رضایی (۱۳۸۷) تأثیر ترکیب هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های بورسی را بررسی نمودند. در این تحقیق نسبت اعضای غیرموظف در هیأت‌مدیره، به عنوان متغیر مستقل، معیار ترکیب هیأت‌مدیره است و عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از طریق معیارهای همچون نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، حاشیه سود خالص، حاشیه سود ناخالص، متوسط رشد فروش و متوسط رشد سود خالص اندازه‌گیری شده است. نتایج تحقیق آنان نشان می‌دهد بین نسبت اعضای غیرموظف هیأت‌مدیره و هیچ یک از معیارهای عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

### فرضیه‌های تحقیق

بر اساس ادبیات تجربی بررسی شده فرضیاتی به شرح زیر ارائه که بر اساس مدل رگرسیونی تخمین و برآورد انجام شده است.

۱. نسبت استقلال هیأت‌مدیره بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۲. جریان نقدی عملیاتی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

۳. جریان‌های سرمایه‌گذاری بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد.

### جامعه آماری

جامعه آماری تحقیق از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل شده و قلمرو زمانی تحقیق به صورت یک دوره ۵ ساله از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ تعریف شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. پس از بررسی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره تحقیق و اعمال شرایط ذیل بر روی آن‌ها در نهایت تعداد ۱۸۵ شرکت به عنوان نمونه تحقیق باقی ماند که به شرح نگاره ۱ می‌باشد.

#### نگاره (۱): نمونه تحقیق

تعداد	توضیحات
۴۷۳	کلیه شرکت‌های بورسی
-۸۶	شرکت‌های حذف شده از بورس*
-۵۷	شرکت‌های واسطه‌گری و خدماتی
-۶۷	شرکت‌هایی که بعد سال مالی ۱۳۹۱ وارد بورس شده‌اند
-۵۶	شرکت‌هایی که پایان سال مالی غیر از ۲۹ اسفند داشتند
-۲۲	شرکت‌هایی که عدم دسترسی به اطلاعات آنها وجود داشت
۱۸۵	جامعه آماری تحقیق

\* شرکت‌هایی که طی یک دوره چند ساله به دلیل فقدان شرایط بورس مانند زیان دهی مداوم، تخطی از قوانین و غیره، از لیست شرکت‌های بورس اوراق بهادار حذف شده‌اند.

### مدل تحقیق

در پژوهش حاضر برای آزمون فرضیات تحقیق از رابطه رگرسیونی (۱) استفاده شده است (آلوز، ۲۰۱۴).

$$EQ_{it} = \alpha_0 + \beta_1 (BI_{it}) + \beta_2 (CFO_{it}) + \beta_3 (IO_{it}) + \beta_4 (FL_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

**متغیر وابسته**

**کیفیت سود (EQ):** در این پژوهش اقلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخص مهمی از کیفیت سود در نظر گرفته شده است. اقلام تعهدی شاخص مهمی برای تشخیص کیفیت سود است و در ارزشیابی سهام کاربرد دارد. نقش اقلام تعهدی در تغییر یا اصلاح شناسایی جریان‌های نقد است و مبالغ تعدیل شده (سود تعدیلی) طبق بیانیه مفاهیم حسابداری شماره یک معیاری بهتر برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت است. به هر حال، اقلام تعهدی اغلب بر مبنای فرض‌ها و برآوردهایی است که اگر اشتباه باشد باید در اقلام تعهدی و سود آتی اصلاح شود. بنابراین، کیفیت اقلام تعهدی و سود با توجه به اندازه خطاهای برآورد آنها کاهش می‌یابد. برای محاسبه متغیر مذکور از رابطه زیر استفاده خواهد شد (مدل جونز، ۱۹۸۵).

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = a_1(1/A_{t-1}) + a_2(\Delta REV_t/A_{t-1}) + a_3(PPE_t/A_{t-1})$$

**متغیر کنترلی**

**اهرم مالی (FL):** در این مقاله اهرم مالی نماینده ریسک مالی شرکت می‌باشد و برابر است با تقسیم مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها. برای اندازه‌گیری متغیر مذکور از رابطه (۲) استفاده می‌شود.

$$FL = \left( \frac{\text{Total dept}}{\text{market value of assets}} \right) \quad (2)$$

که در این رابطه:

FL	اهرم مالی شرکت
Total dept	کل بدهی‌های شرکت
market value of assets	ارزش بازار دارایی‌ها

**متغیرهای مستقل**

**جریان نقدی عملیاتی:** جریان نقدی عملیاتی در علم اقتصاد به ورود و خروج نقدینگی در یک تجارت، کسب و کار، پروژه صنعتی و یا اقتصادی گفته می‌شود. جریان نقدی عملیاتی معمولاً در یک دوره زمانی محدود محاسبه می‌شود. با آنکه روش استاندارد محاسبات مربوط



به هزینه و درآمد در یک سامانه حسابداری است، ولی مفاهیم حسابداری، اغلب نشان‌دهنده واقعیت‌های اقتصادی آن سامانه نیستند. بنابراین این متغیر از صورت جریان وجه نقد استخراج و بر اساس میانگین جمع دارایی‌های شرکت، همگن شده است.

**جریان‌های سرمایه‌گذاری:** مدیرانی که به منافع سهامداران پای بند نیستند، زمانی که رشد شرکت کند یا معکوس می‌شود، صورت‌های مالی را به غلط اظهار می‌کنند تا ظاهر رشد مداوم شرکت را حفظ نمایند. ارقام تعهدی اختیاری برای رسیدن به این هدف، ابزار مناسبی است. در واقع جریان‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند تأثیر منفی بر کیفیت سود بوسیله مدیریت سود داشته باشد. نحوه محاسبه جریان‌های سرمایه‌گذاری عبارت است از نسبت حقوق صاحبان سهام بر بازده حقوق صاحبان سهام (دانشنامه جهانی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۵). که از رابطه (۳) استفاده می‌شود.

$$IO = \frac{SE}{ROE} \quad (۳)$$

که در این رابطه:

IO	جریان‌های سرمایه‌گذاری
SE	حقوق صاحبان سهام
ROE	بازده حقوق صاحبان سهام

**نسبت استقلال هیأت مدیره (BI):** عضو غیرموظف (مستقل) حضور فیزیکی در شرکت ندارند و فقط در تصمیم‌سازی‌ها و تصمیم‌گیری‌ها شرکت می‌کند. اعضای مذکور سهامداران شرکت بوده و بجز رابطه مدیریت، ارتباط کاری دیگری با شرکت ندارند. رابطه اعضای غیرموظف با شرکت به هیچ وجه رابطه استخدامی نیست و چنانچه هر یک از آنها از عضویت هیئت مدیره مستعفی یا معزول یا به هر علت دیگری برکنار گردند، نمی‌توانند بابت عضو مذکور به مراجع مشمول قانون کار رجوع کنند و صرفاً حق حضور می‌گیرند (آلوز، ۲۰۱۴). در این پژوهش نسبت استقلال هیأت مدیره از طریق تقسیم اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره بدست می‌آید. که از رابطه (۴) استفاده می‌شود.

$$BI = \frac{NED}{TB} \quad (۴)$$

که در این رابطه:

BI	نسبت استقلال هیأت مدیره
----	-------------------------

NED  
اعضای غیر موظفTB  
کل اعضای هیأت مدیره

## آمار توصیفی

در نگاره (۲) به ازای متغیرهای مدل، شاخص هایی از قبیل حد پایین و بالای دامنه تغییرات، میانگین، انحراف معیار، ضریب کشیدگی، ضریب چولگی، میانه متغیرها نمایش داده شده است. کجی و کشیدگی مقیاس ها مورد بررسی قرار گرفت تا چنانچه مقیاس ها کجی و کشیدگی زیادی داشته باشند، از روش های تبدیل داده ها برای تعدیل آنها استفاده گردد.

نگاره (۲): آمار توصیفی متغیرها

متغیرهای مدل	کیفیت سود	نسبت استقلال هیأت مدیره	جریان نقدی عملیاتی	جریان های سرمایه گذاری	اهرم مالی
تعداد نمونه	۹۲۵	۹۲۵	۹۲۵	۹۲۵	۹۲۵
میانگین	۰/۱۲۶	۰/۰۰۰	-۲/۷۹۶	-۰/۰۴۹	-۰/۱۴۷
میانه	-۰/۰۸۵	۰/۰۳۰	-۲/۸۷۰	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰
حداکثر دامنه	۲/۸۸۲	۲/۶۲۰	۲/۸۳۰	۲/۰۴۰	۲/۲۹۰
حداقل دامنه	-۲/۷۸۸	-۲/۸۱۰	-۹/۸۰۰	-۵/۲۶۰	-۵/۵۵۰
انحراف معیار	۱/۰۵۵	۱/۰۰۰	۲/۳۸۰	۱/۰۳۹	۱/۰۴۷
ضریب چولگی	۰/۱۱۷	-۰/۲۳۷	-۰/۰۹۸	-۰/۸۰۹	-۱/۳۹۲
ضریب کشیدگی	۰/۸۴۵	۰/۸۹۲	۰/۹۱۰	۰/۳۸۸	۰/۲۴۷

اگر کجی و کشیدگی مقیاس ها کمتر از ۱۲۱ باشد، نیازی به تبدیل مقیاس ها نیست و ادامه روند تحلیل با این مقیاس ها، خللی در نتایج ایجاد نمی کند (گارسن، ۲۰۰۲). چنانچه در نگاره (۲) دیده می شود، همه مقیاس ها در پژوهش حاضر از کجی و کشیدگی کمتر از ۱۲۱ برخوردار بودند؛ این نشان از آن دارد که مقیاس های به کار رفته به لحاظ کجی و کشیدگی در نمونه مورد مطالعه مشکلی ندارند.

## نگاره (۳): ضریب همبستگی بین متغیرهای تحقیق

ردیف	متغیر	۱	۲	۳	۴	۵
۱	کیفیت سود	۱/۰۰۰				
۲	نسبت استقلال هیات مدیره	**۰/۷۸۷	۱/۰۰۰			
	P-مقدار	۰/۰۰۰				
۳	جریان نقدی عملیاتی	**۰/۵۰۰	**۰/۴۳۶	۱/۰۰۰		
	P-مقدار	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰			
۴	جریان‌های سرمایه‌گذاری	**۰/۰۹۸	**۰/۰۹۲	*-۰/۱۰۶	۱/۰۰۰	
	P-مقدار	۰/۰۱۳	۰/۰۱۰	۰/۰۰۳		
۵	اهرم مالی	*۰/۰۷۸	*۰/۰۶۵	**۰/۱۱۰	۰/۰۲۴	۱/۰۰۰
	P-مقدار	۰/۰۳۰	۰/۰۷۲	۰/۰۰۲	۰/۴۹۲	
** معنی داری در سطح خطای ۱٪ (سطح اطمینان ۹۹٪).						
* معنی داری در سطح خطای ۵٪ (سطح اطمینان ۹۵٪).						

## بررسی روابط چند هم خطی

جهت تشخیص چند هم خطی در تحلیل رگرسیون نیز از آزمون عامل تورم واریانس<sup>۲</sup> استفاده شد. در آزمون عامل تورم واریانس مقدار به دست آمده نباید بالای ۱۰ باشد. همانطور که در نگاره (۴) ملاحظه می‌گردد. نتایج نشان می‌دهد که از مقادیر ملاک تخطی صورت نگرفته و احتمال چند هم خطی بودن رد می‌گردد.

## نگاره (۴): بررسی چند هم خطی متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل*	عامل تورم واریانس
نسبت استقلال هیات مدیره	۱/۵۴۶
جریان نقدی عملیاتی	۱/۱۹۳
جریان‌های سرمایه‌گذاری	۱/۱۲۳
اهرم مالی	۱/۰۰۳
* متغیر وابسته: کیفیت سود	

### آزمون کولموگروف اسمیرنوف

پس از بررسی عادی یا نرمال بودن کشیدگی و یا چولگی توزیع داده‌ها، از آزمون کولموگروف اسمیرنوف استفاده می‌شود تا از نرمال بودن داده‌ها اطمینان حاصل گردد. نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف برای متغیرهای تحقیق در نگاره (۵) ارائه شده است، و نشان دهنده نرمال بودن داده‌ها می‌باشد.

نگاره (۵): نتایج آزمون کولموگروف-اسمیرنوف متغیرهای تحقیق

متغیرها	ضریب آزمون	سطح معناداری
کیفیت سود	۳۴/۹۴۵	۱/۳۴
نسبت استقلال هیأت‌مدیره	۲۳/۹۳۴	۱/۰۳
جریان نقدی عملیاتی	۲/۰۶۱	۱/۶۷
جریان‌های سرمایه‌گذاری	۱/۵۶۴	۱/۳۴
اهرم مالی	۰/۳۴۴	۱/۲۹

### آزمون چاو

برای تعیین روش به کارگیری داده‌های ترکیبی و تشخیص همگن یا ناهمگن بودن آن‌ها از آزمون چاو و آماره ی F لیمر استفاده شده است.

نگاره (۶): نتایج آزمون چاو

نوع آزمون	آماره فیشر مقطعی	سطح معناداری	مدل مورد استفاده
چاو <sup>۲</sup>	۲۳/۱۳۶	۰/۰۰۰	پانلی

همان‌گونه که در نگاره (۶) می‌شود، نتایج آزمون چاو، نشان می‌دهد احتمال به دست آمده برای آماره ی F کم‌تر از ۵ درصد است، پس برای آزمون این فرضیه، داده‌ها به صورت پانلی (تلفیقی) مورد استفاده قرار گرفته است اکنون برای تعیین این که برای تخمین پارامترهای مدل، از مدل اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده شده که نتایج حاصل از این آزمون در نگاره (۷) ارائه شده است.

### آزمون هاسمن

در صورتی که نتایج آزمون هاسمن<sup>۴</sup>، مبنی بر به کارگیری داده‌ها به صورت داده‌های پانلی شود می‌بایست برای تخمین مدل پژوهش از یکی از مدل‌های اثرات ثابت یا اثرات تصادفی استفاده شود. برای انجام این آزمون پس از اجرای تخمین‌های مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی، برای مقایسه‌ی این دو مدل آزمون هاسمن را اجرا می‌کنیم.

نگاره (۷): نتایج آزمون هاسمن

نوع آزمون	آماره هاسمن	سطح معناداری	نتیجه‌گیری
هاسمن	۶۵/۳۲۲	۰/۰۰۰	مدل اثرات ثابت

همانطور که در نگاره (۷) مشاهده می‌شود و از آن جا که معناداری آزمون هاسمن کوچکتر از ۰/۰۵ شد، بنابراین فرض صفر آزمون هاسمن رد می‌شود و باید برای تخمین پارامترهای معادله‌ی رگرسیون چند متغیره‌ی پژوهش، از مدل اثرات ثابت استفاده کرد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون، برای فرضیه‌های پژوهش در نگاره (۸) ارائه شده است.

نگاره (۸): نتایج برآورد مدل تحقیق (رگرسیون چند متغیره)

متغیر وابسته (کیفیت سود)			متغیر مستقل
P-value	آماره t	ضریب (β)	
۰/۰۰۰	**۷/۶۳۴	۰/۱۴۶	عرض از مبدا (C)
۰/۰۰۰	**۴۴/۸۸۰	۰/۹۸۰	نسبت استقلال هیات مدیره
۰/۳۹۲	۰/۸۵۵	۰/۰۰۵	جریان نقدی عملیاتی
۰/۶۷۸	۰/۴۱۴	۰/۰۰۳	جریان‌های سرمایه‌گذاری
۰/۰۱۵	**۲/۴۱۹	۰/۰۲۷	اهرم مالی
	۰/۹۷۳		ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۳۲۹		آماره دوربین واتسون
	**۲۴۵/۰۴۵		آماره F
	۰/۰۰۰		سطح معناداری آماره F

\*\* معنی داری در سطح خطای ۱٪ (سطح اطمینان ۹۹٪).

\* معنی داری در سطح خطای ۵٪ (سطح اطمینان ۹۵٪).

همان طور که در نگاره (۸) مشاهده می شود، مقدار آماره  $F$  برای مدل برابر با  $245/045$  و سطح معناداری کمتر از یک درصد است ( $P < 0/01$ ) که نشان می دهد در سطح اطمینان  $99\%$ ، مدل رگرسیون خطی از نظر آماری معنی دار است. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده فرضیه اول برابر است با  $0/973$ . در واقع این بدان معنا است که حدود  $98\%$  درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل تعیین می گردد. با توجه به مقدار ضریب تعیین تعدیل شده می توان بیان نمود که مدل رگرسیونی از برازندگی قابل قبولی برخوردار است.

فرضیه اول: نسبت استقلال هیأت مدیره بر کیفیت سود، تأثیر دارد.

همان طور که در نگاره (۸) مشاهده می شود، سطح معناداری برای متغیر نسبت استقلال هیأت مدیره با توجه به مقدار آماره  $t$  ( $t = 44/880$ ) و بیشتر بودن قدرمطلق آن از مقدار بحرانی سطح خطای معنی داری  $1/1$ ، ( $2/581 > |44/880|$ )، به این نتیجه می رسیم که متغیر نسبت استقلال هیأت مدیره با متغیر کیفیت سود یک درصد در نظر گرفته شد. در واقع به این نتیجه می رسیم نسبت استقلال هیأت مدیره بر کیفیت سود تأثیر دارد. در این مرحله باید ضریب متغیر وابسته بررسی شود تا جهت تأثیر آن بر متغیر وابسته مشخص گردد. با توجه به نتایج، ضریب متغیر نسبت استقلال هیأت مدیره برابر است با  $\beta = 0/146$  که نمایانگر تأثیر مستقیم متغیر مستقل بر متغیر وابسته است. در واقع به این نتیجه می رسیم که با افزایش متغیر نسبت استقلال هیأت مدیره، متغیر کیفیت سود نیز افزایش می یابد. در نهایت فرضیه تأیید شده بصورت زیر نهایی می گردد: «نسبت استقلال هیأت مدیره بر کیفیت سود، تأثیر دارد.»

فرضیه دوم: جریان نقدی عملیاتی بر کیفیت سود، تأثیر دارد.

با توجه به نگاره (۸)، سطح معناداری برای متغیر جریان نقدی عملیاتی با توجه به مقدار آماره  $t$  ( $t = 0/885$ ) و کمتر بودن قدرمطلق آن از مقدار بحرانی سطوح معنی داری، به این نتیجه می رسیم که متغیر جریان نقدی عملیاتی بر کیفیت سود تأثیر ندارد، و در نتیجه فرضیه  $H_0$  تأیید می شود و فرض  $H_1$  رد می شود.

فرضیه سوم: جریان های سرمایه گذاری بر کیفیت سود، تأثیر دارد.

همان طور که در نگاره (۸) مشاهده می شود، سطح معناداری برای متغیر جریان های سرمایه گذاری با توجه به مقدار آماره  $t$  ( $t = 0/414$ ) و کمتر بودن قدرمطلق آن از مقدار بحرانی

سطوح معنی داری، به این نتیجه می‌رسیم که متغیر جریان‌های سرمایه‌گذاری بر متغیر کیفیت سود تأثیر ندارد، و در نتیجه فرضیه H0 تأیید می‌شود و فرض H1 رد می‌شود.

### نتیجه‌گیری

فرضیه اول تحقیق بیان داشت نسبت استقلال هیات‌مدیره بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد نتایج تحقیق به تأیید فرضیه انجامید.

اعضای غیرموظف هیات مدیره از طریق نظارت بر مدیران موظف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیات مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثرگذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیات مدیره را مدیران مستقل غیرموظف تشکیل دهد، هیات مدیره از کارایی بیش‌تری برخوردار خواهد بود. تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیات مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می‌کند که هیات مدیره می‌بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیر اجرایی) باشد، زیرا رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیراجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می‌تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسب که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد را در اختیار وی قرار می‌دهد (بکتاس، کایمک، ۲۰۰۹؛ کلمن، ۲۰۰۷). در واقع شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر از دید سرمایه‌گذاران شفاف‌تر بنظر می‌آیند (هاج، ۲۰۰۳) و می‌توان به رابطه بین تأثیر کیفیت سود و سطح نسبت استقلال هیات‌مدیره پی برد (بوشمن و همکاران، ۲۰۰۴). اگر شرکت‌ها شفاف‌تر عمل کنند، نیاز به نظارت کمتر و اعضای غیر مستقل دارند. در هر صورت، در شرکتی که شفافیت اطلاعاتی دارند، سازوکار شرکت از قبیل نسبت استقلال هیات‌مدیره باعث افزایش کیفیت سود می‌شود (دیمیتری پلوس و استریو، ۲۰۱۰). آدام و همکاران (۲۰۱۰) و بوشمن (۲۰۰۹) همچنین در مورد تأثیر نسبت استقلال هیات‌مدیره و نظر مدیریت بر کیفیت سود بحث کرده‌اند. این فرضیه در تحقیقات متعددی از جمله آدام و همکاران (۲۰۱۰) و بوشمن (۲۰۰۹) مورد تأیید قرار گرفته است.

فرضیه دوم تحقیق بیان داشت که جریان نقدی عملیاتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد؛ نتایج تحقیق به رد فرضیه انجامید.

مدیرانی که به منافع سهامداران پای بند نیستند، زمانی که رشد شرکت کند یا معکوس می‌شود، صورت‌های مالی را به غلط اظهار می‌کنند تا ظاهر رشد مداوم شرکت را حفظ نمایند (سامر و سویی، ۱۹۹۸). اقلام تعهدی اختیاری برای رسیدن به این هدف، ابزار مناسبی است. در واقع جریان‌های سرمایه‌گذاری می‌تواند تأثیر منفی بر کیفیت سود بوسیله مدیریت سود داشته باشد. یانگ و همکاران (۲۰۱۰) رابطه منفی بین کیفیت سود و رشد جریان‌های سرمایه‌گذاری شرکت را گزارش کردند. پارک و شین (۲۰۰۴) و چن و همکاران (۲۰۱۱) نیز به همین نتیجه دست یافتند که با نتیجه تحقیق حاضر همسو بود.

فرضیه سوم تحقیق بیان داشت که جریان‌های سرمایه‌گذاری بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد که نتایج تحقیق به رد فرضیه انجامید.

جریان‌های سرمایه‌گذاری نیز از متغیرهای دیگر پژوهش حاضر است. براساس نتایج تحقیق بین جریان‌های سرمایه‌گذاری و کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مستقیم و معنادار وجود ندارد. دچو و همکاران (۱۹۹۵) نشان دادند که جریان نقدی عملیاتی بر اقلام تعهدی اختیاری بر اندازه کیفیت سود موثر است. حقیقت و همان ارتباط بین کیفیت اقلام تعهدی و سود را مورد مطالعه قرار داده‌اند. نتایج تحقیق نشان داده است که کیفیت اقلام تعهدی تنها تحت تأثیر متغیرهای اندازه شرکت، سود و فروش قرار دارد و بین کیفیت اقلام تعهدی با فروش، استمرار سود، اندازه شرکت، جریان نقد عملیاتی و سود رابطه معنی دار مثبت وجود دارد. اقلام تعهدی شاخص مهمی برای تشخیص کیفیت سود است و در ارزشیابی سهام کاربرد دارد. نقش اقلام تعهدی در تغییر یا اصلاح شناسایی جریان‌های نقد است و مبالغ تعدیل شده (سود تعدیلی) طبق بیانیه مفاهیم حسابداری شماره یک معیاری بهتر برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت است. به هر حال، اقلام تعهدی اغلب بر مبنای فرض‌ها و برآوردهایی است که اگر اشتباه باشد باید در اقلام تعهدی و سود آتی اصلاح شود. بنابراین، کیفیت اقلام تعهدی و سود با توجه به اندازه خطاهای برآورد آنها کاهش می‌یابد. جیانگ و همکاران (۲۰۰۸)، پنسل و همکاران (۲۰۰۰) و یانگ و همکاران (۲۰۰۸) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با جریان نقدی عملیاتی قوی، از کیفیت سود بالاتری برخوردارند. بر همین اساس نتیجه مذکور با نتایج مطالعات جیانگ و همکاران (۲۰۰۸)، پنسل و همکاران (۲۰۰۰) و یانگ و همکاران (۲۰۰۸) همسو نبود.



### پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتایج پژوهش حاضر پیشنهادهای در ادامه عنوان می‌گردد:

- تأکید بر اهمیت برخی از ویژگی‌های هیأت‌مدیره مثل غیرموظف بودن رئیس هیأت‌مدیره و حضور اعضای غیرموظف در هیأت‌مدیره به عنوان عامل اثرگذار بر کیفیت گزارشگری مالی
- در ترکیب هیأت‌مدیره برخی شرکت‌ها از مدیران مالی ای که مسئولیت اجرایی دارند استفاده می‌شود، این در حالی است که طبق ادبیات آیین نامه حاکمیت شرکتی، حضور حداقل یک عضو مالی غیرموظف در ترکیب هیأت‌مدیره پیشنهاد می‌شود.

### محدودیت‌های تحقیق

شرایط سیاسی و اقتصادی کشور و نیز جو روانی حاکم بر بازار بورس اوراق بهادار تهران با تأثیر بر روی عرضه و تقاضا و نیز سطح آگاهی مردم در میزان رونق بازار سرمایه و حجم مبادلات می‌توانند از جمله عواملی باشند که بر روی متغیرهای اصلی مدل این تحقیق تأثیرگذار باشند. بنابراین، شرایط سیاسی، اقتصادی و فرهنگی حاکم بر بازار سرمایه می‌تواند منجر شود که تغییر کیفیت سود تحت تأثیر عواملی غیر از اخبار خوب و بد سود باشد.

### پی‌نوشت

- |             |                                   |
|-------------|-----------------------------------|
| ۱ wikipedia | ۲ variance inflation factor (VIF) |
| ۳ chow      | ۴ Hausman                         |

### منابع

- Alvesm J. 2014. The impact of institutional stock ownership on a firm's earnings management practice: An empirical investigation. Unpublished Dissertation, Louisiana State University.
- Anderson, A. , 2009. A cross-country comparison of corporate governance and firm performance: Do financial structure and the legal system matter? Journal of Contemporary Accounting & Economics 5.
- Anderson, D. 2009. Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria: African Economic Research Consortium, Research Paper, 149, Kenya regal press.

- Bushman, V. 2009. Agency costs, corporate governance mechanisms and ownership structure in large UK publicly quoted companies: A panel data analysis. *Quarterly Review of Economics & Finance*, 49
- Cadbury, D. 1992. A cross-country study on the effects of national culture on earnings discretion, *Journal of International Business Studies* 41
- Carcello, A. 2012. Convergence of corporate governance: Critical review and future directions, *Corporate Governance: An International Review* 17. 3
- Casey, P. 2005. To steal or not to steal: Firm attributes, legal environment, and valuation, *Journal of Finance* 60
- Coffee Fith, B. 2010. Corporate governance and bank performance. Msc Banking and Finance International Helleric University.
- Decho, J. 1996. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp.
- Dechow, F. 1996. National culture and dividend policy, *Journal of International Business Studies* 41,
- Drakos, D. & Bekiris, A. 2010. Differences in governance practices between UK. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences, *Review of Financial Studies* 22
- Drobotz, A. 2013. Top management tenure, corporate ownership structure and the magnitude of golden parachutes, *Strategic Management Journal*, 10. 1
- Duggal, S. & Millar, W. 1999. Egalitarianism and international investment, *Journal of Financial Economics* 102
- Dulewicz, Z. & Herbert, F. 2014. Can corporate governance reforms increase firm's market value: Evidence from India? Available at SSRN.
- Faccio, A. & Lasfer, Z. 2010. Corporate Governance and accounting Scandals. *Law and Economics Journal*, 48
- Fama, J. 1980. An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance. *Journal of Management*, 27.
- Ghalibaf And Rezaei, 2014. Corporate governance and control, *Sciences, Economics and Administrative Sciences*, University of Isfahan, accounting Supplement, 32. (in persian)
- Ghanbari, 2007. Relation of ownership and corporate governance structure, *Journal of Accounting*, Issue 1. (in persian)
- Hassas yegane, 2005. "Relationship between corporate governance mechanisms, debt ratio, size of company earnings management", *experimental studies financial accounting*, 24. (in persian)
- Hassas yegane And MOAYERI, 2008. The relationship between institutional investors and corporate value, *experimental studies, financial accounting*, No. 24,. (in persian)
- Hillman and Dalziel, 2003. Differences in governance practices between U. S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences, *Review of Financial Studies* 22,
- Hodge, D. 2003. Corporate Governance and Firm Profitability and implications of Firm Ownership Identity on Financial Performance: Empirical Evidence from Nairobi Stock Exchange. *Journal of Financial Economics*, 69 (2).

- Jansen, F. & Makling, D. 1976. World Christian Encyclopedia: A Comparative Survey of Churches and Religions—AD 30 to 2200. Oxford: Oxford University Press.
- Khosronejad, 2009. Mechanisms of the relationship between corporate governance and firm performance after the initial release: Evidence from companies listed in the Tehran Stock Exchange, Journal of Monetary Economics, former finance. dansh development. New Era, No. 4. (in persian)
- Nikbakht, 2014. Evaluation of corporate governance mechanisms and agency costs stock companies, securities Tehran, accounting research; 11. (in persian)
- Noravesh. 2014. Shareholders effect on the performance of companies listed in the Tehran Stock Exchange, regulations of corporate governance principles, Volume 16. (in persian)
- Parkinson, E. 1994 Corporate Performance, Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange. Research in International Business and Finance 24
- Rahmani, 2008. Relationship between institutional ownership of shares and the performance of intellectual capital in companies listed on Tehran Stock Exchange, accounting of progress, 61. (in persian)
- Reysi, 2007. Effects of governance mechanisms on the performance of joint stock companies listed on Tehran Stock Exchange. Master's thesis, University of Al-Zahra. (in persian)
- Richardson, H. 2004. Differences in governance practices between U. S. and foreign firms: Measurement, causes, and consequences, Review of Financial Studies 22
- Treeger, S. 1984. Corporate governance: A summary review of different theory approaches, International Research Journal of Finance and Economics, . 68.
- Yatim, F. 2001. An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance. Journal of Management, 27
- Yegane. 2008. "Corporate Governance and the role of institutional investors in the" knowledge and research, accounting, No. 8, pp. 20-25. (in persian)
- Zahra, A. and Pearce, T. 1989. Rating the ratings: How good are commercial governance ratings, Journal of Financial Economics 98