

بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر بیتا مشایخی^۱

دکتر محمد بزاز^۲

مهدی محمدآبادی^۳

چکیده

ادبیات حسابداری آکنده از مطالعاتی است که به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد واحد تجاری در کشورهای توسعه یافته پرداخته اند. از سوی دیگر مطالعات اندکی در این خصوص در کشورهای در حال توسعه انجام شده است. این مقاله به بررسی اثر برخی جنبه های راهبری شرکتی بر عملکرد واحدهای تجاری فعال در اقتصادهای نوظهور همچون ایران، می پردازد. در این تحقیق، میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیات مدیره و میزان حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره، به عنوان شاخصه های راهبری شرکتی و بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم به عنوان معیارهای عملکرد واحد تجاری مورد بررسی قرار گرفته اند. برای آزمون فرضیه های تحقیق از اطلاعات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای مالی

^۱. استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

^۲. استاد حسابداری دانشگاه اوکلند آمریکا

^۳. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران

۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ استفاده شده است. یافته های تحقیق حاکی از آن است که با افزایش حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، عملکرد واحد تجاری بهبود یافته است. بررسی انجام شده نشان می دهد که رابطه معنی دار و مشخصی بین تفکیک نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره و سطح عملکرد واحد تجاری وجود ندارد. علاوه بر این، یافته های تحقیق نشان می دهد که حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره نتوانسته است باعث بهبود عملکرد واحد تجاری گردد.

واژگان کلیدی: راهبری شرکتی، هیات مدیره، سرمایه گذاران نهادی، دوگانگی نقش های

مدیر عامل و رئیس هیات مدیره

طبقه بندی موضوعی: H11, G30

مقدمه

بررسی وضعیت موجود حکایت از آن دارد که راهبری شرکتی یکی از رایج ترین عبارات در واژگان تجارت جهانی در شروع هزاره جدید شده است. رسوایی های مالی و فروپاشی شرکتهایی نظیر انرون و ورلداکام در آمریکا و تل وان در استرالیا، نگرانیهای اساسی در مورد مدیریت سود و استفاده ایزاری از سود گزارش شده به وجود آورد و سبب توجه جدی به بحث راهبری شرکتی گردید. هم اکنون راهبری شرکتی به عنوان سرفصلی اصلی و مستقل در دوره های کارشناسی ارشد و دکتری دانشگاه های سراسر جهان تدریس می شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). با اینحال تازه بودن بحث راهبری شرکتی سبب شده است هنوز تعریف رسمی و پذیرفته شده ای از آن وجود نداشته باشد. شلفر و ویشنی (۱۹۹۷) راهبری شرکتی را اینگونه تعریف کرده اند: "ساختارهایی که با استقرار آنها، عرضه کنندگان منابع مالی به واحد تجاری از اینکه سرمایه گذاری شان همراه با کسب بازده است، اطمینان حاصل می کنند." از دیگر سو سازمان توسعه و همکاری اقتصادی

(۲۰۰۴) راهبری شرکتی را اینگونه تعریف کرده است: "مجموعه روابط بین مدیریت، هیات مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان واحد تجاری که با استقرار آنها، اهداف شرکت تعیین و ابزارهایی برای دستیابی به این اهداف تدوین می‌شود و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران معلوم می‌گردد."

بی شک می توان گفت اداره مناسب امور شرکت دستیابی به سطوح بالای عملکرد را برای واحد تجاری میسر می‌سازد. ساختار هیات مدیره به عنوان مهمترین جنبه راهبری شرکتی بر نحوه عملکرد هیات مدیره و بالتبع واحد تجاری اثر عمده‌ای دارد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). هیات مدیره به منظور نظارت بر عملکرد واحد تجاری و در راستای حفظ منافع و علایق سهامداران تشکیل می‌شود. بنابراین می توان پیش‌بینی کرد که چنانچه هیات مدیره وظایف خود را به صورتی کارا به انجام رساند، ارزش شرکت و بالتبع آن ثروت سهامداران افزایش خواهد یافت. سوال این است که هیات مدیره برای داشتن نظارتی موثر بر فعالیتهای مدیران باید از چه ویژگیهایی برخوردار باشد. به نظر خانچل (۲۰۰۷) عواملی به شرح ذیل می‌توانند عملکرد هیات مدیره و بالتبع میزان نظارت اعمال شده بر مدیران اجرایی را متاثر سازند: میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، وجود کمیته‌های مستقل برای هیات مدیره، تعداد اعضای هیات مدیره، تفکیک نقش‌ها و مسئولیتهای اعضای هیات مدیره از مدیران اجرایی و مدیر عامل و تعداد جلسات هیات‌مدیره. ایمیر و سبویی (۲۰۰۸) علاوه بر موثر دانستن عوامل پیشگفته، وجود کمیته‌ای برای انتخاب و انتصاب مدیران را نیز مهم می‌شمارند.

از آنجا که اطلاعات و دانش اندکی در مورد رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد واحدهای تجاری در کشورهای در حال توسعه وجود دارد این تحقیق درصدد است رابطه بین دو متغیر

مذکور را در ایران، به عنوان یک کشور در حال توسعه که ممکن است ویژگی‌هایی متفاوت با کشورهای توسعه یافته و حتی متفاوت با سایر کشورهای در حال توسعه داشته باشد، بررسی کند.

۱. راهبری شرکتی در ایران

فرآیند سازمان دهی و نظارت بر شرکت های سهامی در قانون تجارت و به ویژه در اصلاحیه قانون مزبور در سال ۱۳۴۷ تشریح و تبیین شد. با اینحال مفهوم راهبری شرکتی در معنای امروزی خود، تا سالهای اخیر چندان مورد توجه نبود. در اوایل دهه ۱۳۸۰، مدیران بورس اوراق بهادار تهران، مرکز تحقیقات مجلس شورای اسلامی و کمیته کارشناسی وزارت امور اقتصادی و دارایی اقدام به بررسی وضعیت راهبری شرکتی در ایران نمودند. بررسی راهبری شرکتها در ایران، حاکی از آن بود که یکی از ساختارهای حاکم در سطح بین الملل تقریباً در ساختار راهبری شرکتهای ایرانی نیز به چشم می خورد.

می توان ساختارهای حاکمیت شرکتی را به دو دسته درونی^۴ و بیرونی^۵ تقسیم کرد. ساختارهای راهبری درونی، سیستم ها و ساختارهایی هستند که در آن تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس یک کشور، توسط تعداد کمی از سهامداران پر نفوذ و قدرتمند کنترل می شوند. این سهامداران را می توان در چند گروه، از قبیل موسسان، بانکهای اعتبار دهنده، سایر شرکتها و حتی دولت طبقه بندی کرد. در گذشته نه چندان دور اکثریت قریب به اتفاق واحدهای تجاری به صورت مستقیم یا غیر مستقیم توسط دولت کنترل می شدند و به همین دلیل می توان گفت ساختار راهبری شرکتها درونی بوده است. با این حال در سالهای اخیر تلاشهای زیادی برای گسترش حوزه نفوذ بازار سرمایه انجام شده است که نشانگر خواست اولیای امور کشور برای استقرار ساختار راهبری بیرونی است. برای مثال در برنامه سوم و چهارم توسعه بر خصوصی

4- Internal Governance Structures

5- External Governance Structures

سازی واحدها و سازمانهای دولتی که در عمل ابزاری برای استقرار ساختارهای بیرونی به شمار می رود، تأکید زیادی شده است.

در کنار برنامه های توسعه، نظارت و کنترل قانونی بر اساس قانون تجارت (بویژه مواد ۱۴۴ تا ۱۵۶)، قانون بازار سرمایه، قوانین و رویه های جامعه حسابداران رسمی ایران و قوانین و رویه های سازمان حسابرسی، دیگر عواملی هستند که در اقتصاد امروز ایران به استقرار مکانیسمهای کنترلی و ساختارهای حاکمیت بیرونی کمک شایانی نموده اند (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

خوشبختانه در اواخر سال ۱۳۸۳ مرکز تحقیقات و توسعه سازمان کارگزاران بورس اوراق بهادار تهران اولین دستور العمل اجرایی راهبری شرکتی در ایران را منتشر ساخت. این دستور العمل ۲۲ ماده ای حاوی مطالبی در مورد مسئولیتهای هیات مدیره و سهامداران، افشای اطلاعات مالی، پاسخگویی و حسابرسی و تعاریف ضروری بود. دستورالعمل مزبور در سال ۱۳۸۵ با توجه به ساختار مالکیت، وضعیت بازار سرمایه و قانون تجارت مورد تجدید نظر قرار گرفت. در سال ۱۳۸۷ پیش نویس جدیدی در شرکت بورس اوراق بهادار تهران تهیه و جهت تصویب به سازمان بورس اوراق بهادار ارسال گردید.

در واقع باید گفت بازار سرمایه ایران در حال حاضر نوپاست و به تازگی حرکت خود به سوی ساختارهای راهبری بیرونی را آغاز کرده است. به همین دلیل می توان برخی خصایص ساختارهای راهبری درونی و برخی خصایص ساختارهای راهبری بیرونی را همزمان در آن مشاهده کرد. برای مثال هم اکنون صندوق های بازنشستگی، موسسات بیمه و نهادها و موسسات مالی و اعتباری، مقدار زیادی از سهام عرضه شده در بورس اوراق بهادار تهران را در اختیار دارند و در عمل سهامداران جزء ناتوان از اعمال نظارت بر واحدهای تجاری هستند. از یک سو حسابرسی صورتهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس اجباری است و از دیگر

سو سیستم مناسبی برای نظارت بر مکانیسمهای کنترل داخلی واحدهای تجاری مستقر نگردیده است. ضمن آنکه اهمیت چندانی به حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره واحدهای تجاری داده نمی شود و رفتار و عملکرد سازمانها مورد بازبینی و کنترل جدی قرار نمی گیرد.

۲. بررسی پیشنهاد و تبیین فرضیه های تحقیق

تفکیک مالکیت از مدیریت در عصر حاضر و اتکا گسترده شرکتها بر منابع مالی فراهم شده توسط تامین کنندگان سرمایه نظیر سهامداران یا اعتبار دهندگان، اهمیت هیات مدیره و ساختار آنرا بیش از پیش جلوه گر ساخته است. امروزه اجرای عملیات و اداره امور شرکت به دست یکسری از مدیران، که در بهترین حالت سهم اندکی در مالکیت واحد تجاری دارند، صورت می گیرد. تفکیک مدیریت و مالکیت در واحدهای تجاری امروزی، بالقوه این توان را دارد که باعث ایجاد تضاد منافع گردد. بنابر تئوری نمایندگی وقتی منافع مدیر در واحد تجاری اندک باشد، بیشتر احتمال می رود که او اقدام به انجام فعالیتهای کاهنده ارزش واحد تجاری نماید. کاهش قابل پیش بینی در ارزش واحد تجاری که از رفتارهای پر خطر و فرصت طلبانه مدیریت سر چشمه می گیرد را "هزینه های نمایندگی" می گویند (جنسن و مک لینگ، ۱۹۷۶). برای حفاظت از علایق و منافع سهامداران، هیاتی از بین آنان انتخاب می شود تا بر عملکرد مدیریت اجرایی واحد تجاری نظارت نزدیک داشته باشد. هیات مزبور مسئولیت تعیین اهداف شرکت در راستای ایجاد ثروت برای سهامداران در بلند مدت، و مسئولیت ارزیابی عملکرد مدیریت را برعهده دارد. برای ایجاد اطمینان از اجرای موثر استراتژیها، هیات مدیره از نزدیک عملکرد مدیریت را مورد بررسی قرار می دهد و در مورد اعطای پاداش یا اعمال تنبیه تصمیم می گیرد. می توان پیش بینی کرد موفقیت هیات مدیره در اجرای وظایف خویش و هماهنگی و همکاری هیات مزبور با مدیریت اجرایی واحد تجاری، ثروت سهامداران را افزایش خواهد داد.

مطالعات زیادی در آمریکا و انگلستان و سایر کشورهای توسعه یافته و حتی در برخی کشورهای در حال توسعه روی ابعاد و جنبه‌های مختلف راهبری شرکتی انجام شده است. ورشکستگی شرکت‌های بزرگی چون انرون باعث شد که ساختار هیات مدیره به عنوان مهمترین رکن راهبری شرکتی مورد توجه محققین قرار گیرد. در این مقاله نیز برخی جنبه‌های ساختاری هیات مدیره شرکتهای ایرانی مورد بررسی قرار می‌گیرد. شایان ذکر است که وضعیت ایران، به عنوان یک کشور در حال توسعه با کشورهای توسعه یافته و حتی سایر کشورهای در حال توسعه متفاوت است. وجود همین تفاوتها باعث می‌شود در طبقه بندی لاپورتا وهمکاران (۱۹۹۸)، ایران در زمره کشورهای قرار گیرد که قوانین و رویه‌های جاری آنها حفاظت و حمایت کمی از سهامداران و اعتبار دهندگان به عمل می‌آورد، گستره مالکان واحدهای تجاری در آنها چندان وسیع نیست، شفافیت گزارشگری مالی شرکتها کم و میزان فساد مالی در آنها بالا است.

۲. ۱ میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره

در بین سایر فرآیندهایی که برای نظارت بر عملکرد مدیریت ارشد واحد تجاری بکار گرفته می‌شود، ساختار هیات مدیره از اهمیت خاصی برخوردار است (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). با این حال در مورد رابطه بین ساختار هیات مدیره و عملکرد واحد تجاری شواهد ضد و نقیضی وجود دارد. برخی پژوهشها حاکی از آن است که حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و نیز وجود کمیته حسابرسی متشکل از آنان، فرآیند حسابرسی را تسهیل خواهد کرد (گزارش کمیسیون ترد وی، ۱۹۸۷؛ گزارش کمیته بلو ریبون، ۱۹۹۹).^۶ ویسیچ (۱۹۸۸) به این نتیجه رسید که در صورت وجود مدیران غیر موظف در هیات مدیره، احتمال برکناری مدیران اجرایی ارشد بخاطر عملکرد ضعیفشان، افزایش می‌یابد. بیسلی (۱۹۹۶) نشان داد که احتمال وقوع تقلب و ارایه گمراه کننده

6- Treadway Commission; Blue Ribbon Committee

صورت‌های مالی در صورت عضویت مدیران غیر موظف در هیات مدیره و کمیته حسابرسی کاهش می‌یابد. این یافته‌ها منطبق بر مفاهیم مطرح در تئوری نمایندگی است. از منظر تئوری نمایندگی برای اینکه هیات مدیره کارا باشد لازم است مدیران غیر موظف عضو هیات مدیره بوده و نیز نقش عضویت در هیات مدیره از مسئولیت مدیریت عامل و دیگر مدیران اجرایی کاملاً تفکیک شده باشد. در مقابل، دیگر پژوهشگران به نتایجی دست یافته‌اند که با مفاهیم مطرح در تئوری نمایندگی سازگاری ندارد. برای مثال دالتون و همکاران (۱۹۹۸) با بررسی تحلیلی پژوهشهای انجام شده در خصوص کارایی هیات مدیره نتیجه گرفتند میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، تاثیر مستقیمی بر عملکرد واحد تجاری ندارد. کلین (۱۹۹۸) نیز رابطه‌ای بین میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و سطح عملکرد واحد تجاری نیافت اما شاهد آن بود که در صورت وجود کمیته‌های داخلی تخصصی، همچون کمیته حسابرسی و کمیته تامین مالی و جذب اعتبار، عملکرد واحد تجاری بهبود می‌یابد. هرمالین و ویسیچ (۱۹۹۱) نیز نشان دادند که هیچ گونه همبستگی معنا داری بین ترکیب هیات مدیره در یکسال با عملکرد واحد تجاری در همان سال وجود ندارد. این دسته از محققان معتقدند از آنجا که مدیران غیر موظف سهام کمی در واحد تجاری دارند یا اصلاً سهامدار واحد تجاری نیستند، انگیزه آنها برای نظارت بر مدیریت و بالتبع تشویق مدیریت به پیگیری منافع سهامداران، اندک خواهد بود.

حضور مدیران ارشد اجرایی در هیات مدیره می‌تواند نقشی مخرب داشته باشد و سبب انتقال ثروت از سهامداران به سایر اشخاص گردد. مدیران به سبب حضور دایمی در واحد تجاری نسبت به سایر گروههای ذینفع از مزیت اطلاعاتی برخوردار بوده و در صورت عضویت آنان در هیات مدیره، هیات مزبور به آلت دست آنان بدل گشته و در نهایت منافع سهامداران قربانی این حضور خواهد شد. در این مقاله میزان حضور مدیران عامل و دیگر مدیران اجرایی در هیات

مدیره، به عنوان شاخصی از ضعف مکانیسمهای نظارتی، که می تواند منجر به عملکرد ضعیف مدیریت شود، در نظر گرفته شده و فرضیه اول تحقیق اینگونه تبیین می گردد:

فرضیه ۱: بین تعداد مدیران غیر موظف عضو هیات مدیره و عملکرد واحد تجاری رابطه مثبت معنی داری وجود دارد.

۲.۲ تفکیک نقشهای مدیر عامل و رئیس هیات مدیره

بنابر نظر جنسن (۱۹۹۳) وظیفه و مسئولیت اعضای هیات مدیره، نظارت بر کار مدیران اجرایی رده بالا می باشد. او بیان می دارد مدیران اجرایی که همزمان عضو هیات مدیره هستند (نقشهای دوگانه دارند) با تأثیری که بر هیات مزبور می گذارند، توان و قدرت راهبری هیات مدیره را کاهش داده و استقلال هیات مزبور را خدشه دار می سازند. موضوع تفکیک نقشها و مسئولیتها در سطح مدیریت عالی واحدهای تجاری مورد توجه گزارش کد بری^۷ (۱۹۹۱) نیز قرار گرفته است. گزارش مزبور توصیه می نماید که دو نقش مدیرعامل و ریاست هیات مدیره همزمان به یک فرد سپرده نشود. دستورالعمل راهبری شرکتی در ایران (۱۳۸۵) نیز در این خصوص رهنمودهای مشابهی دارد. دلیل اصلی تفکیک نقشها و نسپردن مسئولیتها به یک فرد واحد آن است که چنانچه هر دو نقش به یک فرد سپرده شود آنگاه نقش نظارتی (به عنوان رئیس هیات مدیره) در برابر مسئولیت اجرایی (در قالب مدیر عامل) آسیب جدی خواهد دید. نقصان استقلال و نقش نظارتی رئیس هیات مدیره، سبب می شود انگیزه های او برای مطمئن شدن از این که مدیر عامل در حال پیگیری منافع سهامداران است، کاهش یابد.

موضوع مورد بحث آن است که آیا چنین تفکیکی در عمل به نظارت بهتر بر مدیران و بالتبع افزایش ارزش واحد تجاری منجر خواهد شد یا نه. برگ و اسمیت (۱۹۷۸) طی بررسی خود

دریافتند که بین شاخصهای عملکرد شرکت‌هایی که در آنها نقش‌های مزبور از هم تفکیک شده‌اند و شاخص‌های عملکرد شرکت‌هایی که در آنها این نقش‌ها از هم تفکیک نشده‌اند، تفاوت معنی‌داری وجود ندارد. ریچنر و دالتون (۱۹۹۱) نیز نشان دادند که شرکت‌هایی که اعضای هیات مدیره آنها نقش‌های دوگانه دارند از شرکت‌هایی که در آنها نقش‌ها و مسئولیت‌ها تفکیک شده است، عملکرد بهتری داشته‌اند. یافته‌های این گروه از محققین برخلاف پیش‌بینی‌های معمول بود. در این پژوهش ما فرض می‌کنیم که :

فرضیه ۲: بین سپردن نقش‌های دوگانه ریاست هیات مدیره و مدیریت عامل به یک فرد و عملکرد واحد تجاری رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد.

۳.۲ حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره

سرمایه‌گذاران و سهامداران بزرگ، همچون سرمایه‌گذاران نهادی، از انگیزه و توان کافی برای اعمال کنترل دقیق بر مدیران و ایجاد تغییر در ساختارهای مدیریتی برخوردارند. سرمایه‌گذاران نهادی عبارتند از سرمایه‌گذاران عمده‌ای که اولاً در زمره اشخاص حقیقی قرار نمی‌گیرند و ثانیاً سرمایه‌های سایر افراد را هدایت و به نوعی مدیریت می‌نمایند (لانگ و مک نیکول، ۱۹۹۷). یافته‌های تحقیقات قبلی حاکی از آن است که نظارت و کنترل اعمال شده توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند رفتارهای فرصت طلبانه مدیران را محدود سازد (مک کانل و سرواس، ۱۹۹۰). این یافته‌ها نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران نهادی فرصت، منابع و توانایی لازم برای نظارت بر مدیران و در صورت لزوم تغییر آنان را دارند. مک کانل و سرواس (۱۹۹۰) نشان دادند که وجود چنین سرمایه‌گذارانی اثری بالقوه مثبت بر عملکرد واحد تجاری دارد. بر اساس آنچه در بالا توصیف شد، می‌توان نتیجه گرفت که نظارت اعمال شده توسط سرمایه‌گذاران

نهادی، مدیران را وادار می‌سازد برای بهبود عملکرد واحد تجاری اهمیت بیشتری قایل شوند. سومین فرضیه تحقیق با توجه به مباحث پیشگفته اینگونه تبیین می‌شود:

فرضیه ۳: بین حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره و عملکرد واحد تجاری رابطه مثبت معنی‌داری وجود دارد.

۳. روش تحقیق

۳.۱ نمونه‌گیری و جمع‌آوری داده‌ها

در این تحقیق داده‌های سالهای مالی ۱۳۸۵ و ۱۳۸۶ شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. در انتخاب نمونه‌ها از داده‌های تمامی موسسات مالی و اعتباری و بانک‌ها صرفنظر شده است زیرا اینگونه موسسات مشمول قوانین و استانداردهای خاص خود هستند. این قوانین و استانداردها می‌توانند جریانات نقدی و اقلام تعهدی آنها را به صورت معنی‌داری متفاوت از سایر واحدهای تجاری نماید. به نظر کلین (۱۹۹۸) در شرکتهای زیان‌ده شرایطی وجود دارد که احتمال مدیریت سود را از سوی مدیریت افزایش می‌دهد و این احتمال می‌تواند بر عملکرد شرکت‌ها تأثیر گذاشته و رابطه عملکرد و راهبری شرکتی را متاثر سازد. بدین منظور در این تحقیق برای کنترل این تأثیر، شرکتهای زیان‌ده از نمونه حذف شده‌اند علاوه بر این از داده‌های شرکتهایی که اطلاعات کافی برای محاسبه متغیرهای مستقل یا متغیرهای وابسته نداشتند، صرفنظر شده است. درنهایت پس از انجام تعدیلاتی در خصوص داده‌های خیلی بزرگ یا خیلی کوچک (داده‌های پرت) حدود ۲۴۰ شرکت - سال در نمونه نهایی مورد بررسی قرار گرفتند. اطلاعات مربوط به ساختار هیات مدیره یا از صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه یا از سایر گزارشات و راهنماهای منتشر شده توسط واحدهای تجاری جمع‌آوری شده است. اطلاعات مالی و حسابداری لازم برای محاسبه

شاخص‌های عملکرد واحدهای تجاری از لوح‌های فشرده گزارشات بورس اوراق بهادار تهران و یا از پایگاه اینترنتی سازمان مزبور جمع آوری گردیده است.

۲.۳ اندازه‌گیری متغیرها

۱.۲.۳ اندازه‌گیری شاخصه‌های عملکرد واحد تجاری

در مطالعات و پژوهش‌های حسابداری از معیارهای مختلفی برای سنجش و اندازه‌گیری عملکرد واحد تجاری استفاده شده است که می‌توان آنها را در دو دسته کلی معیارهای مبتنی بر بازار و معیارهای مبتنی بر ارقام و داده‌های حسابداری طبقه بندی کرد. در مقام مقایسه می‌توان گفت هر چند معیارهای مبتنی بر بازار، عینی‌تر هستند اما در عین حال از شمار زیادی از عوامل غیرقابل کنترل توسط مدیریت، اثر می‌پذیرند (گانی و جرمیاس، ۲۰۰۶). بنابراین برای بررسی رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد واحد تجاری، معیارهای سنجش عملکرد که بر ارقام و داده‌های حسابداری تکیه می‌کنند بر معیارهای مبتنی بر بازار برتری دارند. در مطالعاتی که تاکنون انجام شده است، پژوهشگران برای بررسی رابطه راهبری شرکتی با سطح عملکرد و ارزش واحد تجاری از معیارهایی چون Q توبین، بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)، بازده دارایی‌ها (ROA)، سود هر سهم (EPS) و بازده سالانه سهام (RET) استفاده شده کرده‌اند. از جمله این پژوهش‌ها می‌توان به کارهای شلفر و ویشنی (۱۹۹۷) و هرمالین و ویسیج (۱۹۹۱) اشاره کرد. در این تحقیق از بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم برای اندازه‌گیری سطح عملکرد واحدهای تجاری استفاده شده است. بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) عبارتست از سود قبل از اقلام غیر مترقبه تقسیم بر جمع حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها (ROA) برابر است با سود قبل از اقلام غیر مترقبه تقسیم بر جمع دارایی‌ها و سود هر سهم (EPS) عبارتست از خارج قسمت تقسیم سود خالص بر تعداد کل سهام.

۳. ۲. ۲ اندازه گیری شاخصه های راهبری شرکتی

در این پژوهش سه ویژگی هیات مدیره، که خود رکن اصلی راهبری شرکتی به شمار می‌رود (فاما وجنس، ۱۹۸۳) مورد بررسی قرار گرفته‌اند:

۱- میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره (BOUT)، که برابر است با نسبت تعداد مدیران غیر موظف عضو هیات مدیره به تعداد کل اعضای هیات مدیره.

۲- تفکیک نقشها و عدم اشغال پست‌های دوگانه توسط یک فرد (DUAL)، اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره هم باشد مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر برای این متغیر منظور خواهد شد.

۳- حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره (BINS)، اگر سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره عضویت داشته باشند مقدار ۱ و در غیر این صورت مقدار صفر برای این متغیر منظور خواهد شد.

۳. ۲. ۳ متغیرهای کنترل

این پژوهش بدنبال بررسی رابطه بین شاخصه های راهبری شرکتی و عملکرد واحد تجاری است. از آنجا که عوامل دیگری هم وجود دارند که می توانند سطح عملکرد واحد تجاری را متاثر سازند، لازم است این عوامل و آثار آنها نیز مورد توجه قرار گیرد. در این بررسی دو متغیر اندازه واحد تجاری (SIZE) و میزان اهرم (LEV) تحت کنترل قرار گرفته‌اند. فرانک و گویال (۲۰۰۳) بر این عقیده اند که اندازه واحد تجاری می تواند عملکرد شرکت را متاثر سازد زیرا پژوهش‌های انجام شده حاکی از آن است که به طور متوسط شرکت‌های کوچک، بازده حقوق صاحبان سهام کمتری از شرکت‌های بزرگ دارند. به همین دلیل اندازه واحد تجاری در سطحی وسیع به عنوان متغیر کنترل در بررسی عملکرد واحد تجاری مورد استفاده قرار گرفته است. در

این تحقیق نیز از این متغیر کنترلی استفاده شده است و برای عملیاتی کردن تعریف این متغیر، از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها استفاده شده است. میزان اهرم یکی دیگر از عواملی است که می‌تواند ارزش و سطح عملکرد واحد تجاری را از طریق میزان نظارت اعمال شده از جانب اعتبار دهندگان، و نیز از طریق نقشی که در تعیین ساختار سرمایه دارد، متاثر سازد. در این تحقیق اهرم با تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

۳.۳ تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این تحقیق از رگرسیون چند متغیره برای محاسبه ضرایب و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. این نوع رگرسیون در گستره‌ای وسیع برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و متغیرهای وابسته، در مطالعات پیشین بکار رفته است. علاوه بر این، از ماتریس همبستگی نیز در راستای تحلیل داده‌ها استفاده شده است. در این تحقیق مدل‌های ذیل برای بررسی رابطه بین متغیرهای توضیحی و متغیر مستقل یعنی عملکرد واحد تجاری بکار گرفته شده اند:

$$ROE_i = \alpha_0 + \alpha_1 BOUT_i + \alpha_2 DUAL_i + \alpha_3 BINS_i + \alpha_4 LEV_i + \alpha_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

$$ROA_i = \alpha_0 + \alpha_1 BOUT_i + \alpha_2 DUAL_i + \alpha_3 BINS_i + \alpha_4 LEV_i + \alpha_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

$$EPS_i = \alpha_0 + \alpha_1 BOUT_i + \alpha_2 DUAL_i + \alpha_3 BINS_i + \alpha_4 LEV_i + \alpha_5 SIZE_i + \varepsilon_i$$

۴. یافته‌های تجربی پژوهش

آماره‌های توصیفی مرتبط با متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق در جدول ۱ ارائه شده اند. در دوره‌های مورد بررسی، به طور متوسط ۲۲٪ اعضای هیات مدیره، مدیران غیر موظف بوده اند. در ۴۲٪ موارد، مدیر عامل رئیس هیات مدیره هم بوده است. به طور متوسط در ۴۶٪ از موارد

بررسی شده، سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره عضویت داشته‌اند. در دوره مورد بررسی متوسط اندازه شرکت‌ها (که با لگاریتم طبیعی جمع داراییهای آنها اندازه گیری می‌شود) برابر ۱۲/۸۸، سود هر سهم مساوی ۱۸۳۲ ریال، بازده داراییها برابر با ۱۲٪ و بازده حقوق صاحبان سهام مساوی ۶۵٪ بوده است. بررسی انجام شده حاکی از آن است که شرکتهای ایرانی به مقدار زیادی بر اعتبارات اتکا می کنند و متوسط نسبت بدهی آنها ۶۰٪ است.

در جدول ۲ ضریب همبستگی پیرسون برای تمامی متغیرهای مورد بررسی در این مطالعه محاسبه و ارایه گردیده است. سه متغیر اندازه گیرنده عملکرد واحد تجاری، دو به دو با یکدیگر همبستگی بالایی دارند که نشان میدهد تمامی آنها یک خصوصیت مشترک و مشابه را اندازه می گیرند. نسبت تعداد مدیران غیر موظف عضو هیات مدیره (BOUT) همبستگی مثبت و معنی داری با شاخصه های سنجش عملکرد واحد تجاری دارد. این موضوع نشان می‌دهد حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره شرکتها را منتفع خواهد ساخت.

جدول ۱- آماره های توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل

نوع متغیرها	نماد	کمترین	میانه	میانگین	بیشترین	انحراف معیار
<u>متغیرهای وابسته:</u>						
سود هر سهم	EPS	۳۹۶	۲۱۱۵	۱۸۳۲	۳۵۰۴	۸۹۴
بازده داراییها	ROA	۰/۰۵	۰/۱۶	۰/۱۲	۰/۲۵	۰/۰۷
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۳۳	۰/۸۱	۰/۶۵	۱/۳۵	۱/۳۹
<u>متغیرهای مستقل:</u>						
نسبت مدیران غیر موظف	BOUT	۰/۰۹	۰/۲۶	۰/۲۲	۰/۴۰	۰/۱۲
دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره	DUAL	۰	۰/۵۵	۰/۴۲	۱	۰/۵۰
حضور سرمایه گذاران نهادی	BINS	۰	۰/۴۹	۰/۴۶	۱	۰/۵۰
<u>متغیرهای کنترل:</u>						
اندازه شرکت	SIZE	۱۱/۵۹	۱۴/۱	۱۲/۸۸	۱۶/۰۴	۱/۴۰
نسبت اهرمی	LEV	۰/۴۵	۰/۵۷	۰/۶۰	۰/۸۵	۰/۱۲

همبستگی تفکیک نقش‌های مدیرعامل و رئیس‌هیات مدیره (DUAL) با هریک از شاخصه‌های سنجش عملکرد واحد تجاری پایین و از لحاظ آماری بی معناست. از اینرو می‌توان گفت چنین تفکیکی با سطح عملکرد واحد تجاری رابطه صریح و مشخصی ندارد. این بیان در مورد رابطه بین حضور سرمایه گذاران نهادی در هیات مدیره (BINS) و عملکرد واحد تجاری نیز صادق است. اندازه واحد تجاری (SIZE) از همبستگی مثبت و معنی داری با عملکرد واحد تجاری برخوردار است. این در حالیست که بین اهرم (LEV) و عملکرد واحد تجاری همبستگی منفی وجود دارد.

جدول ۲- ماتریس همبستگی متغیرهای تحقیق

	EPS	ROA	ROE	BOUT	DUAL	BINS	SIZE	LEV
EPS	۱	۰/۹۰۰	۰/۸۸۸	۰/۲۶۵	-۰/۰۴۵	-۰/۱۲۰	۰/۲۱۸	-۰/۲۹۹
		۰/۰۰۰**	۰/۰۰۰**	۰/۰۰۳**	۰/۶۲۷	۰/۱۹۳	۰/۰۱۶**	۰/۰۰۰**
ROA		۱	۰/۹۷۲	۰/۳۱۳	۰/۰۱۳	-۰/۱۲۶	۰/۱۹۶	-۰/۳۰۷
			۰/۰۰۰**	۰/۰۰۱**	۰/۸۹۲	۰/۱۶۹	۰/۰۳۱*	۰/۰۰۰**
ROE			۱	۰/۲۸۵	۰/۰۵۳	-۰/۰۶۹	۰/۱۹۳	-۰/۳۱۳
				۰/۰۰۲**	۰/۵۶۳	۰/۴۵۵	۰/۰۳*	۰/۰۰۱**
BOUT				۱	-۰/۱۸۰	-۰/۱۱۰	-۰/۰۳۴۸	۰/۵۱۵
					۰/۰۴۹	۰/۲۳۳	۰/۷۰۶	۰/۰۰۰**
DUAL					۱	۰/۶۳۵	۰/۲۱۷	۰/۰۰۱
						۰/۰۰۰**	۰/۰۱*	۰/۹۸۹
BINS						۱	-۰/۱۴۱	-۰/۰۱۶
							۰/۱۲۵	۰/۸۶۰
SIZE							۱	-۰/۰۴۰
								۰/۶۶۷
LEV								۱

* همبستگی در سطح ۵ درصد معنی دار است. ** همبستگی در سطح ۱ درصد معنی دار است

در جدول ۳ نتایج رگرسیون حداقل مربعات (OLS) که برای هریک از سه معیار سنجش عملکرد روی متغیرهای مستقل اجرا شده، ارائه گردیده است. متغیرهای مستقل مورد بررسی حدود ۲۸٪ از تغییرات سود هر سهم، در حدود ۳۸٪ از تغییرات بازده حقوق صاحبان سهام و ۳۶٪ از تغییرات بازده داراییها را توضیح می‌دهند. هر سه مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارای

ضرایب غیر صفر هستند. نتایج تحقیق نشان می دهند همانگونه که در اولین فرضیه تحقیق بیان شده است، رابطه مثبت و معنی داری بین میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و سطح عملکرد واحد تجاری وجود دارد.

جدول ۳- آزمون ضرایب رگرسیون

		EPS	ROA	ROE
Intercept	β	۰/۲۳۶	۰/۵۷۷	۱/۲۳۶
	(τ)	(۲/۲۳)**	(۲/۹۷)***	(۲/۶۰)**
BOUT	β	۰/۲۹۱	۰/۴۷۸	۰/۵۱۵
	(τ)	(۱/۸۲)*	(۳/۲۳)***	(۳/۴۳)***
DUAL	β	-۰/۰۳۸	۰/۱۷۴	۰/۱۷۱
	(τ)	-۰/۳۰۶	۱/۵۲۴	۱/۴۷۸
BINS	β	-۰/۱۳۴	-۰/۲۶۸	-۰/۲۱۵
	(τ)	-۱/۱۴۸	(-۲/۵۴)**	(-۲/۰۱)**
SIZE	β	۰/۲۱۸	۰/۱۹۵	۰/۱۸۴
	(τ)	(۲/۳۷)**	(۲/۲۹)**	(۲/۱۳)**
LEV	β	۰/۰۰۶	۰/۰۷۳	۰/۰۴۷
	(τ)	۰/۰۵۵	۰/۷۴۷	۰/۴۷۶
R ²		۰/۲۸	۰/۳۸	۰/۳۶
Adjusted R ²		۰/۲۴	۰/۳۴۲	۰/۳۲
F		۶/۲۴***	۹/۷۸***	۹/۱۴***
* ضرایب در سطح ۱۰ درصد معنی دار هستند.				
** ضرایب در سطح ۵ درصد معنی دار هستند.				
*** ضرایب در سطح ۱ درصد معنی دار هستند.				

این یافته‌ها نشان می‌دهند که پیش‌بینی‌های تئوری نمایندگی در مورد رابطه بین حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و سطح عملکرد واحد تجاری در مورد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نیز مصداق دارد. در عین حال این نتیجه گیری بر خلاف یافته‌های

کلین (۱۹۹۸) است. در دومین فرضیه تحقیق پیش‌بینی شده بود که با تفکیک مسئولیت‌های مدیریت عامل و ریاست هیات مدیره، راهبری شرکتی و بالتبع عملکرد واحد تجاری، بهبود یافته و ارزش شرکت افزایش خواهد یافت و از دیگر سو، اختلاط نقش‌های مزبور اثری منفی بر عملکرد واحد تجاری خواهد داشت. با اینحال یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند عدم تفکیک این نقش‌ها اثری منفی بر عملکرد واحد تجاری ندارد. این نتیجه‌گیری مشابه نتایج برگ و اسمیت (۱۹۷۸) و ریچنر و دالتون (۱۹۹۱) است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند برخلاف پیش‌بینی انجام شده در سومین فرضیه، حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره اثر مثبتی بر عملکرد واحد تجاری ندارد. این نتیجه‌گیری بر خلاف یافته‌های مک کانل و سرواس (۱۹۹۰) می‌باشد. براساس این یافته‌ها می‌توان گفت اعمال نظارت بر مدیریت از جانب سرمایه‌گذاران نهادی حاضر در هیات مدیره، در حدی نبوده است که مدیران شرکت‌ها را وادار به توجه بیشتر به نحوه عملکرد واحد تجاری نماید. اگر ایران را جز کشورهایی بدانیم که آلن (۲۰۰۵) به توصیف آنها پرداخته است، آنگاه باید گفت سرمایه‌گذاران نهادی عضو هیات مدیره شرکت‌های ایرانی در درجه نخست نه به دنبال حداکثر کردن ثروت سهامداران بلکه به دنبال برآوردن علایق و منافع چندین گروه ذینفع (از قبیل عرضه‌کنندگان کالا و مواد اولیه، کارکنان و در حالت کلی عموم جامعه) هستند. الزامات قانونی و کنترل مستقیم یا غیر مستقیم سرمایه‌گذاران نهادی عضو هیات مدیره توسط دولت، می‌تواند دلیلی برای توجیه این یافته‌ها باشد.^۸ از سوی دیگر شاید بتوان گفت ناکارایی ساختارهای راهبری شرکتی در کشورمان دلیل وجود رابطه منفی بین عملکرد واحد تجاری و

۸- آلن (۲۰۰۵) بیان می‌دارد: "در کشورهایی چون ژاپن، آلمان و فرانسه هیات مدیره نه فقط به منافع سهامداران بلکه به منافع مجموعه گسترده تری از ذینفعان، شامل کارکنان و مشتریان اهمیت می‌دهد. ممکن است این تأکید ناشی از قانون باشد، برای مثال در آلمان قوانین به صراحت یادآور می‌شوند که وظیفه اصلی یک شرکت توجه صرف به علایق و منافع سهامداران نیست".

حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره است. این ناکارایی، خود، انعکاس دهنده شیوه‌های بعضاً نامناسبی است که برای انتصاب و ترفیع مدیران وجود دارد. در این بررسی نیز همانند بررسی گانی و جرمیاس (۲۰۰۶) ضرایب مثبت و معنی داری در خصوص تأثیر اندازه واحد تجاری بر عملکرد آن مشاهده شد. در انتها باید اشاره کرد که میزان اهرم به لحاظ آماری رابطه معنی داری با عملکرد شرکت‌های مورد بررسی نداشته است.

۵. نتیجه‌گیری و پیشنهادات

امروزه راهبری شرکتی بیش از پیش در محافل و نشریات علمی مورد بحث و تبادل نظر قرار می‌گیرد. اغلب تحقیقات انجام شده در این خصوص، روی نقش نظارتی که هیات مدیره در راستای حفاظت از منافع و علایق سهامداران در فرآیند اتخاذ و اجرا تصمیمات سازمانی ایفا می‌کند، متمرکز شده‌اند (ویسیج، ۱۹۸۸). این تحقیق به بررسی تأثیر شاخصه‌های راهبری شرکتی بر عملکرد واحدهای تجاری فعال در یک اقتصاد نوظهور یعنی ایران می‌پردازد.

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و عملکرد واحد تجاری وجود دارد. این نتیجه‌گیری، در تضاد کامل با یافته‌های کلین (۱۹۹۸)، که نشان داده بود با افزایش حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره عملکرد واحد تجاری تنزل می‌یابد، قرار دارد. علاوه بر این، یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که عدم تفکیک مسئولیت‌های مدیریت عامل و ریاست هیات مدیره تأثیر با اهمیتی بر عملکرد واحد تجاری نداشته است. سایر محققان همچون برگ و اسمیت (۱۹۷۸) و ریچنر و دالتون (۱۹۹۱) نیز به همین نتایج دست یافته‌اند.

بررسی انجام شده حاکی از آن است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره اثر مثبت با اهمیت و قابل توجهی بر عملکرد واحد تجاری نداشته است. این یافته‌ها در تضاد کامل با

نتایج مک کانل و سرواس (۱۹۹۰) قرار دارد. با توجه به یافته‌های تحقیق حاضر می‌توان بیان داشت که حضور سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره واحدهای تجاری، نتوانسته است مدیران این واحدها را به توجه بیشتر به نحوه عملکرد واحد تجاری و حداکثر کردن ثروت، منافع و علائق سهامداران وا دارد.

با توجه به یافته‌های تحقیق پیشنهاد می‌گردد واحدهای تجاری پذیرفته شده در بورس تعداد مدیران غیر موظف عضو هیات مدیره را افزایش دهند. بنابر یافته‌های تحقیق، حضور نمایندگان سرمایه‌گذاران نهادی در هیات مدیره اثر مثبتی بر عملکرد واحد تجاری نداشته است. از اینرو پیشنهاد می‌شود اینگونه سرمایه‌گذاران در انتخاب و معرفی نمایندگان خود به مجامع شرکت‌ها وسواس بیشتری به خرج دهند.

از آنجا که برای تحقیق در مورد راهبری شرکتی شاخصه‌های دیگری هم وجود دارد پیشنهاد می‌گردد تحقیقات آتی با بررسی تاثیر این شاخصه‌ها بر عملکرد شرکت، فراهم آوردن ادبیاتی جامع در مورد راهبری شرکتی در ایران را سرعت بخشند. وجود کمیته حسابرسی، وجود کمیته انتخاب و انتصاب، وجود کمیته پاداش، درصد مالکیت مدیران اجرایی و اعضای هیات مدیره در واحد تجاری و تعداد جلسات هیات مدیره، نمونه ای از این شاخصه‌ها هستند. علاوه بر این می‌توان از معیارهای دیگری همچون Q توبین و یا ارزش بازار سهام واحد تجاری برای سنجش عملکرد استفاده نمود. بررسی و مقایسه راهبری شرکتی در ایران با سایر کشورها، بررسی رابطه متقابل راهبری شرکتی با کیفیت یا مدیریت سود، بررسی مدل‌های مختلف راهبری شرکتی که می‌تواند در کشورمان مستقر شود و بررسی تاثیر ویژگی‌های فرهنگی بر ساختارهای راهبری شرکتی، بخشی از موضوعاتی هستند که تحقیقات آتی می‌توانند به بررسی آنها بپردازند.

منابع و مأخذ

- ۱- حساس یگانه، یحیی، (۱۳۸۵)، "حاکمیت شرکتی در ایران"، *حسابرس*، شماره ۳۲، صص ۳۲-۳۹
- 2-Allen, Franklin., (2005), "Corporate Governance in Emerging Economies", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 21, No. 2, pp. 164-177.
- 3-Beasley, M.S., (1996), "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud", *The Accounting Review*, Vol. 71, pp. 443-465.
- 4-Berg, S. V., & Smith, S. K., (1978), "CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership", *Directors and boards*, Spring, pp. 34- 39.
- 5-Blue Ribbon Committee (BRC), (1999), "Report and Recommendations of the Blue Ribbon Committee on Improving the Effectiveness of Corporate Audit Committees". New York, NY: New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers. Stamford, CT.
- 6-Cadbury Report .The UK Financial Reporting Council and The London Stock Exchange (1991). *The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance—London, U.K.: London Stock Exchange.*
- 7-Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E., Johnson, J.L., (1998), "Metaanalytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure and Financial Performance", *Strategic Management Journal*, Vol. 19, pp. 269-290.
- 8-Ei Mir, A., Seboui, S., (2008), "Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value", *Corporate governance*, Vol. 8, pp. 46-58
- 9-Fama, E. F., Jensen, M. C., (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, pp. 301-325.
- 10-Frank, M. Z., Goyal, V. K., (2003), "Testing the pecking order theory of capital structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, pp. 217-248.
- 11-Gani, L., Jermias, J., (2006), "Investigating the effect of board independence on performance across different strategies", *The International Journal of Accounting*, Vol. 41, pp. 295-314

- 12-Hermalin, B. E., Weisbach, M. S., (1991), "The effect of board composition and direct incentives on firm performance", *Financial Management*, Vol. 21, pp. 101– 112.
- 13-Jensen, M. C., (1993), "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, Vol. 48, pp. 831-880.
- 14-Jensen, M., Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, pp. 305-60
- 15-Khanchel, Imen., (2007), "corporate governance: measurement and determinants analysis", *Managerial Auditing Journal*, Vol.22, No. 8, pp. 740-760
- 16-Klein, A., (1998), "Firm performance and board committee structure", *The Journal of Law & Economics*, Vol. 41, pp. 275-303.
- 17-Lang, M., McNichols, M., (1997), "Institutional trading and corporate performance", *Research Paper*, Stanford University.
- 18-LaPorta, R., Lopez, S., Florencio, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert W., (1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, pp. 1112-1155.
- 19-McConnell, J., Servaes, H., (1990), "Additional evidence on equity ownership and corporate value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 595-612
- 20-Rechner, P.L., Dalton, D.R., (1991), "CEO duality and organizational performance: a longitudinal analysis", *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2, pp. 155-60.
- 21-Shleifer, A., Vishny, R., (1997), "A Survey of Corporate Governance", *The Journal of Finance*. Cambridge: June. Vol. 52, Iss. 2, pp. 737-744.
- 22-Treadway Commission. (1987). "The report of the national commission on fraudulent financial reporting", *National Commission on Fraudulent Financial Reporting*, Washington D.C.
- 23-Weisbach, M.S., (1988), "Outside directors and CEO turnover", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, pp. 431-460.