

تأثیر ترکیب و رهبری هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت: بررسی تجربی الگوی حاکمیت شرکتی داخلی در شرکت های ایرانی

حامد وارث^۱، محمدحسن برکوک^۲، زهره ناصری طاهری^۳، محمدجواد بناءزاده^۴

^۱ استادیار، MBA، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

^۲ کارشناس ارشد MBA، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

^۳ دانشجوی دکتری مدیریت سیاست گذاری بازرگانی، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

^۴ کارشناس ارشد، MBA، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران.

نام نویسنده مسئول:

محمدجواد بناءزاده

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۰۶

چکیده

هدف: با تفکیک میان سهامداران و مدیران شرکت، تضاد منافع میان این دو گروه به عنوان یکی از مهم ترین چالش های نظری شرکت ها به وجود آمده است. هیئت مدیره به عنوان مجری حاکمیت شرکتی، نهاد نظارت بر مدیران در راستای حفظ منافع سهامداران است. اما با توجه به وجود ساختارهای گوناگون هیئت مدیره در شرکت های مختلف، این مسئله حائز اهمیت است که با چه ترکیبی از هیئت مدیره می توان بهترین عملکرد را برای شرکت انتظار داشت.

روش: برای سنجش تأثیر ساختار هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت، نمونه آماری شامل ۱۹۴ شرکت عمومی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با روش حذف نظام مند برگزیده شده اند. اطلاعات شرکت های انتخاب شده طی ۵ سال مورد بررسی قرار گرفته است. ساختار هیئت مدیره در این تحقیق با سه متغیر مستقل اندازه هیئت مدیره، تعداد اعضای غیرموظف و یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره مورد بررسی قرار می گیرد. نرخ بازده دارایی ها به عنوان متغیر وابسته برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت در نظر گرفته شده است.

یافته ها: میان متغیرهای اندازه هیئت مدیره و یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره با عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد اما میان تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره با شاخص عملکرد رابطه معنادار مستقیم یافت می شود.

نتیجه گیری: افزایش تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره می تواند منجر به افزایش عملکرد مالی شرکت ها گردد. عدم حضور یا تعداد کم اعضای غیرموظف باعث سوءاستفاده احتمالی مدیرعامل و مدیران داخلی و در نتیجه افزایش هزینه نمایندگی و کاهش بازدهی دارایی ها می شود.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی، هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره.

مقدمه

افزایش تعداد رسوایی های مالی در واحدهای اقتصادی موجب شد تا حاکمیت شرکتی^۱ به عنوان مؤثرترین ساختار نظارتی، معتبر بماند، در نتیجه حاکمیت شرکتی از طرف سرمایه گذاران، بستانکاران و نمایندگان شرکت ها مورد توجه قرار گرفت. طی سال ها، بیشتر شرکت های بزرگ از جمله ورلد کام آترون^۲، آدلفیا و... تلاش کردند تا با پنهان نمودن بدهی شرکت و بیش از واقع نشان دادن سود، وضعیت شرکت را خوب نشان دهند، در حالی که میلیون ها دلار اختلاس می کردند. این وضعیت باعث شد تا سهامداران، بستانکاران و قانون گذاران نگران شوند. در نتیجه نیاز فوری به تدوین ضوابط حاکمیت شرکتی احساس شد. برقراری حاکمیت شرکتی از یک شرکت و تسری آن به کل اقتصاد کشور، اعتماد لازم نسبت به عملکرد بازار را تأمین می کند. در نتیجه، هزینه سرمایه کاهش می یابد و شرکت ها به تخصیص کارا تر منابع تشویق می شوند و به این وسیله رشد اقتصادی کشور تقویت می گردد.

نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود. این تضاد منافع که اغلب به آن مشکل نمایندگی اطلاق می شود، از دو منبع اصلی ناشی می شود. اولاً افراد مختلف حاضر در ساختار شرکت دارای اهداف و ترجیحات متفاوتی هستند. ثانیاً اطلاعات افراد مزبور از دانش و ترجیحات دیگر افراد حاضر در شرکت، کامل نمی باشد. برل و مینز^۳ (۱۹۳۲) این تضاد منافع را از طریق آزمون تفکیک مدیریت از مالکیت و یا به عبارت دیگر تفکیک کنترل از مالکیت انجام دادند. آن ها بیان داشتند که در شرایط عدم وجود سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی، تفکیک مالکیت از کنترل این امکان را به مدیران می دهد که در جهت منافع شخصی خود به جای منافع سهامداران اقدام نمایند.

روش های مختلفی برای غلبه به مشکلات مربوط به جدایی مالکیت از کنترل وجود دارد؛ از جمله به همسو کردن منافع سهامداران و منافع مدیریت از طریق طرح های پاداش، اختیار خرید سهام و طرح جایزه به نظارت بر هیئت مدیره توسط سهامداران و بستانکاران به حمایت قانونی سهامداران در مقابل تصرف مالکیت توسط مدیریت و روش های بیرونی بازار می توان اشاره کرد (ماسی، ۱۹۹۸). در نتیجه، حامیان حاکمیت شرکتی انتظار دارند یک رابطه مثبت بین برقراری حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود داشته باشد (ماهر و اندرسون، ۲۰۰۰).

ساختار مقاله در ادامه به این صورت است که پیشینه نظری و تجربی تأثیر پویایی های حاکمیت شرکتی داخلی بر عملکرد مالی مورد بررسی قرار خواهد گرفت و مدل پیشنهادی با استفاده از داده های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار خواهد گرفت و در انتها، نتایج و بحث ارائه خواهد گردید.

پیشین پژوهش

پیشینه نظری

در قرن نوزدهم، شرکت ها حقوق و پاداش اعضای هیئت مدیره را بدون موافقت همه سهامداران افزایش می دادند تا حاکمیت شرکتی را مؤثرتر کنند. از آن زمان به بعد به دلیل گسترش شرکت های بازرگانی، حقوق مالکان شرکت پراکنده شد. پس از آن در قرن بیستم، پس از سقوط وال استریت (۱۹۲۹)، پژوهشگران به بررسی تغییرپذیری شرکت های مدرن پرداخته و برل^۴ (۱۹۳۲) در تحقیق خود با عنوان «شرکت های مدرن، دارایی های خصوصی» در مورد تأثیر عمیق مفاهیم حاکمیت شرکتی در مباحث علمی بحث کرد.

پنجاه سال بعد، فاما و جنسن^۵ (۱۹۸۳) مقاله ای را تحت عنوان «جدایی مالکیت و کنترل» ارائه دادند که نظریه نمایندگی را به عنوان نقطه شروع ایجاد حاکمیت شرکتی مطرح کردند. در اواخر سال های ۱۹۷۰، حاکمیت شرکتی به موضوعی بحث انگیز در آمریکا و در دنیا تبدیل شده بود. تلاش زیادی برای بهبود تأثیر حاکمیت شرکتی در جهت رفع نیازها و انتظارات صاحبان

¹ Corporate Governance² Enron³ Berle & Means⁴ Berle⁵ Fama & Jensen

سهام و افزایش ارزش آن انجام گرفت. در حدود سال های ۱۹۹۰، مقدمه حاکمیت شرکتی به دلیل موج برکناری مدیران اجرایی بسیار مورد توجه قرار گرفت. در سال ۱۹۹۶، بحران های مالی خاورمیانه در اقتصاد کشورهایی چون تایلند، اندونزی، کره جنوبی، مالزی و فیلیپین دیده می شد. نقص روش های حاکمیت شرکتی در این کشورها، ضعف مؤسسات را در اقتصاد نشان داد. در اوایل سال های ۲۰۰۰، ورشکستگی های کلان شرکت هایی مانند انرون، آرتور، تای کو و ... باعث شد تا منافع سهامداران و مالکان شرکت ها در حاکمیت شرکتی افزایش یابد. تقریباً دلایل تمامی شکست ها و فروپاشی های مهم نتیجه ترکیبی از اثرات بحران کسب و کار، اتکا ناپذیری طرح های حاکمیت شرکتی و قصور در گزارشگری بوده است. مشکلات بحران کسب و کار باید زودتر گزارش می شد، ساختار حاکمیت شرکتی باید کاراتر عمل می کرد و دیگر جایی برای گزارشگری مالی غلط پیش نمی آمد. بحران تدریجی برخی از کسب و کارها جزء تفکیک ناپذیر اقتصاد بازار است که با گزارشگری مالی باید با ایجاد شفافیت، از سمت گیری فریبکارانه جلوگیری نمود.

شواهد موجود حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی یکی از رایج ترین عبارت ها در واژگان تجارت جهانی در شروع عصر جدید شده است. فروپاشی شرکت های بزرگ در سال های اخیر توجه همگان را به نقش برجسته حاکمیت شرکتی و توجه جدی به پیشگیری از این فروپاشی ها جلب نموده است و انجمن های حرفه ای و مقالات دانشگاهی در سراسر جهان اقبال گسترده ای به این موضوع نشان می دهند (مشایخی، ۲۰۰۸) در ادامه انواع تئوری های حاکمیت شرکتی، اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره و عملکرد مالی تشریح خواهد گردید.

اندازه هیئت مدیره

از منظر نمایندگی می توان استدلال کرد که یک هیئت مدیره بزرگ تر به احتمال قوی نسبت به مشکلات نمایندگی هوشیار است، زیرا تعداد بیشتری از افراد کارهای مدیریت را تحت نظر قرار خواهند داد. وقتی هیئت مدیره ها بزرگ تر می شوند احتمال دارد که اعضای مستقل بیشتری با تخصص های ارزشمند را در برگیرند. از اعضای هیئت مدیره متخصص انتظار می رود که در جلوگیری یا محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیریت بهتر عمل کنند (آقای و چالاک، ۱۳۸۵). از سوی دیگر، نتایج برخی از تحقیقات انجام شده درباره اندازه هیئت مدیره و میزان تأثیر آن بر اثربخشی عملکرد هیئت مدیره نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره نباید زیاد بزرگ باشد (جنسن، ۱۹۹۳ و ابوت و همکاران، ۲۰۰۴).

درواقع، آن ها به این نتیجه رسیدند که رشد اندازه هیئت مدیره باعث کاهش عملکرد مؤثر آن شده و مدیرعامل نیز راحت تر می تواند از قدرت خود سوءاستفاده کرده و هیئت مدیره را تحت کنترل خود درآورد. به اعتقاد جنسن (۱۹۹۳)، زمانی که تعداد اعضای هیئت مدیره از هفت یا هشت نفر تجاوز کند، آن ها کمتر به صورت مؤثر عمل می کنند. بیزلی^۶ (۱۹۹۶) رابطه بین تقلب و اندازه هیئت مدیره را مورد بررسی قرار داد. نتیجه پژوهش وی نشان داد که تقلب در صورت های مالی با اندازه هیئت مدیره رابطه مستقیم دارد. ابوت^۷ و همکاران (۲۰۰۴) رابطه مثبتی میان احتمال تجدید ارائه در سود و اندازه هیئت مدیره یافتند. کارمانو و وافیس (۲۰۰۵) با استفاده از اطلاعات سودهای پیش بینی شده نمونه ای از شرکت های آمریکایی در بین سال های ۱۹۹۵ تا ۲۰۰۰، رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره و کیفیت سود پیش بینی شده به وسیله مدیریت را مورد بررسی قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که شرکت های با هیئت مدیره های کوچک تر پیش بینی های سود محافظه کارانه تری ارائه می دهند.

ترکیب هیئت مدیره

هیئت مدیره نقش مهمی در بهبود کیفیت گزارشگری مالی و افزایش پاسخگویی ایفا می کند. مدیران مستقل می توانند با درک درست نقش نظارتی و راهبری خود، سلامت مالی بنگاه را به ارمغان آورده و مانع تضاد منافع بین بازیگران نظام حاکمیت شرکتی شوند. از دیدگاه نظریه نمایندگی می توان چنین فرض کرد که مدیران غیرموظف (غیراجرایی وظیفه نظارت

⁶ Beasley

⁷ Abbott

بر سایر اعضای هیئت مدیره را بر عهده دارند (اسماعیل زاده و همکاران ۱۳۸۹). در انگلستان گزارش کادبری^۸ (۱۹۹۰)، حضور حداقل سه عضو غیرموظف در هیئت مدیره شرکت ها را توصیه نموده است. در حال حاضر و مطابق با اطلاعات به دست آمده از شرکت های بزرگ آمریکایی، به طور میانگین از ۱۲ عضو هیئت مدیره، ۱۰ نفر آن ها غیرموظف هستند و در انگلستان نیز به طور متوسط در حدود اعضای نیمی از اعضای هیئت مدیره غیرموظف اند. در ایران نیز مطابق منشور کمیته حسابرسی برای شرکت های بورسی و فرابورسی، وجود حداقل یک عضو غیرموظف در کمیته حسابرسی ضروری است. اعضای غیرموظف هیئت مدیره هرگز به همانند مدیران موظف شرکت نسبت به وضعیت آن آگاهی ندارند. بنابراین با درصد بالاتری از مدیران بیرونی و غیرموظف در هیئت مدیره، درک عمیق تر و باکیفیت تری از مسائل شرکت مشکل خواهد بود. از سوی دیگر وقتی تعداد اعضای موظف و آگاه به مسائل داخلی شرکت در هیئت مدیره حضور دارند، احتمال اینکه مدیرعامل بخواهد هیئت مدیره را به طور عمدی و یا غیرعمدی گمراه نماید، بسیار کمتر می شود. بنابراین شرکت هایی که اغلب اعضای هیئت مدیره آن ها را مدیران غیرموظف تشکیل می دهند، باید ترتیبی اتخاذ کنند که به طور منظم با مدیران اجرایی دیگر به غیر از مدیرعامل ملاقات کرده و از اوضاع عملیات شرکت آگاه شوند (مشایخی و شاکری، ۱۳۹۲).

عملکرد مالی

ارزیابی عملکرد یکی از اقدامات اساسی و ضروری در امر برنامه ریزی و هدف گذاری مدیران بیان می شود، درواقع ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیران کمک می کند، بلکه نشان می دهد که چگونه استراتژی ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می گذارد. لذا سنجش عملکرد شرکت ها، ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات منطقی می باشد. در تعریف معیار ارزیابی عملکرد سه مشخصه زیر لحاظ شده است: مبلغ سرمایه گذاری، بازدهی کسب شده از محل این سرمایه گذاری، هزینه سرمایه به کاررفته متناسب با ریسک. رویکردهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد شرکت ها وجود دارد اما آنچه بیش تر مورد توجه قرار گرفته است ارزیابی شرکت ها از بعد مالی است. روش های ارزیابی عملکرد شرکت ها با رویکرد مالی را می توان به چهار دسته اصلی تقسیم نمود: الف) روش هایی که از اطلاعات حسابداری برای ارزیابی عملکرد استفاده می شود مانند نسبت های مالی (ROA, ROE و...؛ ب) روش هایی که ترکیبی از اطلاعات حسابداری و بازار را برای ارزیابی عملکرد مورد استفاده قرار می دهند، مانند نسخه های مختلف Q توپین و یا نسبت P/E؛ ج) نسبت هایی که با استفاده از داده های مدیریت مالی مورد استفاده قرار می گیرند مانند بازدهی هر سهم و بازده اضافی هر سهم؛ د) نسبت هایی که علیرغم استفاده از اطلاعات حسابداری معیارهای اقتصادی هستند مانند EVA, MVA و REVA.

جدول ۲.۱. تاریخچه مبانی ارزیابی عملکرد (روشندل اربطانی و شیروانی ناغانی: ۱۳۹۵)

زمان	معیار سنجش عملکرد
دهه ۱۹۲۰	مدل دوپونت (ROI)، نرخ بازده دارایی ها (ROA)
دهه ۱۹۷۰	سود هر سهم (EPS)، نسبت (P/E)
دهه ۱۹۸۰	ارزش دفتری / ارزش بازار، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، نرخ بازده خالص دارایی ها (RONA)
دهه ۱۹۹۰ به بعد	ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، سود قبل از مالیات و هزینه های غیر نقدی (EBITDA)، ارزش افزوده بازار (MVA)، ارزیابی متوازن (BSC)، نرخ بازده سرمایه گذاری جریان نقدی (CFROI)

پیشینه تجربی

در میان مطالعات و پژوهش های مختلف هیچ اتفاق نظری در مورد رابطه میان اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت ها وجود ندارد. تحقیقات جنسن (۱۹۹۳) نشان می دهد که هر چه تعداد اعضای هیئت مدیره بیشتر باشد اثربخشی آن کمتر است. از طرف دیگر دالتن، دیلی، جوهسن و السترنند^۹ (۱۹۹۹) بیان کردند که هیئت مدیره بزرگ تر دارای تجربه بیشتر و روابط محیطی بهتری هستند. همچنین نینگ (۲۰۰۴) در خصوص تعیین اندازه هیئت مدیره تحقیقاتی انجام داد. نتایج این تحقیق نشان داد که اندازه بزرگ تر هیئت مدیره با درصد بیشتری از مدیران مستقل و تعداد کمیته های بیشتر در هیئت مدیره وابسته است. به علاوه، او دریافت که عملکرد شرکت، استقلال مدیران، مالکیت داخلی و تعداد کمیته های هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره را تعیین می کنند. (رحمانی، ۱۳۹۰)

حنیفا و حدیب^{۱۰} (۲۰۰۶) در مقاله ای با عنوان ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های مالزی ۳۴۷ شرکت بورس اوراق بهادار کوالالامپور را طی سال های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۰ مورد بررسی قرار داده اند. نتایج این تحقیق اعلام می کند که اندازه هیئت مدیره رابطه معنادار قابل توجهی با هر ۲ شاخص عملکرد حسابداری و بازاری دارد. همچنین دوگانگی نقش مدیرعامل با عملکرد حسابداری مرتبط است.

باندسن، کاکسنت و نیلسن^{۱۱} (۲۰۰۷) رابطه میان تعداد اعضای هیئت مدیره و عملکرد شرکت های با سایز کوچک و متوسط را بررسی کرده اند. آن ها تلاش کردند تا برخلاف مطالعات تجربی از شرکت های بزرگ که نشان می دهد که رابطه منفی قوی میان اندازه هیئت مدیره با عملکرد شرکت وجود دارد، نشان دهند تا نتایج در مورد شرکت های کوچک و متوسط متفاوت است. با بررسی اطلاعات ۷۰۰ شرکت با سایز کوچک و متوسط نتایج تحقیق نشان می دهد که شواهد تجربی بسیار ناچیزی مبنی بر اثر منفی سایز هیئت مدیره با عملکرد شرکت های با سایز متوسط و کوچک وجود دارد.

ساندا، میکائیلو و گاربا^{۱۲} (۲۰۱۰) به بررسی شرکت های بورس اوراق بهادار نیجریه پرداخته اند. در مقاله ای تحت عنوان مکانیزم های حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها در نیجریه به بررسی ۹۳ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار نیجریه طی سال های ۱۹۹۹ تا ۱۹۹۶ پرداخته شده که نتایج نشان می دهد که یک هیئت مدیره مطلوب با ۱۰ عضو هیئت مدیره، مالکیت متمرکز در مقابل مالکیت توزیع شده و جدایی پست مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره بهترین عملکرد را دارد.

مظهر جاوید^{۱۳} و همکاران (۲۰۱۳) با بررسی اثر تعداد اعضای هیئت مدیره و ساختار آن بر عملکرد مالی شرکت های حاضر در بخش مالی پاکستان از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۱ تأثیر عوامل اندازه هیئت مدیره، و ساختار هیئت مدیره شامل: تعداد مدیران، مشارکت مدیران اجرایی، حضور مدیران زن، دوگانگی مدیرعامل و تعداد کمیته های هیئت مدیره را بر عملکرد مالی شرکت بررسی کرده اند. نتایج نشان می دهد رابطه معنادار مثبتی میان تعداد هیئت مدیره، مدیران غیر اجرایی، حضور زنان و دوگانگی مدیرعامل با عملکرد مالی وجود دارد. اما تعداد کمیته های هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری ندارد. قالیباف اصل و رضائی (۱۳۸۷) برای بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ۷۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۸۲ مورد مطالعه قرار دادند. نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره، به عنوان متغیر مستقل، معیار ترکیب هیئت مدیره است و عملکرد شرکت به عنوان متغیر وابسته از طریق معیارهای نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، حاشیه سود خالص، حاشیه سود ناخالص، متوسط رشد فروش و متوسط رشد سود خالص اندازه گیری شد. در پژوهش مذکور متغیرهای کنترلی تحقیق عبارتند از: اندازه شرکت، اهرم مالی و صنعت. همه فرضیه ها به وسیله تجزیه و تحلیل رگرسیون چندمتغیره و رگرسیون مرحله ای آزمون شده اند. آزمون ها نشان می دهد که بین نسبت اعضای غیرموظف و هیچ یک از معیارهای عملکرد، رابطه معناداری وجود ندارد. یافته های جنبی تحقیق نشان می دهد که: بین اهرم

⁹ Dalton, Daily, Johsen & Ellstrand¹⁰ Haniffa & Hudaib¹¹ Bennedsen & Kongsted & Nielsen¹² Sanda & Mikailu & Garba¹³ Muzhar Javed

مالی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام ارتباط معکوس معناداری وجود دارد. بین اندازه شرکت و حاشیه سود خالص، ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. بین اندازه شرکت و حاشیه سود ناخالص، ارتباط مثبت معناداری وجود دارد.

دیدار و بیکی (۱۳۹۶) کیفیت حاکمیت شرکتی ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی دوره زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) بر اساس ۶۹ عامل اندازه گیری نمودند. نتایج پژوهش بیان کننده آن بود که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

پاکمرام و لطفی (۲۰۱۷) تأثیرات حاکمیت شرکتی بر روی عملکرد و ریسک شرکت های بیمه ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. پژوهش مذکور بر چهار مکانیزم حاکمیت شرکتی شامل: اندازه و ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر و تمرکز مالکیت را مورد بررسی قرار داده اند. در پژوهش مذکور بازدهی دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام دو شاخص عملکرد و ریسک تجاری و مالی به عنوان شاخص ریسک در نظر گرفته شده اند. آن ها دریافتند که رابطه مثبتی بین ترکیب هیئت مدیره و شاخص های عملکرد مالی وجود دارد و همچنین رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و دو متغیر ریسک منفی می باشد.

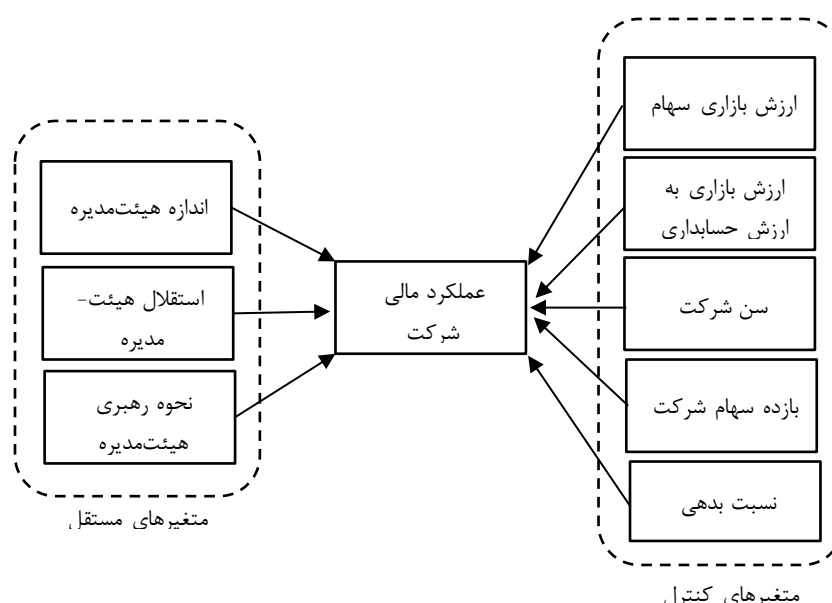
مدل پژوهش

پس از بررسی های صورت گرفته بر روی پیشینه پژوهش، مدل مفهومی و فرضیات تحقیق بر اساس پژوهش وینتوکی، لینک و نتر (۲۰۱۲) که یکی از معتبرترین مقالات در حوزه حاکمیت شرکتی داخلی است، تعریف گردیده است. ساختار هیئت مدیره از متغیرهای اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و نحوه رهبری تشکیل شده است؛ که اندازه هیئت مدیره با تعداد اعضا، استقلال هیئت مدیره با تعداد اعضا غیرموظف و نحوه رهبری با یکی بودن رئیس هست مدیر و مدیرعامل سنجیده می شوند. عملکرد مالی شرکت به عنوان متغیر وابسته با بازده دارایی ها ارزیابی شده است. متغیرهای کنترل شامل: ارزش بازاری سهام، ارزش بازاری به ارزش حسابداری، سن شرکت، انحراف بازدهی سهام شرکت و نسبت بدهی می گردد. مدل مفهومی در شکل ۱ به تصویر کشیده شده است. فرضیه های پژوهش حاضر عبارتند از:

فرضیه اول: اندازه هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری دارد.

فرضیه دوم: بین استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: نحوه رهبری هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری دارد.



شکل ۱. مدل مفهومی پژوهش

روش شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر زمان انجام پژوهش سری زمانی، از نظر نتایج پژوهش کاربردی، از نظر فرآیند اجرای پژوهش کمی، از نظر منطق اجرای پژوهش استقرایی و از لحاظ هدف پژوهش شبه تجربی (مشاهده ای) و هم گروهی می باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت های سهامی عام پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران می گردد. شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بالغ بر ۶۰۰ شرکت می باشد که با توجه به تعداد نسبتاً زیاد آن ها، ۱۹۴ شرکت را طی فرآیند حذف سیستماتیک انتخاب نموده ایم. در این تحقیق از میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران با قیود زیر ۱۹۴ شرکت را انتخاب نمودیم.

شرکت هایی که سال مال آن ها منتهی به ۱۲ اسفند هر سال می باشد. شرکت هایی که در هنگام انتخاب نمونه کد معاملاتی آن ها در سازمان بورس باز بوده است. حذف شرکت های مالی، سرمایه گذاری، بانک ها، بیمه ها و لیزینگ ها از لیست نهایی. متغیرهای پژوهش بر اساس مدل مفهومی، مطابق جدول ۲ تعریف گردیده اند. به منظور جمع آوری داده های شرکت ها برای بازه زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، از منابع معتبر آرشیوی شامل: کدال، رهاورد نوین، Tsetmc.com و Tse.com استفاده شده است.

جدول ۱. متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	نماد	شاخص
سایز هیئت مدیره	مستقل	LOGBSIZE	لگاریتم تعداد اعضای هیئت مدیره
استقلال هیئت مدیره	مستقل	INDEP	لگاریتم تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره
نحوه رهبری هیئت مدیره	مستقل	CEOCHAIR	در صورت یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره ۱ و در غیر آن با صفر مشخص می شود
ارزش بازاری سهام	کنترل	LOGMVE	لگاریتم ارزش بازاری سهام
نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام	کنترل	MTB	نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری سهام
انحراف معیار بازده سهام	کنترل	RETSTD	انحراف استاندارد بازده سهام شرکت در ۱۲ ماه گذشته
سن شرکت	کنترل	LOGAGE	لگاریتم سن شرکت
نسبت بدهی	کنترل	DEBT	نسبت بدهی های بلندمدت به دارایی های شرکت
عملکرد مالی	وابسته	ROA	بازده دارایی ها

به منظور آزمون فرضیات از روش رگرسیون با مدل داده های ترکیبی استفاده شده است. (بروکز، ۲۰۱۴: ۶۸۵) که مدل رگرسیونی مفروض برای سنجش تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد به صورت زیر می باشد:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 \logsize_{it} + \alpha_2 indep_{it} + \alpha_3 cochair_{it} + \alpha_4 LOGMVE_{it} + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 RETSTD_{it} + \alpha_7 LOGAGE_{it} + \alpha_8 DEBT_{it}$$

رابطه ۱

یافته های پژوهش

در این قسمت نگاهی کلی بر داده های توصیفی خواهیم داشت جدول ۲ بر آمارهای توصیفی تمرکز دارد و میانگین، انحراف معیار، میانه، کمینه، بیشینه و چولگی متغیرها را در بر دارد:

جدول ۲. آمارهای توصیفی داده ها

آماره	ROA	LOGSIZE	INDEP	CEOCHAIR	LOGMVE	MTB	RETSTD	LOGAGE	DEBT
میانگین	10.72	1.61	3.42	0.24	27.92	2.88	0.39	3.55	0.08
میانه	9.07	1.61	3.00	0.00	27.64	2.34	0.08	3.69	0.04
بیشینه	63.13	1.95	7.00	1.00	32.87	102.71	8.99	7.24	1.37
کمینه	-79.7	1.10	0.00	0.00	23.95	-26.30	-0.91	0.69	0.00
انحراف معیار	14.19	0.07	1.03	0.43	1.64	4.98	1.07	0.49	0.11
چولگی	-0.07	1.59	-0.11	1.22	0.80	10.30	2.64	-0.05	4.93
کشیدگی	7.14	25.78	3.30	2.48	3.66	202.07	13.97	11.48	44.09
جارك برا	626	19358	5	226	109	1465355	5420	2630	65309
احتمال	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
مشاهدات	878	878	878	878	878	878	878	878	878
مقاطع	182	182	182	182	182	182	182	182	182

برای تحلیل داده ها از تحلیل پانلی استفاده گردیده است. قبل از استفاده از تحلیل پانلی بایست مانایی متغیرها سنجیده شود. مانایی یک متغیر به این معنی است که امید ریاضی و واریانس آن در طی زمان ثابت باشد و کوواریانس متغیر فقط به وقفه بستگی داشته باشد. مانا بودن متغیر آن را قابل پیش بینی می کند. اگر متغیرها این ویژگی را نداشته باشند، نتایج آزمون های آماری متعارف که اساس آن ها بر پایه توزیع های F ، t و کای دو است مورد تردید واقع می شوند. با توجه به اندازه آماره برای همه متغیرها ۰.۰۰۰۰۰ می باشد متغیرها مانا هستند. فقط عمومی صورت می گیرد، کمتر پیش می آید که تغییراتی در تعداد آن طی سالیان صورت بگیرد که این موضوع منجر به ثابت بودن تعداد هیئت مدیره شرکت ها طی سال های مختلف است. لذا تست مانایی این متغیر کمتر به نتیجه مطلوب منجر می شود.

جدول ۳. مانایی متغیرها

متغیر	روش	آماره	احتمال	مقاطع	مشاهدات
بازده دارایی ها	آزمون لوین، لین و چو	۲۲۷۶/۳۰-	0/0000	۱۹۲	۷۶۰
سایز هیئت مدیره	آزمون لوین، لین و چو	-۱/۱۳۱۹۰	0/1288	۶	۲۴
استقلال هیئت مدیره	آزمون لوین، لین و چو	-۱۳/۶۲۴۲	۰/۰۰۰۰	۸۱	۳۲۴
نحوه رهبری هیئت مدیره	آزمون لوین، لین و چو	۰۴۵۱۵/-۶	۰/۰۰۰۰	27	107
ارزش بازاری سهام	آزمون لوین، لین و چو	-۸۰/۵۷۹۶	۰/۰۰۰۰	179	715
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	آزمون لوین، لین و چو	-۹۳/۴۵۱۲	۰/۰۰۰۰	180	719
انحراف معیار بازده سهام شرکت	آزمون لوین، لین و چو	-۶۴/۹۹۳۷	۰/۰۰۰۰	177	703
سن شرکت	آزمون لوین، لین و چو	-۱۱۱/۲۹۹	۰/۰۰۰۰	185	740
نسبت بدهی	آزمون لوین، لین و چو	-۱۵۴/۴۳۳	۰/۰۰۰۰	186	740

به منظور سنجش اینکه آیا رگرسیون تلفیقی برای مدل فوق مناسب است از آزمون F لیمر (چاو^{۱۴}) استفاده گردیده است. آزمون مقدار احتمال ۰/۰۰۰۰ را نشان می دهد پس فرض صفر رد می گردد یعنی مدل بدون اثرات مناسب نیست.

جدول ۴. آزمون F لیمر برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا بدون اثرات)

آزمون تأثیرات	آماره	درجه آزادی	احتمال
تست مقاطع F	5/161061	(۱۸۲۶۹۳)	0/0000
مربع کای مقطع	757/343465	182	0/0000

آزمون هاسمن^{۱۵} آزمونی است برای تعیین این که آیا با یک متغیر به صورت برونزا رفتار شود یا اینکه محقق نیاز دارد که یک معادله ساختاری مجزا برای متغیر تعیین نماید. آزمون هاسمن مقدار احتمال ۰/۰۰۰۰ را نشان می دهد پس فرض صفر رد می گردد یعنی مدل با اثرات ثابت مناسب است. در ادامه مدل به وسیله مدل با اثرات ثابت برآورد گردیده است و نتایج در جدول ۶ خلاصه گردیده است.

جدول ۵. آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب (مدل با اثرات ثابت یا مدل با اثرات تصادفی)

خلاصه آزمون	آماره مربع کای	درجه آزادی مربع کای	آماره
مقاطع تصادفی	36/085486	۸	۰/۰۰۰۰
مقایسه آزمون اثرات مقاطع تصادفی:			
متغیر	ثابت	تصادفی	انحراف
LOGBSIZE	465336/-2	-1/458263	9/941190
INDEP	982573/1	2/025676	0/157800
CEOCHAIR	180178/-2	-1/491313	0/612027
LOGMVE	186471/2	2/189236	0/271814
MTB	208106/-0	-0/142920	0/000612
RETSTD	2/343769	2/492193	0/007970
LOGAGE	-8/919801	-3/833494	2/768092
DEBT	152274/-6	701228/-14	198721/5

جدول ۶. برازش مدل بدون اثرات

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
LOGBSIZE	-2.465336	7.220083	-0.341455	0.7329
INDEP	1.982573	0.647575	3.061532	0.0023
CEOCHAIR	-2.180178	1.361273	-1.601573	0.1097
LOGMVE	2.186471	0.632276	3.458096	0.0006
MTB	-0.208106	0.077864	-2.672674	0.0077
RETSTD	2.343769	0.322181	7.274688	0.0000
LOGAGE	-8.919801	2.051180	-4.348620	0.0000
DEBT	-6.152274	4.658969	-1.320523	0.1871
C	-20.81821	21.52034	-0.967374	0.3337
ضریب تعیین	0.664974	میانگین متغیر وابسته		10.72117

¹⁴ Chow test

¹⁵ Hausman test

14.16635	انحراف معیار متغیر وابسته	0.573120	ضریب تعیین تعدیل شده
7.477062	معیار اطلاعاتی آکائیکه	9.255730	خطای استاندارد رگرسیون
8.510808	معیار شوارتز	59368.29	مجموع مربع باقی مانده
7.872300	معیار هانان - کوئین	-3113.862	لگاریتم درست نمایی
1.715484	آماره دوربین واتسون	7.239465	آماره F
		0.000000	احتمال (آماره F)

به منظور بررسی معناداری مدل از آزمون F انتخاب گردیده است. مقدار معناداری آزمون F برابر ۰/۰۰۰۰۰ است. مقدار مذکور کمتر از ۰/۰۵ است پس فرض صفر آزمون F در سطح معناداری ۰/۹۵ رد می گردد یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنادار است. ضریب تعیین مقدار ۰/۶۶۴۹ را نشان می دهد که این رقم دال بر این است که ۶۶/۴۹ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون ۱/۷۵ است در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می گیرند ممکن است تغییر داده ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. مفهوم مستقل بودن به این معنی است که نتیجه یک مشاهده تأثیری بر نتیجه مشاهدات دیگر نداشته باشد. در رگرسیون، بیشتر در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی مورد مطالعه قرار می گیرد ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها برخورد کنیم به این نوع ارتباط در داده ها خودهمبستگی می گویند. مقدار این آماره باید نزدیک به ۲ باشد.

ضرایب متغیرهای مستقل و عرض از مبدأ با آماره های t برآورد می گردد. آماره t برای عرض از مبدأ ۰/۳۳۳۷، اندازه هیات مدیره ۰/۷۳۲۹، تعداد اعضای مستقل هیات مدیره ۰/۰۰۲۳ و یکی بودن رئیس هیات مدیره و مدیرعامل ۰/۱۰۹۷ است که رابطه بازده دارایی ها رابطه معناداری با تعداد هیات مدیره غیر موظف وجود دارد و بازده دارایی ها با تعداد اعضای هیات مدیره و یکی بودن رئیس هیئت مدیره و نایب رئیس رابطه معناداری وجود ندارد. با توجه به نتایج آماری: سائز هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری نداشته و فرض اول تأیید می شود. بین استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد و فرض دوم تأیید نمی شود. نحوه رهبری هیئت مدیره با عملکرد مالی شرکت رابطه معناداری نداشته و فرض سوم تأیید می شود.

بحث

روابط حاکمیت شرکتی و ساختار هیئت مدیره از مواردی است که همواره اختلاف نظر بر سر نتایج آن وجود داشته است و نتایج تحقیقات گذشته داخلی و خارجی نیز گویای این مساله است. البته بررسی تحقیقات خارجی با نمونه هایی از کشورهای مختلف از نقاط مختلف جهان شاید به دلیل ایجاد تنوع فرهنگی و عوامل تأثیرگذار متفاوت بر عملکرد شرکت ها در هر کشوری از جهان شاید به سختی بتوان نتیجه مشابهی را از آن ها دریافت کرد و برای این کار نیازمند نمونه های آماری بسیار بزرگ و گسترده بود. اما شاید بتوان با متمرکز شدن و مطالعه بر روی جامعه ای خاص و مشابه مانند شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار ایران که دارای شرایط به مراتب مشابه تری هستند، به نتایج مشخص تر و واضحی برای این جامعه آماری رسید. در این تحقیق سعی بر آن بود تا با استفاده از مدلی معتبر انتخاب جامعه و نمونه آماری مناسب و متغیرهای کنترلی قابل اعتماد به نتایجی قابل اتکا برسیم. با مقایسه نتایج حاصل از این تحقیق با تحقیقات گذشته داخلی می توان تا حدود زیادی نتایج تطبیقی را برای مشاهده کرد.

همان گونه که نتایج تحقیقات خلعتبری لیماکی و دیگران (۱۳۹۳)، شوروزی و دیگران (۱۳۹۴) و بهفرنیا (۱۳۹۲) عدم وجود ارتباطی معنادار میان یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره و عملکرد شرکت را نشان می دهد، ما نیز در تحقیق حاضر به نتیجه مشابه دست یافتیم و ارتباطی معنادار میان این ۲ نیافتیم.

در رابطه با شاخص حضور اعضای غیرموظف در هیئت مدیره که تحقیقات بیشتری جهت بررسی ارتباط آن با عملکرد شرکت یافت شده است نیز نتایج تحقیق حاضر با عمده نتایج تحقیقات بررسی شده گذشته همسو است. همان طور که محققینی چون فعلی (۱۳۸۷)، رحمانی (۱۳۹۰)، شوروی و دیگران (۱۳۹۴)، وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹) و ... ترکیب هیئت مدیره و وجود افراد غیر موظف را مؤثر بر عملکرد شرکت دانسته اند ما نیز در این تحقیق رابطه میان تعداد اعضای غیرموظف و عملکرد هیئت مدیره را معنادار یافتیم. اگرچه که همواره نتایجی در مقابل این نتایج وجود داشته است.

از میان تحقیقاتی که در رابطه با اثربخشی شاخص اندازه هیئت مدیره بر عملکرد یافتیم پاک مرام و لطفی (۱۳۹۵) و رحمانی (۱۳۹۰) وجود رابطه معنادار و خلعتبری لیمایی و دیگران (۱۳۹۵) و بهفرنیا (۱۳۹۲) عدم وجود رابطه معنادار را گزارش کرده اند. بنابراین جهت گیری مشخصی میان نتایج تحقیقات گذشته وجود نداشته است. ما در تحقیق حاضر این رابطه را غیر مؤثر یافته و ارتباط معناداری میان اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی نیافتیم.

به نظر می رسد از نکاتی که می تواند عدم تأثیر اندازه هیئت مدیره بر عملکرد را ناشی شود وجود الگوی عرفی در میان شرکت های حاضر در بورس ایران است. مشخص نیست این الگو از کجا نشأت گرفته است ولی نتیجه آن وجود ۵ عضو هیئت مدیره در عمده شرکت های سهامی عام است. در میان شرکت های حاضر در نمونه ما تعداد اعضای هیئت مدیره بین ۴ تا ۷ عضو متغیر بود اما تعداد شرکت هایی با ۵ عضو غالب اعضای نمونه را تشکیل می دهد. هیچ شرکتی یافت نشد که تعداد اعضای هیئت مدیره آن بالای ۷ عضو باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادها

نیاز به حاکمیت شرکتی از تضاد منافع بالقوه بین افراد حاضر در ساختار شرکت ناشی می شود. نتایج منافع شرکت در شاخص های عملکردی شرکت بروز پیدا می کند و از طرفی هیئت مدیره که وظیفه حاکمیت شرکتی را بر عهده دارد خود دارای ویژگی های ساختاری است که می تواند بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت یا منفی باشد. همچنین با بزرگ شدن حجم فعالیت شرکت ها و روند ایجاد شرکت های بزرگ در ایران این مسئله اهمیت بیشتری پیدا می کند چراکه در شرکت های کوچک بسیار پیش می آید که سهامداران شرکت مدیریت آن را نیز بر عهده داشته و فاصله ای بین این دو وجود نداشته باشد اما با بزرگ تر شدن شرکت ها و نیاز به تخصص های گوناگون و مدیریت علمی عمده آن ها توسط مدیران غیر سهامدار اداره شده و سهامداران در مباحث اجرایی شرکت دخالتی ندارند. بنابراین استفاده صحیح از نتایج تحقیقات به دست آمده در رابطه با حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت ها می تواند تأثیر بسزایی را در اجرای درست اصول حاکمیت شرکتی و در نتیجه عملکرد شرکت داشته باشد.

نتایج این تحقیق گویای آن است که اندازه هیئت مدیره و یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره ارتباط معناداری با عملکرد شرکت ها ندارد. ولی تعداد مدیران غیر موظف می تواند عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. در رابطه تعداد اعضای هیئت مدیره با توجه به عرف غالب به وجود آمده مبنی بر ۵ نفره بودن تعداد اعضای هیئت مدیره پیشنهاد می شود منشأ ایجاد آن مطالعه شود و همچنین با در نظر گرفتن نتایج برخی تحقیقات خارجی مبنی بر تعداد متفاوت اعضای هیئت مدیره، از جمله نتایج تحقیق ساند، میکائیلو و گاربا (۲۰۱۰) که اعلام می دارد «یک هیئت مدیره مطلوب با ۱۰ عضو هیئت مدیره، مالکیت متمرکز در مقابل مالکیت توزیع شده و جدایی پست مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره بهترین عملکرد را دارد» پیشنهاد می شود تا تعداد اعضای هیئت مدیره فارق از تصمیمی کلیشه ای و با توجه به عوامل متأثر از آن انتخاب شود.

همچنین در رابطه با تعداد اعضای غیرموظف با توجه به مشخص شدن اثربخشی آن بر عملکرد شرکت، و از طرفی اینکه عدم حضور یا تعداد کم اعضای غیرموظف باعث سوءاستفاده احتمالی مدیرعامل و مدیران داخلی می شود و حضور تعداد زیادی آن ها بعضاً باعث اطلاعات کم هیئت مدیره از فعالیت های داخل شرکت می گردد، پیشنهاد می شود تا با انجام بررسی ها و تحقیقات علمی به حد بهینه آن متناسب با هر شرکت پرداخته شود و از رویکردهای کلیشه ای مبنی بر تفکرات مطرح شده جلوگیری شود.

شاخص های سنجش حاکمیت شرکتی نسبتاً محدود است. مهم ترین شاخص های آن را می توان شاخص های ساختاری هیئت مدیره (اندازه، استقلال، یکی بودن مدیرعامل با رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره، جنسیت اعضای هیئت مدیره، حضور یا

عدم حضور مدیر عامل در هیئت مدیره)، حضور مدیران غیر موظف، افشای اطلاعات، نحوه حسابرسی، تمرکز مالکیت، و مالکیت نهادی دانست. با توجه به مطالعه تحقیقات داخلی پیشین مورد مطالعه موارد زیر به عنوان پیشنهادی برای تحقیقات آینده ارائه می گردد.

از شاخص هایی که جای آن ها در میان تحقیقات گذشته خالی است و یا توجه کمتری به آن ها شده است می توان جنسیت اعضای هیئت مدیره و حضور یا عدم حضور مدیر عامل در هیئت مدیره را معرفی کرد. البته در مورد جنسیت هیئت مدیره این شائبه وجود دارد که محدودیتی همانند محدودیتی که برای تعداد اعضای هیئت مدیره در این تحقیق پیش آمد برای آن نیز بوجود بیاید، از این جهت که شاید تعداد مدیران زن در هیئت مدیره شرکت های بورسی بسیار محدود باشد. یکی دیگر از شاخص هایی که پیشنهاد تحقیقات آینده است مالکیت نهادی است. با توجه به اینکه بخشی قابل توجهی از اقتصاد ایران کماکان دولتی است و نهادهای عمومی و دولتی در شرکت های زیادی دارای سهام هستند، این شاخص نیز در کشور ایران می تواند با اهمیت باشد.

منابع

- [۱] آقایی، علی. چالاکی، پری، (۱۳۸۸). "بررسی رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". تحقیقات حسابداری، ۱ (۴)، 1-24.
- [۲] اسماعیل زاده مقری، علی. جلیلی، محمد. زندعباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران". حسابداری مدیریت، ۳ (۷)، ۷۹-۹۱.
- [۳] بهفرنیا، مرجان. (۱۳۹۲)، "بررسی ارتباط بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و معیارهای عملکرد مالی مبتنی بر ارزش". پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده حسابداری، دانشگاه تهران.
- [۴] پاک مرام، عسگر. لطفی، بهمن. (۱۳۹۵)، "ارتباط حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و ریسک شرکت های بیمه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهشنامه بیمه، شماره ۱۲۴، زمستان ۱۳۹۵: ۲۴، ۲۵-۴۸.
- [۵] خلعتبری لیماکی، عبدالصمد و دیگران. (۱۳۹۳). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". اولین کنفرانس بین المللی اقتصاد، مدیریت حسابداری و علوم اجتماعی، ۱۳۹۳.
- [۶] دیدار، حمزه. بیکی، خدیجه. (۱۳۹۶). "بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۴ (۲)، ۱۹۷-۲۲۰.
- [۷] رحمانی، معصومه. (۱۳۹۰)، "بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت (معیار شارپ) در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران
- [۸] روشندل اربطانی، طاهر، شیروانی ناغانی، مسلم. (۱۳۹۴). ارائه مدلی برای بهبود عملکرد مالی سازمان، با تأکید بر نقش "ترکیب منابع انسانی" و "ثبات مدیریت". فصلنامه علمی-پژوهشی تحقیقات مالی، ۱۷ (۲)، ۱۹۹-۲۱۸.
- [۹] شورورزی، محمدرضا و دیگران. (۱۳۹۴)، "ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی". فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، بهار ۱۳۹۴: ۲۵، ۱۲۷-۱۴۵
- [۱۰] فغلی، مریم. (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران.
- [۱۱] قالیباف اصل، حسن. رضائی، فاطمه. "بررسی تاثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه تحقیقات مالی، ۹ (۲)، -.
- [۱۲] مشایخی، بیتا. شاکری، مهین (۱۳۹۲). "مفاهیم و مورد کاوی در باره اصول حاکمیت شرکتی"، سازمان بورس. نوبت چاپ اول.
- [۱۳] وکیلی فرد، حمیدرضا. باوندپور، لیدا. (۱۳۸۹)، "تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مطالعات مالی، دوره ۳، زمستان ۱۳۸۹: ۸، ۱۱۹-۱۳۹
- [14] Abbott. L. J, Parker. S, Peters. G.F (2004), Audit committee characteristics and restatements", Auditing: A Journal of Practice & Theory, Vol.23 No.1, 69-87.
- [15] Aghaie. A. Chalaki, P. (2009). "A survey on the relationship between corporate governance and profit management on Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Research*. 1(4),1-24. (in Persian)
- [16] Behfarnia, M. (2013). *A survey on the relationship between corporate governance mechanism and value based performance criteria*. (Unpublished master dissertation). University of Teran, Tehran, Iran. (in Persian)

- [17] Bennedsen, M, et al. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms, *Journal of Banking & Finance*. Vol 32. Issue 6,, Pages 1098-1109.
- [18] Braendle, U. C., Gasser, T., & Noll, J. (2005). Corporate governance in China—is economic growth potential hindered by guanxi?. *Business and Society Review*, 110(4), 389-405.
- [19] Berle, A., & Means, G. (1932). *Private property and the modern corporation*. New York: Mac-millan.
- [20] Brooks, C. (2014). *Introductory econometrics for finance*. Cambridge university press.
- [21] Cadbury. A (1992). *Cadbury report: The financial aspects of corporate governance*. Tech rept, HMG, London.
- [22] Dalton, D. R., Daily, C. M., Johnson, J. L., & Ellstrand, A. E. (1999). Number of directors and financial performance: A meta-analysis. *Academy of Management journal*, 42(6), 674-686.
- [23] Didar, H. & Beiki, K. (2017). Reviewing the Effect of Corporate Governance Quality on Relationship between Capital Structure and Additional Return on Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Review*. 24(2), 197-220. (in Persian)
- [24] Esamailzadeh, A., Jalili. M. & Zand, A. (2010). A Review Influence of Corporate Governance on Earning Quality in TSE Companies. *Management Accounting*, 3(7), 79-91.
- [25] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- [26] Faeli, M. (2008). *A survey on the relationship between corporate governance and company value*. (Unpublished master dissertation). University of Teran, Tehran, Iran. (in Persian)
- [27] Ghalibaf Asl, H. & Rezaie, F. (2008). A Study of the Relationship Between Board Composition and Firm Performance in TSE. *Financial Research Journal*, 9(2), -. (in Persian)
- [28] Greene, W. H. (2010). *Econometric analysis*. Edinburgh: Pearson Education Limmited.
- [29] Javed M. et al. (2013), The Effect of Board Size and Structure on Firm Financial Performance: A Case of Banking Sector in Pakistan, *Middle-East Journal of Scientific Research* 15 (2): 243-251.
- [30] Jensen. M (1997), The m9odern industrial revolution, exist, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48(3), 831-880
- [31] Khalatbari, A. (2014, May). A survey on impacts of corporate governance on financial performance of TSE corporations. 1st International Conference on Economics, Management, Accounting and Social Sciences. Anzali.
- [32] Haniffa, R . Hudaib, M. (2006). Corporate governance sstructure and performance of Malaysian listed companies. *jounal of business finance & accounting*. Vol.33, Issue7-8,1034-1062
- [33] Macey. J, (1998), Objectivity, Control and Adaptability in Corporate Governance. *Tinbergen Institute Discussion*. 2,64-98
- [34] Maher. M, Anderssson. T, (2000). Corporate Govenance: Effects on Firm Performance and Economic Growth. *OECD working paper*

- [35] Mashayekhi, B. & Shakeri, M. (2013). Concepts and case studies of corporate governance. Bourse Press.
- [36] Pakmaram, A., Lotfi, B. (2017). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance and Risk of Listed Insurance Companies in Tehran Stock Exchange. Iranian Journal of Insurance Reserch, 31 (4), 25-48. (in Persian)
- [37] Rahmani, M. (2011). *A survey on the effects of corporate governance on performance in TSE Corporations*. (Unpublished master dissertation). University of Teran, Tehran, Iran. (in Persian)
- [38] Rovshandel Arbatani, T., Shirvani Naghani, M. (2015). Introduction of a Model for Improving the Financial Performance of the Organization, with an Emphasis on the Role of “Human Resources Composition” and “Management Stability”. Journal of Financial Research, 17 (2), 199-218. (in Persian)
- [39] Sanda, A. Mikailu, A. Garba, T. , Corporate governance mechanisms and firms financial performance in Nigeria , *Afro-Asian Journal of Finance and Accounting* . Vol 2, Issue 1
- [40] Shorverzi, M., Khalili, M., Solemani, H., Forotan & M.. (2014). A Study of the Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance by fuzzy regression. The Financial Accounting and Auditing Researches, 7(25), 127-145. (in Persian)
- [41] Vakili, H. & Bavandpour, L.. (2010). A Study of the effects corporate governance on Firm Performance in TSE Companies. Financial Studies, 3(8), 119-1139. (in Persian)