سومین همایش ملی مدیریت و کارآفرینی
۲۸ اردیبهشت ۱۳۹۳
صص ۱۱۸-۹۷

ارتباط حاکمیت شرکتی با ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی بورس اوراق بهادار تهران

دکتر بهروز لاری سمنانی[۱]، سمیرا گودرزی[۲]
۱- استادیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه پیام نور – تهران
۲- دانش‌آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی از دانشگاه پیام نور تهران

چکیده
در این پژوهش ویژگی‌های حاکمیت شرکتی با استفاده از متغیرهای اندازه هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیر عامل اندازه گیری می‌شود و برای ارزش سهام ارزش بازاری آن استفاده می‌شود روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه تحقیق همبستگی پیرسون،آزمون کای دو و رگرسیون چند متغیره می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان می-دهد که بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد.رابطه معنی دار منفی بین استقلال هیأت مدیره و ارزش سهام وجود دارد علاوه بر این، رابطه معنی دار بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره،نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، مدت زمان تصدی مدیرعامل) و ارزش سهام وجود ندارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی،ارزش سهام، صنایع مالی، بورس اوراق بهادار تهران

Archive of SID
www.SID.ir

۱ – مقدمه

لازمه رشد و گسترش بازار سرمایه، جلب اعتماد صاحبان سرمایه است. با جدا شدن مالکیت از مدیریت، مدیران به عنوان نماینده سهام داران، شرکت را اداره می کنند. از سوی دیگر بنا به دلایلی از قبیل تفاوت نگرش به ریسک، سود تقسیمی وافق دید(فوست و کنگ،۲۰۰۰)بین مدیران و مالکان تضادمنافع وجود دارد.(جنسن و مکلینگ، ۱۹۷٦) از این رو این امکان بالقوه وجود دارد که مدیران تصمیماتی را اتخاذ نمایند که به صورت معکوس بر منافع مالکان تاثیر بگذارد. حاکمیت شرکتی، سیستمی است که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهام داران را بهبود می بخشد(گمپرس،جوی و متریک،۲۰۰۳،جنسن و مورفی،۱۹۹۰) براساس بررسی‌های انجام شده سقوط سهام شرکت‌های چون آلدفا،انرون،تیکو و ورلدکام تا حد زیادی به علت حاکمیت شرکتی ضعیف شرکت‌های فوق بوده است.(دکین و کنزلمان،۲۰۰٤)استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی موثروکارا باعث می‌گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد(فاما و جنسن، ۱۹۸۳) عملکرد عملیاتی شرکت بهبود می‌یابد و شرکت‌ها رشد و گسترش یابند. (شیفلروویشنی، ۱۹۹۷) نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی صورت گرفته در سایر کشورها نیز نشان می دهدکه حاکمیت شرکتی خوب منجر به عملکرد بهترشرکت می شود. (بلاتبات،تایلرو والتر، ۲۰۰٤، گمپرس، جوی و متریک،۲۰۰۳)

با توجه به حاکمیت شرکتی متفاوت و غیر متجانس در کشورهای مختلف که از شرایط غیر مشابه اجتماعی، اقتصادی و قانونی در این کشورها نشأت می گیرد، ارتباط بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ارزش سهام شرکت در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته ودر حال توسعه، متفاوت است. با این وجود تحقیقات اندکی درباره حاکمیت شرکتی و به خصوص ارتباط آن با ارزش سهام شرکت در ایران صورت پذیرفته است.با توجه به فرایند خصوصی سازی و کوچک سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادیروز کشور است بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر ارزش سهام شرکت های در بازار سرمایه ایران از اهمیت دو چندانی برخوردار است. از این رودر این پژوهش رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره،نفوذ مدیر عامل، دو گانگی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیر عامل) با ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌گیرد.

Archive of SID

www.SID.ir

۲ - پیشینه پژوهش

به تازگی در ایران کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام حاکمیت (راهبردی) شرکت‌ها و اهمیت آن در بعد نظارت بربنگاه‌های اقتصادی صورت پذیرفته است. نمونه تلاش‌های مذکور ارائه پیش نویس آیین نامه اصول راهبردی شرکت در شرکت های پذیرفته شده دربورس اوراق بهادار تهران و نیز تصویب آیین نامه نظام راهبردی شرکتی توسط هیأت مدیره شرکت در بورس اوراق بهادار تهران در تاریخ ۸۶/۸/۱۱ می‌باشد.

مشایخی و اسماعیلی (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره) پرداخته و به این نتیجه رسیدند که تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بها دار تهران نقش با اهمیتی ندارند.

قنبری(۱۳۸٦)رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره برعملکرد تاثیری ندارد, وجود حسابرس داخلی رابطه رابطه مستقیم با عملکرد دارد ,شفافیت اطلاعاتی رابطه ای با عملکرد ندارد و سرمایه گذاران نهادی با عملکرد رابطه مستقیم دارد.

حسین هیزمی آرائی(۱۳۸۷) به بررسی رابطه تناسب اعضای غیر موظف هیأت مدیره در ترکیب هیأت مدیره با کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت قلمرو زمانی پژوهش از سال ۸۱ تا ۸۵ یک دوره ۵ ساله وجامعه آماری ۹۷ شرکت انتخاب شده است نتایج پژوهش او نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین تناسب اعضای غیر موظف هیأت مدیره و ترکیب هیأت مدیره با کیفیت سود وجود دارد.

پری چالاکی در سال(۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی قلمرو زمانی ۱۳۸٦- ۱۳۸۰پرداخت نتایج حاصل از پژوهش او نشان داد که از بین ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی فقط ماکیت نهادی و استقلال هیأت مدیره رابطه معنی دار منفی با مدیریت سود دارند و سایر ویژگی های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت،اتکای بربدهی،نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیرعامل)رابطه معنی‌داری با مدیریت سود ندارند.

پژوهش‌های مذکور و سایر پژوهش های تجربی انجام گرفته در زمینه موضوع حاکمیت شرکتی

Archive of SID

www.SID.ir

در ایران در خصوص تاثیرویژگی های حاکمیت شرکتی برارزش بازاری سهام توضیحی ارائه نداده‌اند. در این پژوهش مجموعه‌ای از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به لحاظ امکان دسترسی به آن‌ها از طریق صورتـــهای مالی، گزارشات هیأت مدیره به مجامع عمومی عادی و سالیانه و سایر مستندات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند که عبارتند از: نفوذ مدیر عامل، دوگانگی مدیر عامل، اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، و مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره.

در ادامه پیشینه پژوهش هریک از ویژگی های حاکمیت شرکتی مورد ارائه قرار می‌گیرد.

۲ – ۱ – اندازه هیأت مدیره

از منظر نمایندگی می‌توان استدلال کرد که یک هیأت مدیره بزرگتر به احتمال قوی نسبت به مشکلات نمایندگی هوشیار است. زیرا تعداد بیشتری از افراد کارهای مدیریت را تحت نظر قرار خواهند داد (کیل ونیکسون، ۲۰۰۳) وقتی هیأت مدیره‌ها بزرگ‌تر می شوند احتمال دارد که اعضای مستقل بیشتری با تخصص‌های ارزشمند را در برگیرد(زای ودیگران، ۲۰۰۳).از اعضای هیأت مدیره متخصص انتظار می‌رودکه درجلوگیری یا محدود کردن رفتار فرصت طلبانه مدیریت(به عبارت دیگر مدیریت سود)بهتر عمل کنند.به احتمال زیاد هیأت مدیره‌های بزرگ‌تر مسئولیت‌های خود را به کمیته‌های هیأت مدیره تفویض کنند(منون و ویلیامز، ۱۹۹٤).تشکیل کمیته‌های فرعی به خاطر وجود تعداد زیاد هیأت مدیره احتمال دارد که منافع نظارتی بیشتری فراهم نمایند(کلین، ۲۰۰۲).

وینست و دیگران(۲۰۱۰)دریافتند که بین اندازه هیأت مدیره و عملکرد شرکت رابطه معنا داری وجود دارد.

(اکنل وکرامر، ۲۰۱۰) یرماک(۱۹۹٦) با بررسی ٤٥۲ شرکت بزرگ آمریکایی در سال‌های ۱۹۸۷تا ۱۹۹۱ به یک ارتباط منفی بین اندازه هیأت مدیره و ارزش شرکت دست یافت.

(یرماک، ۱۹۹٦) اینسبرگ و دیگران (۱۹۹۸) ارتباط بین اندازه هیأت مدیره وسودآوری شرکت را در شرکت های با کوچک‌ترین هیأت مدیره (حداقل ۵ عضو) آگاهی بیشتری نسبت به عایدات و سودآوری شرکت دارندو بنابراین از توانایی نظارتی بالاتری برخوردار هستند (وافیاس، ۲۰۰۰).

نتایج پژوهش ماک و یوانتو (۲۰۰۳) نشان داد ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های

Archive of SID

www.SID.ir

سنگاپور و مالزی هنگامیکه هیأت مدیره از ۵ عضو تشکیل شده بالاتر است. بندسون و دیگران (۲۰۰٤)به این نتیجه رسیدند که هیأت مدیره‌ی دارای کم تر از ٦ نفر عضو تاثیر با اهمیتی برعملکرد شرکت ندارد اما هنگامیکه تعداد اعضای هیأت مدیره به ۷ نفر یا بیشتر افزایش می-یابد ارتباط این دو گروه منفی می‌گردد(بندسن و همکاران،۲۰۰٤). از سوی دیگر نتایج تعدادی از تحقیقات مؤید وجود ارتباط مثبت بین تعداد اعضای هیأت مدیره و عملکرد شرکت (آدامز و مهران،۲۰۰۵؛دالتون و دالتون ۲۰۰۵؛مک ولی، ۲۰۰۱) و یا عدم ارتباط بین این دو متغیر است. (بن و همکاران، ۲۰۰٤).

۲– ۲- نفوذ مدیرعامل

نفوذ مدیر عامل به وضعیتی اطلاق می‌شود که رئیس هیأت مدیره عضو موظف باشد. قانونگذاران حاکمیت شرکتی به این موضوع رسیده‌اند که مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت مدیره نفوذ دارد (ددمن،۲۰۰۰). نقش رئیس هیأت مدیره، نظارت بر مدیر عامل می‌باشد. رئیس هیأت مدیره قدرت کنترل دستور جلسات هیأت مدیره را دارد. اگر منافع مدیر عامل با منافع سهامداران متفاوت باشد در اینصورت نفوذ مدیر عامل مشکل ساز می‌گردد یرماک(۱۹۹٦) ورچنر و دالتون (۱۹۹۱) نشان داد شرکت‌های که رئیس هیأت مدیره مستقل(غیر موظف) دارند عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های تحت نفوذ مدیر عامل دارند. نفوذ مدیر عامل ضرورتاً عملکرد را ضعیف نمی‌سازد و احتمال دارد که درک بازار از میزان کنترل اعمال شده بر عملکرد مدیریت و فرآیند گزارشگری مالی تاثیر بگذارد.

گل ولیونچ(۲۰۰٤) دریافتند که نفوذ مدیر عامل با افشای داوطلبانه کمتر در مورد شرکت‌های هنگ کنگی ارتباط دارد.آن‌ها استدلال می‌کنند که نفوذ مدیر عامل مدیریت تصمیم و کنترل تصمیم را ترکیب می‌کند که می‌تواند توانایی مدیریت را برای اعمال کنترل موثر به تدریج تخریب کند.

۲– ۳- دوگانگی وظیفه مدیرعامل

وظیفه برگذاری و هدایت جلسات هیأت مدیره بر عهده‌ی رئیس هیأت مدیره است. در بسیاری از کشورها مدیرعامل همزمان در نقش رئیس هیأت مدیره قرار دارد.به عنوان مثال در ۷۰ تا ۸۰ درصد از کشورهای آمریکایی مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره شخص واحدی هستند (رادرس و همکاران،۲۰۰۱).

Archive of SID

www.SID.ir

اما رویه های حاکمیت شرکتی در اروپا این دو نقش را تفکیک کرده‌اند تنها در ۱۰ درصد از شرکت های انگلیسی مدیر عامل همزمان رئیس هیأت مدیره است(کلس و همکاران، ۲۰۰۱). در آسیا وضعیت مابین امریکا و اروپا است.از دیدگاه نظری هنگامیکه مدیر عامل در جایگاه رئیس هیأت مدیره قرار می‌گیرد تضاد منافع به وجود می‌آید. (پترا،۲۰۰۵). همچنین در چنین حالتی عملکرد نظارتی هیأت مدیره کاهش می یابد (اگراول,۲۰۰۵) . ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیر عامل مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است(فاما و جنسن،۱۹۸۳). از این رو ادبیات تئوریک بیان می‌دارد جدایی جایگاه هیأت مدیره و مدیر عامل باعث عملکرد بهتر می‌گردد اما نتایج تحقیقات تجربی در این خصوص حاوی نتایج متفاوتی است

(گیلان و همکاران،۲۰۰۳) رودیگر ودیگران در پژوهشی(۲۰۱۰)نشان دادند جدایی ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیر عامل شرکت رابطه معناداری با عملکرد شرکت ندارد.

کولز و همکاران (۲۰۰۱) با بررسی ١٤٤ شرکت نمونه بین سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۹٤ به این نتیجه دست یافتند که شرکت هایی که در آن مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره فرد واحدی نیست عملکرد بهتری دارند.

راجدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و ترکیب نقش ریاست هیأت مدیره و مدیر عامل رابطه منفی وجود دارد.

مطالعات متعددی رابطه بین محتوای اطلاعاتی سود و دوگانگی وظیفه مدیر عامل را بررسی کرده‌اند. اندرسون ودیگران (۲۰۰۳) دریافتند که محتوای اطلاعاتی سود با دوگانگی وظیفه مدیرعامل رابطه منفی دارد. همچنین دی (۲۰۰۵) دریافت که دوگانگی وظیفه مدیرعامل به طور منفی با قابلیت اتکای سودهای اعلام شده رابطه دارد.اگر دوگانگی وظیفه نظارت بر مدیریت را کاهش دهد می‌تواند محتوای اطلاعاتی سود را نیز کاهش دهد. با در نظر گرفتن این موضوع دوگانگی وظیفه بر مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود اثر گذار است.

۲ – ٤ – استقلال هیأت مدیره

قانون ساربینز آکسلی (۲۰۰۲) یک عضو هیأت مدیره مستقل را به صورت زیر تعریف می کند: هیچگونه مبلغی به طور مستقیم یا غیر مستقیم بابت مشاوره یا هر گونه پاداش از شرکت به غیر نقش وی به عنوان یک عضو هیأت مدیره و کمیته‌های آن دریافت نمی‌کند.

Archive of SID

www.SID.ir

یک شخص وابسته شرکت یا شرکت‌های فرعی آن نیست.
شرکت را به طور مستقیم یا غیر مستقیم کنترل نمی‌کند به وسیله شرکت کنترل نمی‌شود یا تحت کنترل شرکت به وسیله یک کارمند اجرایی مدیر یا سهامدار ۱۰درصدی می‌باشد.
مدیر کارمند اجرایی شریک یا منتخب یک شرکت وابسته نیست.
پیش نویس آیین نامه اصول راهبری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مدیر مستقل را به صورت زیر تعریف می کند:
مدیر مستقل به مدیری گفته می‌شود که:
الف) منصوب سهامدارعمده یا نماینده او در مجمع نباشد.
ب) منصوب گروهی از سهامداران نباشد که از طریق ائتلاف آن‌ها در مجمع اکثریت اعضای هیأت مدیره تعیین می‌شود.
ج)ارتباط تجاری مستقیم یا غیرمستقیم با شرکت اصلی و شرکت‌های فرعی و وابسته آن نداشته باشد.
د)بیش از سه دوره عضو هیأت مدیره شرکت نبوده باشد.
ه)در استخدام شرکت اصلی یا شرکت‌های فرعی و وابسته آن نباشد.
همچنین پیش نویس آیین نامه مذکور مدیر غیرموظف را به صورت عضو پاره وقت هیأت مدیره که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد تعریف کرده است.
چترو بدارد و کورتئو(۲۰۰۱)دریافتند که هیأت مدیره مستقل فعالیت مدیریت سود را محدود می‌کند. پیسنل پاپ ویانگ (۲۰۰۰) همچنین دریافتند که اقلام تعهدی افزاینده درآمد با افزایش اعضای غیر موظف در شرکت‌های انگلیسی کاهش می‌یابد. استقلال هیأت مدیره به عنوان عامل اساسی حفاظت از منافع سهامداران دیده می شود زیرا اعضای بیرونی که هیچ رابطه‌ای با شرکت‌ها به غیر جایگاه خود در هیأت مدیره ندارند به عنوان ناظران بهتری می‌توانند عمل کنند(یو،۲۰۰۶).

نتایج شواهد تجربی در زمینه ارتباط استقلال هیات مدیره و عملکرد شرکت پیچیده و متضاد است. راچدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و استقلل هیات مدیره رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. بایسینگر و باتلر (۱۹۸۵) بر پایه‌ی نتایج حاصل از بررسی ۲۶۶ شرکت نمونه بین سال های ۱۹۹۷ تا ۱۹۸۰، بیان نمودند که شرکت‌های بالاتر از هیات مدیره‌ی

Archive of SID

www.SID.ir

مستقل، عملکرد بالاتری داشته‌اند. از سوی دیگر، ویر و لینیگ (۲۰۰۱) نقش ترکیب هیات مدیره را در عملکرد شرکت بی‌اهمیت قلمداد کرده‌اند. به یک رابطه‌ای منفی با اهمیت بین اعضای غیر موظف مستقل هیات مدیره و Qتوبین دست یافت.آنگ و دیگران (۲۰۰۰) مشکلات نمایندگی را در شرکت‌های کوچک، مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که هیات مدیره‌ی مستقل باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. نتایج تحقیق فوسبرگ(۱۹۸۹) و بیهاجات و بلک(۲۰۰۲) نیز موید عدم رابطه بین وجود اعضای غیر موظف در ترکیب هیات مدیره و شاخص‌های مختلف عملکرد از قبیل Qتوبین، دوره بازگشت سرمایه و دوره بازگشت دارایی‌ها بوده است (فوسبرگ، ۱۹۸۹، باگات و بلک،۲۰۰۲)

۲ – ۵ – مدت زمان تصدی مدیرعامل

بر اساس مشاهدات هرمالین و ویزبچ (۱۹۹۸) مدیر عاملی که قبلاً عضو هیأت مدیره شرکت بوده قدرت نسبی بیشتری در مقایسه با مدیر عامل جدید دارد.به عبارت دیگرمدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره رابطه مثبتی با مدیریت سود دارد.

۲ – ٦ – ارزش سهام

در این پژوهش منظور از ارزش سهام ارزش بازاری آن می‌باشد که عبارت است از مبلغ بیان شده به نقد یا معادل نقد که برای یک سهام بین خریدار مایل و یک فروشنده مایل مبادله می‌شود و این در حالی است که هر یک از طرفین آگاهی و علم معقولی درباره تمام امور مربوط دارند و هیچ اجباری برای خرید و فروش و یا حقوق مربوط به آنان وجود ندارد.

ارزش سهام یک شرکت چقدر است؟ این سوال به ظاهر معصومانه در واقع منشأ برخی مشکلات و جر و بحث‌های بی پایان است. البته یک پاسخ این سوال مشخص است، ارزش یک سهام قیمتی است که آن سهام در بازار دارد. اگرچه این پاسخ به قدر کفایت صحیح است،قانع کننده نیست.اغلب مواقع قیمت سهام، بی هیچ دلیل روشنی، به طرزی نامنظم نوسان می‌کند. فرض بر این است که ارزش پایه یک سهام باید از پایداری زیادی برخوردار باشد. واقعیت این امر این است که قیمت‌های سهام کالا هم تصادفی تعیین نمی شود.آنچه به نظر می‌رسد این است که قیمت‌های سهام اگرچه به طور نامنظم ولی به برخی ایده های ارزشی لنگروار پیوند خورده است.و دلیل این که چرا در بحبوحه نوسان های پر افت و خیز کسب اخباری غیر منتظره و خوش در مورد سوددهی یک شرکت موجب افزایش (و نه کاهش)

Archive of SID

www.SID.ir

سهام آن شرکت می‌گردد. همین است.عوامل اساسی تاثیر گذار هستند (اما نکته مهم این است که این عوامل چگونه باید ارزیابی گردند؟ و سرمایه گذاران ارزش واقعی سهام را چگونه باید اندازه‌گیری کنند؟.) اصول اقتصاد (و عقل سلیم) حکم می کند که در فرایند ارزیابی سهام باید به دو جز مهم توجه داشت.اول جریان درآمد که مالک سهام انتظار دارد در طول زمان دریافت کند (باید پذیرفت سهامی که نتواند در هیچ زمانی به هر نوع ودر هر قالبی درآمدی را به وجود آورد اساساً فاقد ارزش است). دوم،نرخی که جریان درآمدی دریافتی در آینده باید بر اساس آن تنزیل گردد.به طوری که بتوان این نرخ را بر حسب ارزش فعلی با درآمد دریافتی امروز مقایسه نمود.می‌توان گفت در تمام در اصل تمام روش های متعدد و مختلفی که متخصصین حرفه ای بازار سهام برای ارزش‌گذاری سهام به کار می برند به قصد اندازه گیری این دو عامل صورت می‌گیرد.اگر همه دریافتی سرمایه گذاران در قالب سود سهام توزیع می‌گردید،و این اشخاص از مبلغ سود سهام هر سال (ازهم اکنون تا پایان دوره) باخبر می شدند.در آن صورت کار ارزش‌گذاری سهام امری آسان بود (آسوات دامودارن،۱۳۹۰).

۳ –فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده این پژوهش دارای یک فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی به شرح زیر است.

فرضیه اصلی۱: "بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام ارتباط وجود دارد." فرضیات فرعی آن به شرح زیر است:

۱) بین اندازه هیأت مدیره و ارزش سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
۲) بین نفوذ مدیر عامل و ارزش سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
۳) بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ارزش سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
٤) بین استقلال هیات مدیره و ارزش سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.
۵) بین مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره و ارزش سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد.

فرضیه ۲ : بین اندازه هیأت مدیره و استقلال هیأت مدیره ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۳ : بین اندازه هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ٤ : بین اندازه هیأت مدیره ونفوذ مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیه ۵ : بین اندازه هیأت مدیره ودوگانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ٦ : بین استقلال هیأت مدیره ومدت زمان تصدی مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۷ : بین استقلال هیأت مدیره و نفوذ مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۸ : بین استقلال هیأت مدیره ودوگانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۹ : بین مدت زمان تصدی مدیرعامل و نفوذ مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۱۰ : بین مدت زمان تصدی مدیر عامل و دو گانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۱۱ : بین نفوذ مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

تعاریفی که از متغیرهای ساختار مدیریتی در این پژوهش استفاده می‌شود به شرح زیر است:

نفوذ مدیرعامل به وضعیتی اطلاق می‌شود که رئیس هیأت مدیره عضو موظف باشد.اگر رئیس هیأت مدیره عضو موظف باشد برابریک و در غیر اینصورت برابرصفر(ددمن، ۲۰۰۰).

دوگانگی وظیفه مدیر عامل اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می‌باشد اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره باشد برابر یک در غیر اینصورت برابر صفر (جنسن، ۱۹۹۳).

اندازه هیأت مدیره تعداد اعضای هیأت مدیره(پیش نویس آیین نامه اصول راهبردی شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،۱۳۸۵).

استقلال هیأت مدیره تعداد اعضای غیر موظف (مستقل)در ترکیب هیأت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیأت مدیره (چالاکی، ۱۳۸۸).

مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیات مدیره (چالاکی، ۱۳۸۸).

ارزش سهام در این پژوهش منظور از ارزش سهام ارزش بازاری آن می‌باشد که عبارت است از مبلغ بیان شده به نقد یا معادل نقد که برای یک سهام بین خریدار مایل و یک فروشنده مایل مبادله می‌شود و این در حالی است که هر یک از طرفین آگاهی و علم معقولی درباره تمام امور مربوط دارند و هیچ اجباری برای خرید و فروش و یا حقوق مربوط به آنان وجود ندارد (آسوات دامودارن،۱۳۹۰).

Archive of SID

www.SID.ir

٤ – روش پژوهش

پژوهش حاضر در صدد بررسی این سوال است که آیا بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی-داری وجود دارد.روش پژوهش توصیفی است و فنون آماری همبستگی پیرسون، آزمون کای دو λ و رگرسیون چند متغیره می باشد.

٤ – ١ – جمع آوری داده‌ها

داده‌های حاکمیت شرکتی استفاده شده در این آزمون از گزارشات سالیانه هیأت مدیره استخراج خواهد شد و داده‌های مالی از صورت های مالی حسابرسی شده مندرج در سایت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادارونرم افزار گزارش سهام (۲)تدبیر پرداز و ره آورد نوین استخراج خواهد شد.جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳الی ۱۳۹۰ (۸)ساله است.

٤ – ٢ – جامعه وحجم نمونه

شرکت های صنایع مرتبط با فعالیتهای مالی شامل (۱) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، (۲) بانک‌ها، و (۳) بیمه و بازنشستگی‌ها (٤) سایر مالی – پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که تعداد آن ها ۷۰ شرکت می باشد.

نمونه مورد بررسی از بین جامعه فوق با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب گردیده است.

۱–تا پایان اسفند ماه ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

۲–شرکت‌های مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن ها مورد معامله قرار گرفته باشد.

۳–اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۳تا۱۳۹۰ بطور کامل ارائه کرده باشند.

با توجه به محدودیت‌هاو شرایط فوق ٤۰ شرکت باقی ماندن،که به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیدند و بقیه شرکت‌ها که این شرایط را نداشتند کنار گذاشته شدند. با توجه به ماهیت غیر تصادفی نمونه، احتمال وجود روابط غلط ناشی از ساختار نمونه غیر قابل اجتناب است. در پژوهش‌های مربوط به حاکمیت شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شرکت‌ها بصورت تصادفی تقریبا غیر ممکن است که دلیل آن محدود بودن تعداد شرکت‌هایی است که

Archive of SID

www.SID.ir

اطلاعات استاندارد تجاری را در سطح عمومی منتشر می‌نمایند.

٤– ۳- روش طبقه بندی و تحلیل داده‌ها

پس از بررسی اسناد و صورت‌های مالی شرکت‌ها در گزارش هیأت مدیره به مجمع عمومی عادی مشخصات اعضای هیأت مدیره که شامل رئیس، نائیب رئیس، مدیر وسایراعضای هیأت مدیره می‌باشند و همچنین موظف وغیر موظف بودن هر یک از آن‌ها مشخص شده که با توجه به این اطلاعات متغیرهای پژوهش را مطابق آنچه که در تعریف عملیاتی متغیرها گفته شد (اندازه هیأت مدیره= تعداد اعضای هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل= اگر رئیس هیأت مدیره عضو موظف باشدعدد این متغیر را ۱ودر غیر اینصورت برابر صفر می‌گذاریم، دوگانگی وظیفه مدیرعامل=اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره باشدعدد این متغیر را ۱ در غیر اینصورت برابر صفر می‌گذاریم، استقلال هیأت مدیره = تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره =لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره، ارزش سهام= ارزش بازاری سهام) را برای هرسال از سال ۱۳۸۳تا ۱۳۹۰ وبرای هریک از شرکت‌های نمونه بدست آورده و طبقه بندی می‌کنیم.

برای تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش که با استفاده از نرم افزارهای EXCELو SPSS انجام گرفته است روش همبستگی انتخاب گردید، علت انتخاب روش مذبور این است که تعداد متغیرهای بازیگر در موضوع پژوهش زیاد بوده و تنها روش پژوهش همبستگی به محقق اجازه می‌دهد که متغیرهای زیادی را اندازه گیری کند و همزمان همبستگی آن‌ها را محاسبه در نهایت یک مدل با استفاده از آن‌ها استخراج نماید.

۵ – یافته‌های پژوهش

برای بررسی ادعای وجود همبستگی بین دو متغیر ارزش سهام و ویژگی های حاکمیت شرکتی (شامل اندازه هیات مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیات مدیره و مدت زمان تصدی مدیر عامل هرکدام بطور جداگانه) اگر هر دو متغیر کمی باشند از ضرایب همبستگی پیرسون استفاده می کنیم در صورتی که یک متغیر کمی و متغیر دیگر کیفی باشد می-بایستی ابتدامتغیر کمی را با دستورRecorde به یک متغیر کیفی تبدیل کردو سپس با استفاده از آزمون کای دو رابطه بین دو متغیر را به دست آورد از آنجائیکه دو متغیر نفوذ مدیرعامل و

Archive of SID

www.SID.ir

دوگانگی وظیفه مدیرعامل کیفی می‌باشند برای بررسی رابطه بین آن‌ها و ارزش سهام از آزمون کای دو استفاده می کنیم.

نگاره۲:آزمون همبستگی

فرضیه فرعی	نوع آزمون	ضریب همبستگی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	همبستگی پیرسون	۰/۰۰۵٦	۰/۳۱٦	رد
۲	آزمون کای دو	۰/۱۰۱	۰/۷۵۰	رد
۳	آزمون کای دو	۰/۲۸۵	۰/۵۹۳	رد
٤	همبستگی پیرسون	-۰/۱٤۸	۰/۰۰۸	تأیید
٥	همبستگی پیرسون	۰/۰۸۲	۰/۱٤۱	رد

نگاره ۲ نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و ارزش سهام را نشان می دهد. از آن جایی که سطح معناداری بین استقلال هیأت مدیره و ارزش سهام کمتر از ۰/۰۵ می باشد همبستگی بین این دو متغیر وجود دارد. ضریب این همبستگی برای۳۲۰ داده ۰/۱٤۸ است و همبستگی بین سایر ویژگی های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام وجود نداردو فرضیه همه آن‌ها رد می‌شود.

نگاره ۳:آزمون همبستگی بین خود متغیرهای حاکمیت شرکتی

فرضیه	نوع آزمون	ضریب همبستگی	سطح معنی‌داری	نتیجه
۲	همبستگی پیرسون	۰/۵۱	۰/۳٦۲	رد
۳	همبستگی پیرسون	۰/۳۳۹	۰/۰۰۰	تایید
٤	آزمون کای دو	۲/٤۰٥	۰/۱۲۱	رد
٥	آزمون کای دو	٤/٥٥۸	۰/۰۳۳	تایید
٦	همبستگی پیرسون	-۰/۰٥۰	۰/۳۷۷	رد
۷	آزمون کای دو	٦۱/۱۲۹	۰/۰۰۰	تایید
۸	آزمون کای دو	۷/۳۲٦	۰/۰۰۷	تایید
۹	آزمون کای دو	۰/۳۸٦	۰/۸۲٤	رد
۱۰	آزمون کای دو	۰/۳۷٦	۰/٥٤۰	رد
۱۱	آزمون کای دو	۲۱/۸۲٥	۰/۰۰۰	تایید

Archive of SID

www.SID.ir

نگاره ۳ نتایج آزمون همبستگی بین خود متغیرهای حاکمیت شرکتی را نشان می دهد.

فرضیه اصلی تحقیق به صورت زیر بیان می شود:بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.از مدل رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه تحقیق استفاده می‌شود.مدل پایه بصورت معادله زیر می‌باشد.

$$STOCK\ VALUE=\alpha+\beta_1\ BRDSZE+\ \beta_2\ CEOD\ +\ \beta_3\ DUAL\ +\ \beta_4\ BRDIND\ +\beta_5\ TENURE$$

که در آن:

STOCK VALUE: ارزش سهام

BRDSZE: اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت)

CEOD: نفوذ مدیر عامل(اگر رئیس هیأت مدیره عضو موظف باشد برابر یک در غیر اینصورت صفر)

DUAL:دوگانگی وظیفه مدیر عامل(اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره باشد برابریک در غیر اینصورت صفر)

BRDIND:استقلال هیأت مدیره (تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیأت مدیره)

TENURE: مدت زمان تصدی مدیر عامل (لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیر عامل)

در مدل رگرسیون چند متغیره ارزش سهام روی متغیرهای حاکمیت شرکتی ارزش سهام به عنوان متغیر وابسته و متغیرهای حاکمیت شرکتی(اندازه هیأت مدیره,نفوذ مدیر عامل ,دوگانگی وظیفه مدیر عامل, استقلال هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیر عامل)به عنوان متغیرهای مستقل وارد مدل رگرسیونی شده و به منظور تخمین مدل از نرم افزار SPSS19 استفاده شده است.برای متغیر مدت زمان تصدی مدیر عامل از لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیر عامل استفاده می‌شود تا ضریب این متغیر مقیاسی متناسب با ضرایب سایر متغیرها داشته باشد. نتایج رگرسیون فرضیه پژوهش به شرح زیر است.

فرض‌های اولیه مدل رگرسیون خطی با استفاده از نمودارهای هیستوگرام نرمال بودن مانده‌ها ثابت بودن واریانس ماندها و عدم ارتباط خطی بین مانده‌های متغیرهای مستقل بررسی شده است.همچنین برای کشف همخطی متغیرهای مستقل،هریک از متغیرهای مستقل را روی سایر

Archive of SID

www.SID.ir

متغیرهای مستقل رگرس کردیم که نتایج رگرسیون‌ها، R^2تعدیل شده پایینی را نشان می‌دهند. لـذا مشکل همخطی بین متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون وجود ندارد.

نگاره٤: رگرسیون ارزش سهام روری متغیرهای حاکمیت شرکتی

نام متغیر	توضیح متغیر	Sig	t	آماره‌های همخطی	
				نوسان	عامل تورم واریانس
constant	ثابت	۰/۰۱۷	۲/۳۹۲		
BRDSZE	اندازه هیات مدیره	۰/۳٦۸	۰/۹۰۱	۰/۸۷۷	۱/۱٤۱
CEOD	نفوذ مدیر عامل	۰/۱٦۹	-۱/۳۸۰	۰/۷۰۸	۱/٤۱۳
DUAL	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	۰/۲۹٦	-۱/۰٤۷	۰/۹۲۷	۱/۰۷۹
BRDIND	استقلال هیات مدیره	۰/۰۰۲	-۳/۱٥٦	۰/۷۳۲	۱/۳٦٥
TENURE	مدت زمان تصدی مدیر عامل	۰/۳۲٤	۰/۹۸۸	۰/۸۸۳	۱/۱۳۲
Adjusted R-squared		۰/۲٥			
Sig		۰/۰۲۳			
F		۲/٦٥۷			
Durbin-watson		۱/٦٥۷			

ستون آخر(Tolerance) ولرانس مربوط به آمارهای همخطی متغیرهای مستقل است. نوسان نزدیک به عدد یک به معنی همخطی چند گانه کم و نوسان نزدیک به صفر به معنی این است که همخطی چندگانه ممکن است تهدیدی برای مدل باشد. همان گونه که ملاحضه می شود نوسان مدل پژوهش در حد مجاز است.عموما مشکل همخطی چندگانه زمانی وجود دارد که هر کدام از VIFها (عامل تورم واریانس) بیش از ۱۰ باشد بر اساس جدول فوق VIF های متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ می باشد لذا باتو جه به نوسان و عامل تورم واریانس، همخطی

Archive of SID

www.SID.ir

چندگانه تهدیدی برای مدل پژوهش نمی باشد. از آنجائی که آماره دوربین- واتسون نزدیک به عدد ۲ می باشد لذا خود همبستگی پیاپی بین مانده های رگرسیون وجود ندارد.

با توجه به آماره F کل مدل در سطح ۵ درصد معنی دار می‌باشد و از بین پنج متغیر حاکمیت شرکتی فقط استقلال هیات مدیره معنی دار و مطابق انتظار منفی می‌باشد. لذا فرضیه اصلی پژوهش تایید می‌شود و می‌توان گفت " بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد." با توجه به اینکه در این پژوهش حاکمیت شرکتی بوسیله ۵ ویژگی مطرح می‌شود لذاپنج فرضیه فرعی برای فرضیه اصلی پژوهش وجود دارد که نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های فرعی نیز موید رابطه منفی و معنی دار استقلال هیأت مدیره با ارزش سهام و معنی دار نبودن سایر ویژگی های حاکمیت شرکتی با ارزش سهام می‌باشد.

٦ - بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد از بین ویژگی های حاکمیت شرکتی فقط استقلال هیأت مدیره رابطه معنی دار منفی با ارزش سهام دارد سایر ویژگی های حاکمیت شرکتی رابطه معنی داری با ارزش سهام ندارند.

٦ – ١ - پشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

۱-استفاده از نتایج این پژوهش در تدوین و تصویب آیین نامه نظام راهبردی شرکت در سازمان بورس اوراق بهادار تهران

۲-با توجه به نقش مهم اعضای غیرموظف هیأت مدیره در حاکمیت شرکتی پیشنهاد می-گرددسهامداران و اعضای هیأت مدیره نسبت به نقش مهم نظارتی این اعضا آشنا شده و همچنین این اعضا نیز با وظایف و نقش خود بیشتر آشنا شوند تا بتوانند نقش موثرتری را در حاکمیت شرکتی ایفا نمایند و همچنین اعضا غیر موظف وظایف خود را راجع به تشکیل کمیته‌های مربوط از جمله گزارش پایداری شرکت و.... انجام دهند

۳-تشکیل کمیته حسابرسی و کمیته جبران خدمات توسط اعضای غیرموظف هیأت مدیره در راستای تفکیک وظایف اجرایی و نظارتی آن‌ها

٦ – ٢ - پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

۱- پژوهش فوق در سطح شرکت‌های صنایع مالی انجام شده است که در پژوهش های آتی

Archive of SID

www.SID.ir

می‌توان پژوهش فوق را گسترش و درسطح کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادارتهران انجام داد.

۲-پیشنهاد می‌شود پژوهشی مشابه در خصوص شرکت‌های خارج از بورس صورت پذیرد

۳-انجام پژوهش در سال های آینده با داده‌های مربوط به دوره‌های بیشتر با استفاده از روش شناختی این پژوهش تا بر اعتبار مدل‌های برآوردی افزوده شود.

٤-پیشنهاد می‌شود پژوهشی دیگر با در نظر گرفتن سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی نظیر تعداد جلسات هیأت مدیره، دانش مالی اعضای هیأت مدیره و غیره...وتاثیر آن بر ارزش سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شود.

Archive of SID

www.SID.ir

منابع

۱. آقایی،محمد علی،اعتمادی،حسین،آذر،عادل، چالاکی،پری.(۱۳۸۸).ویژگی های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود، *فصلنامه علوم مدیریت ایران*،سال چهارم،شماره ۱۶،ص۲۷-۵۳.

۲. جواهری، اسماعیل.(۱۳۸۵). قانون ساربینز اکسلی،*حسابرس*، ۳۵،ص۸۳-۸۵.

۳. دامودارن،آسوات. (۱۳۹۰).*کتاب ارزشگذاری(ترجمه شرکت تامین سرمایه امین)*،تهران،سازمان فرهنگی فرا.

٤. سازمان بورس اوراق بهادار تهران.(۱۳۸۵).پیش نویس آیین نامه اصول راهبردی شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،مجله بورس،شماره۵۲،تهران.

۵. قنبری،فریبا.(۱۳۸٦).بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد،دانشگاه الزهرا.

٦. مومنی، منصور،فعال قیومی، علی.(۱۳۸۹).*تحلیل های آماری با استفاده از SPSS*،تهران،مولف،چاپ پنجم.

۷. مشایخی، شهناز،اسماعیلی، مریم.(۱۳۸۵).بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبردی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.*بررسی های حسابداری و حسابرسی*،٤۵، ص۲۵-٤٤.

۸. هیزمی آرائی،حسین.(۱۳۸۷). بررسی رابطه تناسب اعضای غیر موظف هیأت مدیره در ترکیب هیأت مدیره با کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران،پایان نامه مقطع کارشناسی ارشد،دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

9. Agrawal, A. and Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *Law and Economics Journal*, 48: 371-406
10. Adams, R., Mehran, H.(2002). Board structure and Banking Firm Performance, *Working paper*, Federal Reserve Bank of New York.
11. Anderson, K. L., Deli D.N., Gillan S.L.(2003). Board directors, audit committees, and information content of earnings. *Working paper of Geogetown University*, Arizona State University, and University of Delaware.
12. Balatbat, M., Taylor, S. L, and Walter, T. S. (2004). Corporate governance, insider ownership and operating performance of Australian initial public offerings. *Accounting and Finance Journal*,44: 299-328.
13. Bennedsen, M., Kongsted, H. C. and Nielsen, K. M. (2004). Board SizeEffects in Closely Held Corporations. CAM Institute of Economics,University of Copenhagen. *Working Papers*, vol. 25.
14. Bonn, I., Yoshikawa, T. and Phan, P. H. (2004), Effects of Board Structure on Firm performance: A Comparison between Japan and Australia, Asian Business & Management, 3, 105-125.

Archive of SID

www.SID.ir

15. Bhagat, S. and Black, B. (1999). The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance, *Business Lawyer* ,54: 921-963.
16. Coles, J.W., McWilliams, V.B., and Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *Journal of Management*, 27: 23-50.
17. Chtourou,S.M.,Bedard,j.,Courteau.L.(2001).Corporeat Governance and Earnings Management,*Working Paper*, SSRN.
18. Deakin, S. and Konzelmann, S. J. (2004) Learning from Enron. Corporate Governance, 12: 134-142.
19. Dedman, E.(2000).An investigation into the determinants of UKboard structure before and after Cadbury. *Corporate Governance*, 8:133-153.
20. Dey,Malay.(2005).Liquidity,Turnover,and Return inGlobal Stock Markets.Emerging Markets Review,6:45-67.
21. Eisenberg, Theodore, Sundgren, Stefan, and Martin T. Wells.(1998).Larger board size and decreasing firm value in small Firms, *Journal of Financial Economics*, 48: 35-54.
22. Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 16: 301-325.
23. Fuerst, O. and S. H. Kang. (2000). Corporate Governance, Expected operating performance and pricing. Draft.
24. Gompers, P, Joy, I. and Andrew Metrick.(2003).Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*,118:107_155.
25. Gul,F.,Leung,S.(2004).Board leadership, outside directors` expertise and voluntary corporate disclosure,*Journal of Accounting and Public policy*,23:351-379.
26. Gillan, S., Hartzell,J. and Starks,L. (2003). Explainin Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions, *Working paper*.
27. Hermalin,B. and Weisbach,M.(1998).The Determinats of Board Composition.,Rand *Journal of Economics*,19:589-606.
28. Jensen,M.c.(1993).The modern Industrial Revolution,Exit,and the Failurof the Internal Control Systems ,*Journal of Finance*,48:831-880.
29. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of firm: Managerial
30. Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of*
31. *Financial Economics*, 3: 305-360.
32. Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy, (1990), Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.
33. Kiel,G.,Nicholson,G.(2003).Board composition and corporate performance,Corporate Governance,11:189-205
34. Klein, A.(2002).Audit Committee, board of director characteristics and earnings 115anagement",*Journal of Accounting and Economic*,33:375-400.
35. Menon, k., Williams, J.(1994). The Use of Audit Committee for Monitoring,*Journal of Accounting and public policy*,13:121-140.
36. Mak, Y. T. and Yuanto, K. (2003). Board Size Really Matters: Further Evidence on the Negative Relationship Between Board Size and Firm Value, Pulses by Singapore Stock Exchange.
37. Mak, Y. T. and Li, Y. (2001).Determinants of Corporate Ownership and Board

Archive of SID

www.SID.ir

Structure: Evidence from Singapore. *Journal of Corporate Finance*, 7: 236-256.
38. O'Connell, V. and Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *European Management Journal*, In Press, Corrected Proof, Available online 21 March.
39. Petra, S. T. (2005). Do outside independent directors strengthen corporate boards? *Corporate Governance*, 5: 55-72.
40. Rudiger, F.and Renè, M Stulz. (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors?. *Journal of Financial Economics*, In Press, Corrected Proof, Available online 11 March 2010.
41. Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52: 737-783.
42. Sarbanes-Oxely Act of 2002. 107th US Congress. 2nd session.
43. Vafeas, N. (2000). Board Structure and the Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19: 139-160.
44. Yermack.D.(1996).Higher market valuation of companies with a small board of directors,*Journal of Financical Economics*,40(2):185-211.
45. Yu,F.(2006).Corporate Governance and Earning Management,University of Minnesota,*working paper*.

Archive of SID

www.SID.ir

پیوست

جدول۱:نمونه آماری پژوهش-٤٠شرکت از ۳ طبقه صنایع مالی

ردیف	طبقه	شرکت	ردیف	طبقه	شرکت	ردیف	طبقه	شرکت
۱	بانک ها	بانک پارسیان	۱۵	سرمایه گذاری ها	سرنیرو	۲۸	سرمایه گذاری ها	سر آتیه دماوند
۲		بانک کارآفرین	۱٦		سربوعلی	۲۹		سر البرز
۳		بانک اقتصاد	۱۷		سر صنعت بیمه	۳۰		سر توسعه معادن وفلزات
٤		بانک سینا	۱۸		سر ملت	۳۱		سرمسکن
٥	لیزینگ ها	لیزینگ خودرو غدیر	۱۹		سربهمن	۳۲		سرمایه گذاری صنعت نفت
٦		لیزینگ ایران	۲۰		سرصنعت و معدن	۳۳		سرشاهد
۷		لیزینگ صنعت و معدن	۲۱		سرسپه	۳٤		سرمایه گذاری صنایع شیمیایی ایران
۸		لیزینگ رایان ساپپا	۲۲		سرگروه بهشهر	۳٥		سرمایه گذاری گروه رنا
۹	سرمایه گذاری ها	سرمایه گذاری غدیر	۲۳		سرمایه گذاری توسعه آذربایجان	۳٦		سر ساپپا
۱۰		سرمایه گذاری پارس توشه	۲٤		سرمایه گذاری شهری توس گستر	۳۷		سرمایه گذاری صنایع پتروشیمی
۱۱		سرمایه گذاری کارآفرین	۲٥		سرمایه گذاری توسعه صنعتی ایران	۳۸		سرمایه گذاری گروه توسعه ملی
۱۲		سرمایه گذاری صندوق بازنشستگی کشوری	۲٦		سرمایه گذاری توکا فولاد	۳۹		سرمایه گذاری اعتبار ایران
۱۳		سرمایه گذاری ملی ایران	۲۷		سرمایه گذاری ساختمان ایران	٤٠		سرپردیس
۱٤		گسترش سرمایه گذاری بانک ملی						

Archive of SID

www.SID.ir