

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 می‌دهد که بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت‌های 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

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 تضاد منافع وجود دارد. (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶) 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 بررسی های انجام شده سقوط سهام شرکت های چون آلفا، انرون، تیکو و ورلداک تا حد زیادی به علت حاکمیت شرکتی ضعیف شرکت های فوق بوده است. (دکین و کنزلمان، ۲۰۰۴) استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی موثر و کارا باعث می گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) عملکرد عملیاتی شرکت بهبود می یابد و شرکت ها رشد و گسترش یابند. (شیفلر و ویشنی، ۱۹۹۷) نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی صورت گرفته در سایر کشورها نیز نشان می دهد که حاکمیت شرکتی خوب منجر به عملکرد بهتر شرکت می شود. (بالاتبات، تایلرو والتر، ۲۰۰۴، 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 و در 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 اقتصاددیروز 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 رو در این پژوهش رابطه بین ویژگی های حاکمیت شرکتی (اندازه هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیر عامل) با ارزش سهام در شرکت های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می گیرد.

۲ - پیشنهاد پژوهش

به تازگی در ایران کوشش‌هایی برای شناساندن ماهیت نظام حاکمیت (راهبردی) شرکت‌ها و اهمیت آن در بعد نظارت بر بنگاه‌های اقتصادی صورت پذیرفته است. نمونه تلاش‌های مذکور ارائه پیش نویس آیین نامه اصول راهبردی شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس 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 هیأت مدیره) پرداخته و به این نتیجه رسیدند که تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش با اهمیتی ندارند.

قنبری (۱۳۸۶) رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد تأثیری 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 شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت قلمرو زمانی پژوهش از سال ۸۱ تا ۸۵ یک دوره ۵ ساله و جامعه 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 ۱۳۸۶-۱۳۸۰ پرداخت نتایج حاصل از پژوهش او نشان داد که از بین ۸ ویژگی حاکمیت شرکتی فقط مالکیت نهادی و استقلال هیأت مدیره رابطه معنی دار منفی با مدیریت سود دارند و سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی (تمرکز مالکیت، اتکای بر بدهی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، مدت زمان تصدی مدیرعامل) رابطه معنی داری با مدیریت سود ندارند.

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

در ایران در خصوص تاثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر ارزش بازاری سهام توضیحی ارائه نداده‌اند. در این پژوهش مجموعه‌ای از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به لحاظ امکان دسترسی به آن‌ها از طریق صورتهای 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 و نیکسون، ۲۰۰۳) وقتی هیأت مدیره‌ها بزرگتر می‌شوند احتمال دارد که اعضای مستقل بیشتری با تخصص‌های ارزشمند را در برگیرد (زای و دیگران، ۲۰۰۳). از اعضای هیأت مدیره متخصص انتظار می‌رود که در جلوگیری 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 ویلامز، ۱۹۹۴). تشکیل کمیته‌های فرعی به خاطر وجود تعداد زیاد هیأت مدیره احتمال دارد که منافع نظارتی بیشتری فراهم نمایند (کلین، ۲۰۰۲).

وینست و دیگران (۲۰۱۰) دریافته‌اند که بین اندازه هیأت مدیره و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

(اکنل و وکرامر، ۲۰۱۰) یرماک (۱۹۹۶) با بررسی ۴۵۲ شرکت بزرگ آمریکایی در سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۱ به یک ارتباط منفی بین اندازه هیأت مدیره و ارزش شرکت دست یافت.

(یرماک، ۱۹۹۶) اینسبرگ و دیگران (۱۹۹۸) ارتباط بین اندازه هیأت مدیره و سودآوری شرکت را در شرکت‌های با کوچک‌ترین هیأت مدیره (حداقل ۵ عضو) آگاهی بیشتری نسبت به عایدات و سودآوری شرکت دارند و بنابراین از توانایی نظارتی بالاتری برخوردار هستند (ووفیاس، ۲۰۰۰).

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

سنگاپور و مالزی هنگامیکه هیأت مدیره از ۵ عضو تشکیل شده بالاتر است. بندسون و دیگران (۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند که هیأت مدیره‌ی دارای کم‌تر از ۶ نفر عضو تاثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد اما هنگامیکه تعداد اعضای هیأت مدیره به ۷ نفر یا بیشتر افزایش می‌یابد ارتباط این دو گروه منفی می‌گردد (بندسن و همکاران، ۲۰۰۴). 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، ۲۰۰۴).

۲-۲- نفوذ مدیر عامل

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 (۱۹۹۶) و رچنر 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 و لیونچ (۲۰۰۴) 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 مدیر عامل

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).

اما رویه های حاکمیت شرکتی در اروپا این دو نقش را تفکیک کرده اند 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 می گیرد تضاد منافع به وجود می آید. (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 می دارد جدایی جایگاه هیأت مدیره و مدیر عامل باعث عملکرد بهتر می گردد اما نتایج تحقیقات تجربی در این خصوص حاوی نتایج متفاوتی است

(گیلان و همکاران، ۲۰۰۳) رودیگر و دیگران 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 ۱۴۴ شرکت نمونه بین سالهای ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۴ به این نتیجه دست یافتند که شرکت هایی که در آن مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره فرد واحدی نیست عملکرد بهتری دارند.

راچدی 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 کرده اند. اندرسون و دیگران (۲۰۰۳) دریافتند که محتوای اطلاعاتی سود با دوگانگی وظیفه مدیر عامل رابطه منفی دارد. همچنین دی (۲۰۰۵) دریافت که دوگانگی وظیفه مدیر عامل به طور منفی با قابلیت اتکای سودهای اعلام شده رابطه دارد. اگر دوگانگی وظیفه نظارت بر مدیریت را کاهش دهد می تواند 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- ۴- 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 کمیته های آن دریافت نمی کند.

- 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 ۱۰ درصدی 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 می‌کند:
- مدیر مستقل به مدیری گفته می‌شود که:
- (الف) منصوب سهامدار عمده 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.
- چتر و بدارد و کورتو (۲۰۰۱) دریافتند که هیأت مدیره مستقل فعالیت مدیریت سود را محدود می‌کند. پیسنل پاپ و یانگ (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 می‌شود 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 هیأت مدیره و عملکرد شرکت پیچیده و متضاد است. راچدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و استقلال هیأت مدیره رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. بایسینگر و باتلر (۱۹۸۵) بر پایه‌ی نتایج حاصل از بررسی ۲۶۶ شرکت نمونه بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۱۹۸۰، بیان نمودند که شرکت‌های بالاتر از هیأت مدیره‌ی

مستقل، عملکرد بالاتری داشته‌اند. از سوی دیگر، ویر و لینینگ (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 Qتوین 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 Qتوین، 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 ویزیچ (۱۹۹۸) مدیر عاملی که قبلاً عضو هیأت مدیره شرکت بوده قدرت نسبی بیشتری در مقایسه با مدیر عامل جدید دارد. به عبارت دیگر مدت زمان تصدی مدیر عامل در هیأت مدیره رابطه مثبتی با مدیریت سود دارد.

۲- ۶- 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 بی‌پایان 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 طری 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 نمی‌شود. آنچه به نظر می‌رسد این است که قیمت‌های سهام اگرچه به طور نامنظم ولی به برخی ایده‌های ارزشی لنگروار پیوند خورده است. و دلیل این که چرا در بحبوحه نوسان‌های پرافت و خیز کسب اخباری غیر منتظره و خوش در مورد سوددهی یک شرکت موجب افزایش (و نه کاهش)

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 می‌کند 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 و در هر قالبی درآمدی را به وجود آورد اساساً فاقد ارزش است). دوم، نرخ 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 روش‌های متعدد و مختلفی که متخصصین حرفه‌ای بازار سهام برای ارزش‌گذاری سهام به کار می‌برند به قصد اندازه‌گیری این دو عامل صورت می‌گیرد. اگر همه دریافتی سرمایه‌گذاران در قالب سود سهام توزیع می‌گردید، و این اشخاص از مبلغ سود سهام هر سال (از هم اکنون تا پایان دوره) باخبر می‌شدند. در آن صورت کار ارزش‌گذاری سهام امری آسان بود (آسوات داموداران، 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 اصلی ۱: "بین ویژگی‌های 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.
- ۴) بین استقلال هیأت 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 مدیر عامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۴: بین اندازه هیأت مدیره و نفوذ مدیر عامل ارتباط وجود دارد.

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

فرضیه ۶: بین استقلال هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

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

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

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

فرضیه ۱۰: بین مدت زمان تصدی مدیرعامل و دوغانگی وظیفه مدیرعامل ارتباط وجود دارد.

فرضیه ۱۱: بین نفوذ مدیرعامل و دوغانگی 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 برابر صفر (ددمن، ۲۰۰۰).

دوغانگی وظیفه مدیرعامل اگر مدیرعامل رئیس هیأت مدیره نیز باشد به این وضعیت دوغانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می‌شود اگر مدیرعامل 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 (چالاک، ۱۳۸۸).

مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره لگاریتم طبیعی مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره (چالاک، 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 داموداران، ۱۳۹۰).

۴ - روش پژوهش

پژوهش حاضر در صدد بررسی این سوال است که آیا بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی‌داری وجود دارد. روش پژوهش توصیفی است و فنون آماری همبستگی پیرسون، آزمون کای دو χ^2 و رگرسیون چند متغیره می باشد.

۴ - ۱ - جمع آوری داده‌ها

داده‌های حاکمیت شرکتی استفاده شده در این آزمون از گزارشات سالیانه هیأت مدیره استخراج خواهد شد و داده‌های مالی از صورت‌های مالی حسابرسی شده مندرج در سایت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار و نرم 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 ۱۳۸۳ الی ۱۳۹۰ (۸) ساله است.

۴ - ۲ - جامعه و حجم نمونه

شرکت‌های صنایع مرتبط با فعالیتهای مالی شامل (۱) شرکت‌های سرمایه‌گذاری، (۲) بانک‌ها، و (۳) بیمه و بازنشستگی‌ها (۴) سایر مالی - پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، که تعداد آن‌ها 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 آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد.

۳- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ بطور کامل ارائه کرده باشند.

با توجه به محدودیت‌ها و شرایط فوق ۴۰ 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 تقریباً غیر ممکن است که دلیل آن محدود بودن تعداد شرکت‌هایی است که

اطلاعات استاندارد تجاری را در سطح عمومی منتشر می نمایند.

۴-۳- روش طبقه بندی و تحلیل داده ها

پس از بررسی اسناد و صورت های مالی شرکت ها در گزارش هیأت مدیره به مجمع عمومی عادی مشخصات اعضای هیأت مدیره که شامل رئیس، نایب رئیس، مدیر و سایر اعضای هیأت مدیره می باشند و همچنین موظف و غیر موظف بودن هر یک از آن ها 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 باشد عدد این متغیر را ۱ و در غیر این صورت برابر صفر می گذاریم، دوگانگی وظیفه مدیر عامل = اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره باشد عدد این متغیر را ۱ در غیر این صورت برابر صفر می گذاریم، 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 مدیر عامل در هیأت مدیره، ارزش سهام = ارزش بازاری سهام) را برای هر سال از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ و برای هر یک از شرکت های نمونه بدست آورده و طبقه بندی می کنیم.

برای تحلیل و آزمون فرضیه های پژوهش که با استفاده از نرم افزارهای EXCEL و SPSS انجام گرفته است روش همبستگی انتخاب گردید، علت انتخاب روش مذکور این است که تعداد متغیرهای بازیگر در موضوع پژوهش زیاد بوده و تنها روش پژوهش همبستگی به محقق اجازه می دهد که متغیرهای زیادی را اندازه گیری کند و همزمان همبستگی آن ها را محاسبه در نهایت یک مدل با استفاده از آن ها استخراج نماید.

۵- یافته های پژوهش

برای بررسی ادعای وجود همبستگی بین دو متغیر ارزش سهام و ویژگی های حاکمیت شرکتی (شامل اندازه هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، استقلال هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیر عامل هر کدام 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 ابتداء متغیر کمی را با دستور Recorder به یک متغیر کیفی تبدیل کرد و سپس با استفاده از آزمون کای دو رابطه بین دو متغیر را به دست آورد از آنجائیکه دو متغیر نفوذ مدیر عامل و

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

نگاره ۲: آزمون همبستگی

فرضیه فرعی	نوع آزمون	ضریب همبستگی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
۱	همبستگی پیرسون	۰/۰۰۵۶	۰/۳۱۶	رد
۲	آزمون کای دو	۰/۱۰۱	۰/۷۵۰	رد
۳	آزمون کای دو	۰/۲۸۵	۰/۵۹۳	رد
۴	همبستگی پیرسون	-۰/۱۴۸	۰/۰۰۸	تأیید
۵	همبستگی پیرسون	۰/۰۸۲	۰/۱۴۱	رد

نگاره ۲ نتایج آزمون همبستگی بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و ارزش سهام را نشان می‌دهد. از آن جایی که سطح معناداری بین استقلال هیأت مدیره و ارزش سهام کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد همبستگی بین این دو متغیر وجود دارد. ضریب این همبستگی برای ۳۲۰ داده ۰/۱۴۸ است و همبستگی بین سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام وجود ندارد و 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	۰/۳۶۲	رد
۳	همبستگی پیرسون	۰/۳۳۹	۰/۰۰۰	تأیید
۴	آزمون کای دو	۲/۴۰۵	۰/۱۲۱	رد
۵	آزمون کای دو	۴/۵۵۸	۰/۰۳۳	تأیید
۶	همبستگی پیرسون	-۰/۰۵۰	۰/۳۶۷	رد
۷	آزمون کای دو	۶۱/۱۲۹	۰/۰۰۰	تأیید
۸	آزمون کای دو	۷/۳۲۶	۰/۰۰۷	تأیید
۹	آزمون کای دو	۰/۳۸۶	۰/۸۲۴	رد
۱۰	آزمون کای دو	۰/۳۷۶	۰/۵۴۰	رد
۱۱	آزمون کای دو	۲۱/۸۲۵	۰/۰۰۰	تأیید

نگاره ۳ نتایج آزمون همبستگی بین خود متغیرهای حاکمیت شرکتی را نشان می دهد. فرضیه اصلی تحقیق به صورت زیر بیان می شود: بین ویژگی های حاکمیت شرکتی و ارزش سهام در شرکت های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد. از مدل رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه تحقیق استفاده می شود. مدل پایه بصورت معادله زیر می باشد.

$$\text{STOCK VALUE} = \alpha + \beta_1 \text{BRDSIZE} + \beta_2 \text{CEOD} + \beta_3 \text{DUAL} + \beta_4 \text{BRDIND} + \beta_5 \text{TENURE}$$

که در آن:

STOCK VALUE: ارزش سهام

BRDSIZE: 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 برابر یک 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 می شود تا ضریب این متغیر مقیاسی متناسب با ضرایب سایر متغیرها داشته باشد. نتایج رگرسیون فرضیه پژوهش به شرح زیر است.

فرض های اولیه مدل رگرسیون خطی با استفاده از نمودارهای هیستوگرام نرمال بودن مانده ها ثابت بودن واریانس مانده ها و عدم ارتباط خطی بین مانده های متغیرهای مستقل بررسی شده است. همچنین برای کشف همخطی متغیرهای مستقل، هر یک از متغیرهای مستقل را روی سایر

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

نگاره ۴: 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	۰/۳۶۸	۰/۹۰۱	۰/۸۷۷	۱/۱۴۱
CEOD	نفوذ مدیر عامل	۰/۱۶۹	-۱/۳۸۰	۰/۷۰۸	۱/۴۱۳
DUAL	دوگانگی وظیفه مدیر عامل	۰/۲۹۶	-۱/۰۴۷	۰/۹۲۷	۱/۰۷۹
BRDIND	استقلال هیات مدیره	۰/۰۰۲	-۳/۱۵۶	۰/۷۳۲	۱/۳۶۵
TENURE	مدت زمان تصدی مدیر عامل	۰/۳۲۴	۰/۹۸۸	۰/۸۸۳	۱/۱۳۲
Adjusted R-squared		۰/۲۵			
Sig		۰/۰۲۳			
F		۲/۶۵۷			
Durbin-watson		۱/۶۵۷			

ستون آخر (Tolerance) ولرانس مربوط به آماره‌های 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 چند گانه ممکن است تهدیدی برای مدل باشد. همان گونه که ملاحظه می‌شود نوسان مدل پژوهش در حد مجاز است. عموماً مشکل همخطی چند گانه زمانی وجود دارد که هر کدام از VIF ها (عامل تورم واریانس) بیش از ۱۰ باشد بر اساس جدول فوق VIF های متغیرهای مستقل کمتر از ۱۰ می‌باشد لذا باتوجه به نوسان و عامل تورم واریانس، همخطی

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 می باشد و از بین پنج متغیر حاکمیت شرکتی فقط استقلال هیأت مدیره معنی دار و مطابق انتظار منفی می باشد. لذا فرضیه اصلی پژوهش تایید می شود و می توان گفت " 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." با توجه به اینکه در این پژوهش حاکمیت شرکتی بوسیله ۵ ویژگی مطرح می شود لذا پنج فرضیه فرعی برای فرضیه اصلی پژوهش وجود دارد که نتایج حاصل از آزمون فرضیه های 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 می باشد.

۶- بحث و نتیجه گیری

نتایج حاصل از این پژوهش نشان می دهد 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.

۶-۱- پیشنهادات 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- گردد سهامداران 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 کمیته های 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

۶-۲- پیشنهادات برای پژوهش های آتی

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

می‌توان پژوهش فوق را گسترش و در سطح کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد.

- ۲- پیشنهاد می‌شود پژوهشی مشابه در خصوص شرکت‌های خارج از بورس صورت پذیرد
- ۳- انجام پژوهش در سال‌های آینده با داده‌های مربوط به دوره‌های بیشتر با استفاده از روش شناختی این پژوهش تا بر اعتبار مدل‌های برآوردی افزوده شود.
- ۴- پیشنهاد می‌شود پژوهشی دیگر با در نظر گرفتن سایر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی نظیر تعداد جلسات هیأت مدیره، دانش مالی اعضای هیأت مدیره و غیره... و تاثیر آن بر ارزش سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شود.

Archive of SID

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، صص ۲۷-۵۳.
۲. جواهری، اسماعیل. (۱۳۸۵). قانون ساربینز اکسلی، حسابرس، ۳۵، صص ۸۳-۸۵.
۳. داموداران، آسوات. (۱۳۹۰). کتاب ارزشگذاری (ترجمه شرکت تامین سرمایه امین)، تهران، سازمان فرهنگی فرا.
۴. 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، شماره ۵۲، تهران.
۵. قنبری، فریبا. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۶. 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، ۴۵، صص ۲۵-۴۴.
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 Georgetown 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 Size Effects 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.

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). Corporate 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 UK board structure before and after Cadbury. *Corporate Governance*, 8: 133-153.
20. Dey, Malay. (2005). Liquidity, Turnover, and Return in Global 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). Explain in Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions, *Working paper*.
27. Hermalin, B. and Weisbach, M. (1998). The Determinants of Board Composition, *Rand Journal of Economics*, 19: 589-606.
28. Jensen, M. C. (1993). The modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of the Internal Control Systems, *Journal of Finance*, 48: 831-880.
29. Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
30. Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy, (1990), Performance pay and top-management incentives. *Journal of Political Economy*, 98: 225-264.
31. Kiel, G., Nicholson, G. (2003). Board composition and corporate performance, *Corporate Governance*, 11: 189-205.
32. Klein, A. (2002). Audit Committee, board of director characteristics and earnings management, *Journal of Accounting and Economic*, 33: 375-400.
33. Menon, K., Williams, J. (1994). The Use of Audit Committee for Monitoring, *Journal of Accounting and public Policy*, 13: 121-140.
34. 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*.
35. Mak, Y. T. and Li, Y. (2001). Determinants of Corporate Ownership and Board

- 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 Financial Economics*, 40(2): 185-211.
45. Yu, F. (2006). Corporate Governance and Earning Management, University of Minnesota, working paper.

Archive of SID

پیوست

جدول ۱: نمونه آماری پژوهش - ۴۰ شرکت از ۳ طبقه صنایع مالی

ردیف	ردیف	شرکت	طبقه	شرکت	طبقه	ردیف	ردیف
۱	۱	بانک پارسیان	۱۵	سرنیرو	۲۸	سر آتیه دماوند	۱
۲	۲	بانک کارآفرین	۱۶	سربوعلی	۲۹	سر البرز	۲
۳	۳	بانک اقتصاد	۱۷	سر صنعت بیمه	۳۰	سر توسعه معادن و فلزات	۳
۴	۴	بانک سینا	۱۸	سر ملت	۳۱	سر مسکن	۴
۵	۵	لیزینگ خودرو غدیر	۱۹	سر بهمن	۳۲	سر مایه گذاری صنعت نفت	۵
۶	۶	لیزینگ ایران	۲۰	سر صنعت و معدن	۳۳	سر شاهد	۶
۷	۷	لیزینگ صنعت و معدن	۲۱	سر سپه	۳۴	سر مایه گذاری صنایع شیمیایی ایران	۷
۸	۸	لیزینگ رایان سایا	۲۲	سر گروه بهشهر	۳۵	سر مایه گذاری گروه رنا	۸
۹	۹	سر مایه گذاری غدیر	۲۳	سر مایه گذاری توسعه آذربایجان	۳۶	سر سایا	۹
۱۰	۱۰	سر مایه گذاری پارس توشه	۲۴	سر مایه گذاری شهری توس گستر	۳۷	سر مایه گذاری صنایع پتروشیمی	۱۰
۱۱	۱۱	سر مایه گذاری کارآفرین	۲۵	سر مایه گذاری توسعه صنعتی ایران	۳۸	سر مایه گذاری گروه توسعه ملی	۱۱
۱۲	۱۲	سر مایه گذاری صندوق بازنشستگی کشوری	۲۶	سر مایه گذاری توکا فولاد	۳۹	سر مایه گذاری اعتبار ایران	۱۲
۱۳	۱۳	سر مایه گذاری ملی ایران	۲۷	سر مایه گذاری ساختمان ایران	۴۰	سر پردیس	۱۳
۱۴	۱۴	گسترش سر مایه گذاری بانک ملی					۱۴