

مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز
دوره دوم، شماره اول، تابستان ۱۳۸۹، پیاپی ۵۸/۳ - صفحه‌های ۲۷۰-۲۵۱
(مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)

بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره بر عملکرد شرکت

دکتر محمدرضا نیک بخت* سید عزیز سیدی** روزبه هاشم الحسینی***
دانشگاه تهران دانشگاه علامه طباطبایی

چکیده

اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره، تعداد جلسات هیات مدیره، دانش مالی اعضای هیات مدیره و جدایی نقش مدیرعامل از رئیس هیات مدیره بر عملکرد شرکت است. در این پژوهش، رتبه‌ی عملکرد شرکت‌ها بر اساس ۵ عامل رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام محاسبه شده است. با توجه به تحقیقات قبلی، اندازه‌ی شرکت و اهرم مالی نیز به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده است.

براین اساس، اطلاعات مورد نیاز تحقیق از ۷۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ استخراج و از آزمون‌های ضریب همبستگی اسپیرمن و تحلیل رگرسیون استفاده گردیده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که هیات مدیره در بازار سرمایه‌ی ایران به صورت کارا به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل ننموده و تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد.

* استادیار بخش حسابداری

** کارشناس ارشد رشته حسابداری

*** کارشناس ارشد رشته حسابداری

واژه‌های کلیدی: ۱. عملکرد ۲. نظام حاکمیت شرکتی ۳. هیات مدیره.

۱. مقدمه

لازمه‌ی رشد و گسترش بازار سرمایه، جلب اعتماد صاحبان سرمایه است. با جدا شدن مالکیت از مدیریت، مدیران به عنوان نماینده‌ی سهام‌داران، شرکت را اداره می‌کنند. از سوی دیگر بنا به دلایلی از قبیل تفاوت نگرش به ریسک، سود تقسیمی و افق دید (فورست 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 تأثیر بگذارد. (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) تجزیه و تحلیل‌های نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه‌ای مستقیم با کاهش تعداد سرمایه‌گذاران، پایین آمدن قدرت نقدینگی اوراق بهادار، کم شدن حجم معاملات و به طور کلی، کاهش منافع اجتماعی دارد. حاکمیت شرکتی، سیستمی است که مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران را بهبود می‌بخشد (گمپرس، جوی و متریک، ۲۰۰۳؛ جنسن و مورفی، ۱۹۹۰؛ وافیز ۱۹۹۹) براساس بررسی‌های انجام شده، سقوط سهام شرکت‌هایی چون آدلفا، انرون، تیکو و ورلدکام تا حد زیادی به علت حاکمیت شرکتی ضعیف شرکت‌های فوق بوده است. (دکین و کنزلمان، ۲۰۰۴) استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی موثر و کارا باعث می‌گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد، (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) عملکرد عملیاتی شرکت بهبود یابد و شرکت‌ها رشد و گسترش یابند. (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷) نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی صورت گرفته در سایر کشورها نیز نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی خوب منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. (بلاتابت، تایلر و والتر، ۲۰۰۴؛ گمپرس، جوی و متریک، ۲۰۰۳)

با توجه به ساختار حاکمیت شرکتی متفاوت و غیر متجانس در کشورهای مختلف که از شرایط غیر مشابه اجتماعی، اقتصادی و قانونی در این کشورها نشأت می‌گیرد، ارتباط بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ارزش شرکت در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، متفاوت است. با این وجود تحقیقات اندکی درباره‌ی حاکمیت شرکتی و به خصوص ارتباط آن با عملکرد شرکت در ایران صورت پذیرفته است. با توجه به فرایند خصوصی سازی و کوچک سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادی روز کشور است،

بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها در بازار سرمایه‌ی ایران از اهمیت دو چندانی برخوردار است. از این رو هدف از تحقیق فوق، بررسی این موضوع است که آیا حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران منجر به ارتقا و افزایش عملکرد آن‌ها می‌گردد؟

در این راستا به طور ویژه به بررسی خصوصیات هیات مدیره (شامل اندازه‌ی هیات مدیره، نسبت اعضای غیرموظف در ساختار هیات مدیره، تعداد جلسات هیات مدیره، دانش مالی هیات مدیره، جدایی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره) و تأثیر آن بر عملکرد شرکت می‌پردازیم.

۲. ادبیات و پیشینه‌ی تحقیق

هیات مدیره مهم‌ترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منابع سهام‌داران قلمداد می‌شود. (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) نتایج مطالعات و بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هیات مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش با اهمیتی ایفا می‌کند. از این رو هدف تحقیق حاضر بررسی ارتباط ویژگی‌های هیات مدیره و عملکرد شرکت است.

۱. ۲. اندازه‌ی هیات مدیره

ادبیات تئوریک دو دیدگاه متضاد پیرامون نقش اندازه‌ی هیات مدیره بر عملکرد شرکت ارائه نموده است. دیدگاه اول بیان می‌دارد که هیات مدیره‌ی کوچک‌تر باعث ارتقای عملکرد شرکت می‌گردد. هنگامی که هیات مدیره از تعداد زیادی از اعضا تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی افزایش می‌یابد؛ زیرا تعدادی از اعضای هیات مدیره ممکن است به عنوان افراد بی‌منفعت عمل نمایند. (هرمالین و ویسبک، ۲۰۰۳) همچنین زمانی که تعداد اعضای هیات مدیره بیش از اندازه باشد، کنترل و نظارت بر مدیرعامل به صورت کارآ صورت نمی‌پذیرد. (لیپتن و لورچ، ۱۹۹۲) ضمن آن‌که طرح ریزی، هماهنگی تیمی، تصمیم‌گیری و برگزاری جلسات منظم برای یک هیات مدیره‌ی بزرگ دشوار است (جنسن، ۱۹۹۳) یک هیات مدیره بیش از اندازه بزرگ توانایی ایفای وظایف خود را به نحو احسن از دست می‌دهد و بیشتر در یک جایگاهی سمبولیک قرار می‌گیرد. (هرمالین و ویسبک، ۲۰۰۳)

از سوی دیگر، دیدگاه دوم بیان می‌دارد که هیات مدیره‌ی کوچک‌تر، از مزیت‌ها و منافع نظرات و پیشنهادهای تخصصی و متنوع که در هیات مدیره‌ی بزرگ‌تر وجود دارد، محروم است. به علاوه هیات مدیره‌ی بزرگ‌تر در زمینه‌هایی از قبیل تجربه، مهارت، جنسیت، ملیت و غیره مزیت دارد؛ (دالتون و دالتون ۲۰۰۵) ضمن آن که هیات مدیره کوچک‌تر در ترکیب خود از مدیران غیرموظف کم‌تری استفاده می‌نماید و زمان اندکی برای ایفای وظایف نظارتی و تصمیم‌گیری خود دارد.

نتایج تحقیقات تجربی صورت پذیرفته در زمینه‌ی ارتباط اندازه‌ی هیات مدیره و عملکرد شرکت، مؤید حمایت از دیدگاه اول است. وینسنت و دیگران (۲۰۱۰) دریافتند که بین اندازه‌ی هیات مدیره با عملکرد شرکت رابطه‌ی معنادار منفی وجود دارد. (اکنل و کرامر، ۲۰۱۰) یرماک (۱۹۹۶) با بررسی ۴۵۲ شرکت بزرگ آمریکایی در سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۱، به یک ارتباط منفی بین اندازه‌ی هیات مدیره و ارزش شرکت دست یافت. (یرماک، ۱۹۹۶) ایسنبرگ و دیگران (۱۹۹۸) ارتباط بین اندازه هیات مدیره و سودآوری شرکت را در شرکت‌های کوچک و متوسط فنلاندی مورد بررسی قرار دادند و به نتایج مشابهی دست یافتند. (ایسنبرگ و همکاران، ۱۹۹۸) وافیاس به این نتیجه رسید که شرکت‌ها با کوچک‌ترین هیات مدیره (حداقل ۵ عضو)، آگاهی بیشتری نسبت به عایدات و سودآوری شرکت دارند و بنابراین از توانایی نظارتی بالاتری برخوردار هستند. (وافیاس، ۲۰۰۰) نتایج تحقیق ماک و یوانتو (۲۰۰۳) نشان داد ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس‌های سنگاپور و مالزی هنگامی که هیات مدیره از ۵ عضو تشکیل شده، بالاتر است. بندسون و دیگران (۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند که هیات مدیره‌ی دارای کم‌تر از ۶ نفر عضو، تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد؛ اما هنگامی که تعداد اعضای هیات مدیره به ۷ نفر یا بیشتر افزایش می‌یابد، ارتباط این دو گروه منفی می‌گردد. (بندسن و همکاران، ۲۰۰۴) نتایج تحقیق وو (۲۰۰۰) نشان داد که به علت فشار سرمایه‌گذاران نهادی، تعداد اعضای هیات مدیره‌ی شرکت‌ها بین سال‌های ۱۹۹۱ تا ۱۹۹۵ کاهش یافته است. از سوی دیگر، نتایج تعدادی از تحقیقات مؤید وجود ارتباط مثبت بین تعداد اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت (آدامز و مهران، ۲۰۰۵؛ دالتون و دالتون، ۲۰۰۵ و مک و لی ۲۰۰۱) و یا عدم ارتباط بین این دو متغیر است. (بن و همکاران، ۲۰۰۴)

۲.۲. ترکیب و ساختار هیات مدیره

براساس تئوری نمایندگی، مدیران (نمایندگان) شرکت ممکن است تابع مطلوبیت خود را به قیمت زیر پاگذاری منافع سهام‌داران حداکثر نمایند. از این رو سهام‌داران کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت را به هیات مدیره واگذار نموده‌اند. (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) یکی از مباحث طرح شده در زمینه‌ی موضوع هیات مدیره، بر مسأله‌ی ترکیب هیات مدیره تمرکز دارد. ترکیب هیات مدیره به عنوان نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل تعداد اعضای هیات مدیره نگریسته می‌شود. هر چه ترکیب هیات مدیره از اعضای مستقل تری تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی کم‌تر می‌گردد. (هرمالین و ویسیچ، ۱۹۹۱) معمولاً هیات مدیره‌ی موظف هم تراز مدیر عامل قرار دارد. مدیرعامل بالاترین مقام اجرایی شرکت است و در انتخاب مدیران اجرایی (موظف)، قدرت کامل دارد. از این رو با توجه به ارتباط تلویحی اعضای موظف هیات مدیره با مدیرعامل، مدیران موظف شاید نتوانند وظایف نظارتی خود را به نحو اثربخش انجام دهند. ضمن آن‌که مدیران موظف ممکن است از موقعیت خود از طریق کنترل بر طرح‌های حقوق و مزایا و امنیت شغلی سوء استفاده نمایند. برخلاف مدیران موظف، مدیران غیرموظف از مدیریت شرکت مستقل هستند و به همین دلیل در ایفای نقش نظارتی خود مؤثرتر عمل می‌نمایند. از این رو از دیدگاه نظری، هنگامی که هیات مدیره مستقل و از نسبت بالای از اعضای غیرموظف تشکیل شده باشد، عملکرد شرکت ارتقا می‌یابد. (مد و دونالدسون، ۱۹۹۸) در کشور انگلستان و استرالیا، حضور حداقل ۳ عضو غیرموظف در ترکیب هیات مدیره الزامی است. همچنین قوانین موجود در آمریکا، شرکت‌ها را ملزوم نموده‌اند که حداقل دو سوم ترکیب هیات مدیره، متشکل از اعضای غیرموظف باشد. (باگات و برنارد، ۲۰۰۰) گزارش‌های کادبری و هیگز نیز تأکید زیادی بر هیات مدیره‌ی مستقل و دارای حداقل ۳ عضو غیرموظف داشته‌اند.

نتایج شواهد تجربی در زمینه‌ی ارتباط بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره (معیاری برای استقلال هیات مدیره) و عملکرد شرکت، پیچیده و متضاد است. در تحقیقی که به وسیله‌ی قالیباف اصل و رضایی (۱۳۸۶) انجام شد، آزمون‌ها نشان دادند که بین نسبت اعضای غیرموظف و عملکرد شرکت، رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. فورست و کنگ (۲۰۰۰) با بررسی ۹۴۷ شرکت آمریکایی، دریافتند مدیران غیرموظف تأثیری مثبت و

قوی بر عملکرد و ارزش بازار شرکت دارند. راچدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و استقلال هیات مدیره، رابطه‌ای مستقیم وجود دارد. بایسینگر و باتلر (۱۹۸۵) برپایه‌ی نتایج حاصل از بررسی ۲۶۶ شرکت نمونه بین سال‌های ۱۹۹۷ تا ۱۹۸۰، بیان نمودند که شرکت‌های با نسبت بالاتر از هیات مدیره‌ی مستقل، عملکرد بالاتری داشته‌اند. عمران (۲۰۰۹) در پژوهشی به این نتیجه رسید که نسبت بالای اعضای هیات مدیره‌ی غیرموظف و تغییر در ترکیب هیات مدیره پس از خصوصی سازی شرکت، بر روی عملکرد شرکت اثر مثبت دارد. نتایج تحقیق کاپلان و میتون (۱۹۹۴) نشان می‌دهد که انتخاب هیات مدیره‌ی مستقل بلافاصله پس از عملکرد ضعیف و زیانده‌ی عملیاتی شرکت، منجر به واکنش مثبت قیمت بازار در شرکت‌های ژاپنی می‌شود. بسیاری از مطالعات انجام شده نیز مؤید وجود ارتباط مثبت بین نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره و عملکرد شرکت است. (مهران، ۱۹۹۵؛ پیتریس ۲۰۰۲؛ مایکل ۱۹۸۸)

از سوی دیگر، ویر و لینینگ (۲۰۰۱) نقش ترکیب هیات مدیره را در عملکرد شرکت بی‌اهمیت قلمداد کرده‌اند. یرماک (۱۹۸۶) به یک رابطه‌ی منفی با اهمیت بین اعضای غیرموظف (مستقل) هیات مدیره و Q توبین 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 غیرموظف در ترکیب هیات مدیره و شاخص‌های مختلف عملکرد از قبیل Q توبین، دوره‌ی بازگشت سرمایه و دوره‌ی بازگشت دارایی‌ها بوده است (فوسبرگ، ۱۹۸۹؛ باگات و بلک، ۲۰۰۲)

۲.۳. جلسات هیات مدیره

جلسات هیات مدیره، مکانی است که در آن مدیران اجرایی و اعضای هیات مدیره اطلاعات خود را درمورد عملکرد شرکت، سیاست‌ها و طرح‌های آن مطرح می‌کنند و به اشتراک می‌گذارند. جلسات متعدد به برقراری ارتباط بهتر میان مدیران و اعضای هیات مدیره کمک می‌کند. اما برگزاری جلسات بیش از حد هیات مدیره، علاوه بر هزینه‌هایی که دارد (از قبیل زمان مدیریت، هزینه‌ی مسافرت و حق الزحمه‌ی حضور در جلسات هیات مدیره)، باعث انحراف مدیران شرکت از مسوولیت‌های عملیاتی و روزمره‌ی خود می‌گردد. از این رو، هیات مدیره می‌بایست تعادلی میان هزینه - منفعت تعداد جلسات برقرار کند.

در صورتی که هیات مدیره بتواند در برقراری جلسات هیات مدیره‌ی خود مؤثر عمل کند، بسته به محیط شرکت، می‌تواند منافع اقتصادی را با توجه به تئوری نمایندگی کسب نماید. وافیاس در تحقیق خود در سال ۱۹۹۹ به این نتیجه دست یافت که افزایش تعداد جلسات هیات مدیره پس از عملکرد ضعیف شرکت، باعث می‌گردد برگشت از عملکرد بد سریع‌تر اتفاق افتد. نتایج تحقیق آدامز و فریرا (۲۰۰۴) نیز نشان می‌دهد هنگامی که هیات مدیره جلسات بیشتری برگزار می‌کند، ارزش شرکت افزایش می‌یابد.

۴.۲. دانش مالی هیات مدیره

هیات مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری و قانون است تا بتواند بر افزایش ارزش شرکت مؤثر باشد (هیلمن و پاتزول، ۲۰۰۰) فرض زیر بنای این موضوع آن است که اعضای بدون تجربه در دانش حسابداری یا مالی، توانایی کم‌تری در کشف مشکلات موجود در گزارش‌گری مالی دارند. همچنین وجود یک عنصر مالی با تجربه می‌تواند باعث شود دیگر اعضا حساس و هوشیار باشند.

کاپلن و میتون (۱۹۹۴) به این نتیجه دست یافتند که زمانی که شرکت‌ها عملکرد و سوددهی ضعیفی دارند، در ترکیب هیات مدیره‌ی خود، از مدیران مالی استفاده می‌نمایند. اریکسون و دیگران در سال ۲۰۰۵ به بررسی ارتباط بین تخصص هیات مدیره و ارزش شرکت در شرکت‌های کانادایی بین سال‌های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که هیات مدیره‌ی دارای دانش مالی و حسابداری، نظارت کارآتری بر مدیریت شرکت دارد و باعث می‌شود ارزش شرکت (بر اساس شاخص Q توبین) افزایش یابد.

۵.۲. جدایی نقش رئیس هیات مدیره و مدیرعامل

وظیفه‌ی برگزاری و هدایت جلسات هیات مدیره برعهده‌ی رئیس هیات مدیره است. در بسیاری از کشورها، مدیرعامل همزمان در نقش رئیس هیات مدیره قرار دارد. به عنوان مثال، در ۷۰ تا ۸۰ درصد از شرکت‌های آمریکایی، مدیرعامل و رئیس هیات مدیره شخص واحدی هستند. (رادرس و همکاران، ۲۰۰۱) اما رویه‌های حاکمیت شرکتی رایج در اروپا، این دو نقش را تفکیک کرده‌اند و تنها در ۱۰ درصد از شرکت‌های انگلیسی، مدیرعامل همزمان رئیس هیات مدیره است. (کلس و همکاران، ۲۰۰۱) در آسیا وضعیت مابین آمریکا

و اروپا است.

از دیدگاه نظری، هنگامی که مدیر عامل در جایگاه رئیس هیات مدیره قرار می‌گیرد، تضاد منافع به وجود می‌آید. (پترا، ۲۰۰۵) همچنین در چنین حالتی، عملکرد نظارتی هیات مدیره کاهش می‌یابد. (اگراول، ۲۰۰۵) ترکیب نقش ریاست هیات مدیره و مدیرعامل، مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است. (فاما و جنسن، ۱۹۸۳) از این رو، ادبیات تئوریک بیان می‌دارد جدایی جایگاه هیات مدیره و مدیر عامل، باعث عملکرد بهتر شرکت می‌گردد؛ اما نتایج تحقیقات تجربی در این خصوص حاوی نتایج متفاوته است. (گیلان و همکاران، ۲۰۰۳) رودیگر و دیگران (۲۰۱۰) در پژوهشی نشان دادند جدایی ترکیب نقش ریاست هیات مدیره و مدیرعامل شرکت، رابطه‌ی 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 شرکت‌هایی که در آن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره فرد واحدی نیست، عملکرد بهتری دارند. تیلور و واتر (۲۰۰۴) با بررسی ۳۱۳ مورد از عرضه اولیه سهام شرکت‌های استرالیایی بین سال‌های ۱۹۷۶ تا ۱۹۹۳، به این نتیجه رسیدند که جداسازی رئیس هیات مدیره و مدیر عامل با عملکرد عملیاتی بالاتری در ارتباط است.

از سوی دیگر، جدایی نقش رئیس هیات مدیره و مدیر عامل، هزینه‌هایی از قبیل عدم هماهنگی و قدرت تصمیم‌گیری پایین‌تر را در بردارد که می‌تواند به طور معکوس، بر عملکرد شرکت تأثیر بگذارد. راجدی و دیگران (۲۰۰۸) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و ترکیب نقش ریاست هیات مدیره و مدیرعامل، رابطه‌ای منفی وجود دارد. بوید (۱۹۹۵) با استفاده از اطلاعات ۱۹۲ شرکت در ۱۲ صنعت به این نتیجه دست یافتند که در شرایط حاکمیت شرکتی خوب، عملکرد شرکت در زمانی که مدیر عامل همزمان در جایگاه رئیس هیات مدیره قرار دارد، ارتقا می‌یابد. دالتون و دیگران (۱۹۹۸) با بررسی ۶۹ تحقیق انجام شده طی ۴۰ سال، به نتایج مشابهی دست یافتند. نتایج تحقیق بریکلی و دیگران (۱۹۹۷) نشان داد که هیچ‌گونه مزایای عملکردی برای جدایی نقش رئیس هیات مدیره و مدیر عامل وجود ندارد.

۳. فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اهداف تحقیق، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر تبیین می‌شود:

۱. بین اندازه‌ی هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد؛
۲. بین ترکیب اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد؛
۳. بین تعداد جلسات اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد؛
۴. بین دانش مالی اعضای هیات مدیره و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد؛
۵. بین جدایی نقش رئیس هیات مدیره و مدیر عامل و عملکرد شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۴. روش پژوهش

پژوهش حاضر کاربردی و از نوع همبستگی چند متغیری است. به منظور بررسی رابطه‌ی بین عملکرد شرکت و متغیرهای مستقل، از ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن استفاده شده است.

جامعه‌ی آماری پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ است که او لاً داده‌های موردنیاز تحقیق در مورد این شرکت‌ها در دسترس باشد و ثانیاً شرکت‌های فوق در طی سال‌های مذکور، زیان‌ده نبوده باشند. بر این اساس، تعداد ۱۳۱ شرکت انتخاب و سپس با استفاده از فرمول نمونه‌گیری از جامعه‌ی محدود، تعداد ۷۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردیده است. کلیه‌ی داده‌های مورد نیاز مرتبط با متغیرهای وابسته و کنترلی، از متن صورت‌های مالی و از طریق سازمان بورس و سایت اینترنتی شرکت خدماتی بورس تهران به دست آمده است. اطلاعات مربوط به متغیرهای مستقل نیز با استفاده از اطلاعیه‌های دوره‌ای منتشر شده از سوی سازمان بورس اوراق بهادار و مراجعه‌ی مستقیم به شرکت‌ها گردآوری گردیده است.

به منظور تخمین متغیر وابسته (عملکرد شرکت)، از مدل رتبه‌بندی عملکرد شرکت‌ها استفاده شده است. بر این اساس، ابتدا ۵ شاخص رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص پس از کسر مالیات، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، برای هر یک از سال‌های ۸۰ تا ۸۷ به شرح جدول شماره ۱، محاسبه می‌شود:

جدول ۱: شیوه‌ی محاسبه‌ی شاخص‌های درآمد

نام شاخص	شیوه‌ی محاسبه‌ی شاخص
رشد درآمد	درآمد در سال t-۱ / ((درآمد در سال t-۱) - درآمد در سال t)
رشد سود عملیاتی	سود عملیاتی در سال t-۱ / (سود عملیاتی در سال t-۱) - سود عملیاتی در سال t
رشد سودخالص پس از مالیات	سود خالص در سال t-۱ / (سود خالص در سال t-۱) - سود خالص در سال t
بازده مجموع دارایی‌ها	مجموع دارایی‌ها / سود عملیاتی
بازده حقوق صاحبان سهام	حقوق صاحبان سهام / سود خالص پس از کسر مالیات

پس از محاسبه‌ی متغیرهای توضیح داده شده، شرکت‌های نمونه را بر اساس هر متغیر، رتبه‌بندی می‌نماییم. بدین ترتیب، هر نمونه دارای ۵ رتبه بر اساس رشد درآمد، رشد سود عملیاتی، رشد سود خالص، ROA و ROE است. سپس رتبه‌های مذکور را به صورت ذیل با یکدیگر جمع می‌نماییم:

$$\text{عملکرد} = \frac{\text{رتبه‌ی درآمد}}{1} + \frac{\text{رتبه‌ی رشد سود عملیاتی}}{1} + \frac{\text{رتبه‌ی رشد سود خالص}}{1} + \frac{\text{رتبه‌ی ROA}}{1} + \frac{\text{رتبه‌ی ROE}}{1}$$

و در نهایت، اعداد به دست آمده را مجدداً رتبه‌بندی می‌کنیم تا رتبه‌ی عملکرد هر شرکت برای هر یک از سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ به دست آید.

اما متغیرهای مستقل پژوهش به صورت ذیل تعریف و اندازه‌گیری شده است:

اندازه‌ی هیات مدیره: تعداد اعضای هیات مدیره در هر یک از سنوات پژوهش؛

استقلال هیات مدیره: نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات مدیره؛

تعداد جلسات هیات مدیره: تعداد جلسات برگزار شده از سوی هیات مدیره در هر

یک از سنوات پژوهش؛

دانش مالی هیات مدیره: تعداد اعضای دارای دانش مالی در ترکیب هیات مدیره در هر یک از سنوات پژوهش؛

جدایی نقش رییس هیات مدیره از مدیرعامل: اگر یک شخص واحد دارای این دو سمت باشد، از متغیر مصنوعی ۱ و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده شده است. با توجه به تحقیقات قبلی صورت گرفته، در این پژوهش از اندازه‌ی شرکت و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شده است. تعریف عملیاتی متغیرهای فوق به شرح زیر است:

اندازه‌ی شرکت: لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت در تاریخ ترازنامه؛

اهرم مالی: نسبت کل بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام در تاریخ ترازنامه.

برای بررسی رابطه‌ی متغیرهای کنترلی با متغیرهای وابسته و مستقل، از مدل رگرسیون خطی چند متغیره به شیوه‌ی استاندارد (داخلی) و گام به گام استفاده شده است.

۵. یافته‌های پژوهش

در این بخش، به ارائه‌ی تجزیه و تحلیل آماری یافته‌های پژوهش پرداخته می‌شود. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی

انحراف معیار	میانگین	تعداد نمونه	
۲۴,۲۴	۱۹,۰۳	۵۶۸	رشد درآمد
۲۲,۷۵	۱۷,۳۳	۵۶۸	رشد سود عملیاتی
۲۰,۹۸	۱۴,۶۸	۵۶۸	رشد سود خالص
۲۵,۸۶	۱۶,۵۵	۵۶۸	بازده دارایی‌ها
۳۲,۹۵	۱۸,۰۱	۵۶۸	بازده حقوق صاحبان سهام
۰,۷۰	۵,۳۳	۵۶۸	تعداد اعضای هیات مدیره
۰,۲۵	۰,۷	۵۶۸	نسبت اعضای غیرموظف
۷,۶۸	۱۵,۴۱	۳۲۰	تعداد جلسات هیات مدیره

انحراف معیار	میانگین	تعداد نمونه	
۱,۰۱	۱,۱۴	۳۴۵	دانش مالی اعضای هیات مدیره
۰,۳۵	۰,۱۷	۵۶۸	مدیرعامل / رییس هیات مدیره
۹۰۱,۰۲	۶۰۱,۷۸	۵۶۸	اندازه‌ی شرکت
۲,۱	۱۳,۰۲	۵۶۸	لگاریتم اندازه‌ی شرکت
۰,۲۱	۰,۶۵	۵۶۸	اهرم مالی

برای بررسی رابطه‌ی عملکرد شرکت و متغیرهای مستقل (بدون دخالت متغیرهای کنترلی) از تحلیل یک متغیره‌ی ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن استفاده شده است. نتایج آزمون فوق در جدول شماره ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: محاسبه‌ی ضریب همبستگی رتبه‌ای بین عملکرد و متغیرهای مستقل

نام متغیر	تعداد	ضریب همبستگی	سطح معنی‌داری
تعداد اعضای هیات مدیره	۵۶۸	۰/۰۲	۰/۸۲۲
نسبت اعضای غیرموظف	۵۶۸	-۰/۰۰۸	۰/۹۶۵
تعداد جلسات هیات مدیره	۳۲۰	-۰/۰۰۷	۰/۷۲۵
دانش مالی هیات مدیره	۳۴۵	-۰/۰۹۲	۰/۳۱۲
مدیرعامل / رییس هیات مدیره	۵۶۸	-۰/۰۰۶	۰/۴۱۲

یافته‌های جدول شماره ۳ نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵ درصد، ویژگی‌های هیات مدیره تأثیر بااهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد ($p > 0.05$). به عبارت دیگر هیچ یک از فرضیه‌های پژوهش مورد تأیید قرار نگرفته است.

به منظور بررسی رابطه‌ی بین هر یک از متغیرهای مستقل با عملکرد شرکت در حضور متغیرهای کنترلی (اهرم مالی و اندازه شرکت)، از رگرسیون خطی چند متغیره به شیوه‌ی استاندارد (داخلی) و گام به گام استفاده شده است.

خلاصه‌ی نتایج حاصل از رگرسیون خطی چند متغیره، به شیوه‌ی استاندارد (داخلی) در جدول شماره ۴ ارائه شده است. بررسی مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که در تمامی موارد، تنها اندازه‌ی شرکت رابطه‌ی معنی‌داری با عملکرد شرکت دارد ($P < 0.05$) و متغیر

کنترلی اهرم مالی و متغیرهای مستقل، رابطه‌ی معنی‌داری با عملکرد شرکت ندارند که این امر یافته‌های تحلیل یک متغیره با استفاده از ضریب همبستگی اسپیرمن را تأیید می‌کند.

جدول ۴: نتایج تحلیل رگرسیون جداگانه‌ی متغیرهای مستقل با عملکرد در حضور متغیرهای کمکی

ضریب تعیین	ضریب رگرسیون	انحراف معیار	مقدار t	معنی داری	ضریب
۰,۰۲۱	۷۰,۳۱	۱۶,۴۱	۴,۲۸۴	۰,۰۰۱	ثابت رگرسیون
	-۲,۲۶	۷,۱۵	۰,۳۱۶	۰,۸۶۵	اهرم
	-۳,۰۱	۰,۸۴	-۳,۵۸	۰,۰۰۳	لگاریتم اندازه
	۲,۵۴	۲,۱۶	۱,۱۸	۰,۵۶۴	تعداد اعضای هیات مدیره
۰,۰۲۳	۶۵,۱۵	۱۲,۷	۵,۱۳	۰,۰۰۲	ثابت رگرسیون
	-۳,۵۴	۷,۸	-۰,۴۵	۰,۶۷۹	اهرم
	-۳,۳۳	۰,۸۶	-۳,۸۷	۰,۰۰۲	لگاریتم اندازه
	۰,۶۵	۶,۱	۰,۱	۰,۹۶۵	نسبت اعضای غیرموظف
۰,۰۲۴	۶۵,۷۶	۱۲,۸۶	۵,۱۱	۰,۰۰۲	ثابت رگرسیون
	-۲,۶۹	۵,۶۴	-۰,۴۸	۰,۸۱۶	اهرم
	-۲,۹۸	۰,۶۶	-۴,۵۱	۰,۰۰۵	لگاریتم اندازه
	۰,۰۹	۰,۱۴	۰,۶۴	۰,۶۶۵	تعداد جلسات هیات مدیره
۰,۰۲۳	۶۹,۶۵	۱۲,۹۹	۵,۳۶	۰,۰۰۱	ثابت رگرسیون
	-۴,۰۱	۷,۲	-۰,۵۶	۰,۷۱۶	اهرم
	-۲,۰۳	۰,۸۱	-۲,۵۰	۰,۰۲۱	لگاریتم اندازه
	-۰,۵۹	۱,۹۵	-۰,۳	۰,۸۱۶	دانش مالی
۰,۰۲۵	۶۹,۶۶	۱۳,۰۱	۵,۳۵	۰,۰۰۲	ثابت رگرسیون
	-۳,۰۱	۷,۰۱	-۰,۴۳	۰,۷۱۶	اهرم
	-۲,۹۸	۰,۸۵	-۳,۵	۰,۰۰۹	لگاریتم اندازه
	-۲,۹۵	۳,۰۱	-۰,۹۸	۰,۵۱۶	مدیرعامل رییس هیات مدیره

به منظور بررسی رابطه‌ی همزمان بین همه‌ی متغیرهای مستقل و عملکرد در حضور متغیرهای کنترلی، از تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از روش انتخاب متغیر گام به گام استفاده شده است. براساس نتایج جدول شماره ۵، تنها متغیر لگاریتم اندازه‌ی شرکت در مدل باقی مانده است که نشان می‌دهد از بین تمامی متغیرهای فوق، تنها اندازه‌ی شرکت تعیین کننده‌ی رتبه‌ی عملکرد شرکت خواهد بود. هرچند وجود ضریب تعیین معادل ۰/۰۲۱ نشان می‌دهد که تنها ۲ درصد از تغییرات عملکرد براساس متغیر اندازه‌ی شرکت قابل اندازه‌گیری است.

جدول ۵: نتایج حاصل از مدل رگرسیون به روش گام به گام

ضریب تعیین	معنی داری	مقدار t	انحراف معیار	ضریب رگرسیون	
۰,۰۲۱	۰,۰۰۱	۵,۵۸	۱۲,۰۱	۶۷,۱	ثابت رگرسیون
	۰,۰۰۵	-۳,۲۷	۰,۹۲	-۳,۰۱	لگاریتم اندازه

۶. بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر دارای محدودیت‌هایی است که باعث می‌شود نتایج آن با احتیاط بیان شود. از آن جمله می‌توان به عدم کنترل متغیرهایی نظیر شرایط اقتصادی و سیاسی، نوع صنعت، موضوع و نوع فعالیت شرکت، عمر شرکت، وضعیت اقتصاد جهانی و قوانین و مقررات داخلی و بین‌المللی اشاره نمود که می‌تواند متغیرهای تحقیق و به ویژه عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار دهد و نتایج پژوهش را محدود سازد.

نتایج آزمون فرضیه‌ی اول نشان می‌دهد ارتباطی بین اندازه‌ی هیات مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. با توجه به ماده‌ی (۱۰۷) اصلاحیه‌ی قانون تجارت، تعداد اعضای هیات مدیره‌ی بیشتر شرکت‌های سهامی عام، ۵ نفر است. (در تحقیق حاضر در ۹۱ درصد از موارد هیات مدیره دارای ۵ عضو است). از این رو مورد مذکور ممکن است نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار داده باشد. از سوی دیگر، این موضوع بیان‌گر آن است که الزامات قانونی تعیین کننده‌ی اندازه‌ی هیات مدیره است و به سایر عوامل نظیر موضوع فعالیت شرکت، اندازه و ساختار شرکت و غیره، توجه نمی‌شود. نتایج تحقیق بون و دیگران (۲۰۰۴) مطابق با تحقیق حاضر است. (بن و همکاران، ۲۰۰۴)

برخلاف نتایج تحقیق در کشورهای توسعه یافته، نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم نشان می‌دهد که شواهدی دال بر وجود ارتباط بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. به عبارت دیگر، نقش ترکیب هیات مدیره (مدیران غیرموظف) مطابق با تئوری نمایندگی نیست و توانایی این ابزار نظارتی در بهبود عملکرد شرکت ضعیف است. به طور کلی، در تمامی تحقیقات از جمله تحقیق حاضر، نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به عنوان شاخص استقلال هیات مدیره در نظر گرفته شده است. در حالی که ممکن است در اثر عواملی نظیر روابط فامیلی، وابستگی‌های شغلی و غیره، اعضای غیرموظف واقعاً مستقل نباشند و منافع شرکت با منافع آن‌ها گره خورده باشد. عضویت همزمان اعضای غیرموظف در هیات مدیره‌ی چند شرکت نیز ممکن است از دیگر علل کاهش اثربخشی آن باشد. (مورک و همکاران، ۱۹۸۸) نتایج تحقیق فوسبرگ (۱۹۸۹) و بیهاجات و بلک (۲۰۰۲) نیز مؤید عدم رابطه بین نسبت اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره و عملیات شرکت بوده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ی ۳ نیز نشان داده است که ارتباطی بین تعداد جلسات هیات مدیره و عملکرد شرکت وجود ندارد. این موضوع می‌تواند به این دلیل باشد که جلسات هیات مدیره تنها برای رفع تکلیف و رعایت الزامات قانونی مقرر در اصلاحیه‌ی قانون تجارت تشکیل می‌گردد و از کارایی چندانی برخوردار نیست.

در خصوص عدم پذیرش فرضیه‌ی چهارم تحقیق، لازم به توضیح است که اکثر اعضای دارای دانش مالی در ترکیب هیات مدیره، عضو موظف و اجرایی هستند. معمولاً مدیر مالی؛ در حالی که با توجه به نقش و کارکرد نظارتی اعضای غیرموظف، در متون حاکمیت شرکتی بر حضور حداقل یک عضو مالی غیرموظف در ترکیب هیات مدیره تأکید شده است.

هرچند براساس الزامات قانونی مقرر در ماده ۱۲۴ قانون تجارت، در بیش از ۸۶ درصد از موارد مدیرعامل همزمان رییس هیات مدیره‌ی شرکت نیستند، از این رو لذا نتایج آزمون فرضیه‌ی پنجم نشان می‌دهد هیچ گونه مزایای عملکردی برای جدایی این دو نقش وجود ندارد. بریکلی و دیگران (۱۹۹۷) نیز به شواهد یکسانی دست یافته‌اند.

به طور کلی، نتایج پژوهش نشان می‌دهد هیات مدیره در ایران در یک جایگاه سمبولیک قرار دارد و به صورت کارآ به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی و

بهبود عملکرد شرکت عمل نمی‌نماید. از این رو، با توجه به فرایند خصوصی‌سازی و کوچک‌سازی دولت که از مهم‌ترین مباحث اقتصادی روز است، تصویب و اجرای هر چه سریع‌تر آیین‌نامه‌ی حاکمیت شرکتی که توجه ویژه‌ای به نظام حاکمیت شرکتی و به خصوص هیات مدیره داشته است، ضروری به نظر می‌رسد.

با توجه به موارد فوق، برخی از موضوعاتی که برای تحقیقات آینده پیشنهاد می‌گردد، عبارتند از:

- ۱- بررسی تأثیر سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی همچون حسابرسان مستقل، حسابرسی داخلی، کمیته‌ی حسابرسی و سهام‌داران نهادی بر عملکرد شرکت.
- ۲- انجام تحقیق بر اساس سایر شاخص‌های عملکرد، همچون Q توبین و غیره.
- ۳- بررسی ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با متغیرهایی چون قیمت سهام شرکت‌ها و پیش‌بینی درآمد هر سهم.

منابع

الف. فارسی

سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۵). متن کامل پیشنویس آیین نامه اصول راهبری شرکت، مجله بورس، شماره ۵۲، تهران.

قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دوفصلنامه تحقیقات مالی*، ۲۳: ۳۳.

ب. انگلیسی

- Adams, R. B. and Mehran, H. (2005)., Corporate Performance, Board Structure and its Determinants in the Banking Industry in EFA 2005 Moscow Meetings.
- Adams, Rene B. and Daniel Ferreira, (2004). The moderating effect of group decision making, Working Paper. Stockholm School of Economics.
- Agrawal, A. and Chadha, S. (2005). Corporate governance and accounting scandals. *LAWANDECONOMICS JOURNAL* 371-406
- Ang, James S., Rebel A. Cole and James Wuh Lin (2000). Agency costs and ownership structure. *JOURNAL OF FINANCE* 81-106.

- 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.
- Baysinger, Barry. D., and Butler, Henry N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *LAW, ECONOMICS AND ORGANIZATION JOURNAL*: 101-124.
- 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.
- Bhagat, S, and Bernard B. (2000). Board Independence and Long-Term Firm Performance, Working Paper, University of Colorado.
- Bhagat, S. and Black, B. (2002). The Non-correlation between board independence and long-term firm performance. *CORPORATION LAW JOURNAL*: 231-274.
- 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.
- Boyd, B.K. (1995). CEO duality and firm performance: A contingency model. *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL* 16: 309-312.
- Brickley, James A., Coles, Jeffrey L., and Gregg Jarrell, (1997). Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board, *JOURNAL OF CORPORATE FINANCE* 9: 220.
- Coles, J.W., McWilliams, V.B., and Sen, N. (2001). An examination of the relationship of governance mechanisms to performance. *JOURNAL OF MANAGEMENT*: 23-50.
- Dalton, C. M. and Dalton, D. R. (2005), Boards of Directors: Utilizing Empirical Evidence in Developing Practical Prescriptions. *BRITISH JOURNAL OF MANAGEMENT* 16: 91-97.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E. and Johnson, J. L. (1998). 'Meta-analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance'. *STRATEGIC MANAGEMENT JOURNAL* 19: 269-290.
- Deakin, S. and Konzelmann, S. J. (2004) Learning from Enron. *Corporate Governance*, 12: 134-142.
- 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.

- Erickson, J., Park, Y. W., Reising, J. and Shin, H. H. (2005). Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence. *PACIFIC-BASIN FINANCE JOURNAL*, 18: 387-410.
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *JOURNAL OF LAW AND ECONOMIC THEORY*, 3: 301-325.
- Fuerst, O. and S. H. Kang. (2000). Corporate Governance, Expected operating performance and pricing. Draft.
- Fosberg, R. (1989). Outside directors and managerial monitoring. *AKRON BUSINESS AND ECONOMIC REVIEW*, 24: 24-32.
- Gompers, P., Joy, I. and Andrew Metrick. (2003). Corporate governance and equity prices. *QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS*, 118: 1-155.
- Gillan, Stuart L., Jay C. Hartzell, and Laura T. Starks. (2003). Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions, Working paper.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. *Financial Management. FINANCIAL MANAGEMENT ASSOCIATION*, 20: 101-112.
- Hermalin, B. E. and Weisbach, M. S. (2003), Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature, Center for Responsible Business. Working Paper Series. Paper 3.
- Jensen, Michael C., (1993), The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *JOURNAL OF FINANCE*, 48: 831-880.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), Theory of firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 3: 305-360.
- Jensen, Michael C., and Kevin J. Murphy, (1990), Performance pay and top-management incentives. *JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY*, 98: 255-264.
- Johnson, J. L., Daily, C. M. and Ellstrand, A. E. (1996). Boards of Directors: A review and research agenda. *JOURNAL OF MANAGEMENT*, 22: 409-438.
- Kaplan, S. and B. Minton. (1994). Appointment of outsiders to Japanese boards: Determinants and implications for managers. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 39: 225-57.
- Lipton, M. and Lorsch, J. W. (1992), A Modest Proposal for Improved Corporate Governance. *BUSINESS LAWYER*, 48: 59-77.
- 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.
- Mak, Y. T. and Li, Y. (2001), Determinants of Corporate Ownership and Board Structure: Evidence from Singapore. *JOURNAL OF CORPORATE FINANCE* 7: 236-256.
- Mehran, Hamid, (1995), Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 38-87.
- Muth, M. M., and Donaldson, L. (1998). Steward theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance*, 6: 5-28.
- O'Connell, V and Cramer, N. (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. *EUROPEAN MANAGEMENT JOURNAL* Press, Corrected Proof, Available online 21 March.
- Omran, M, (2009), Post-Privatization Corporate Governance and Firm Performance: The Role of Private Ownership Concentration, Identity and Board Composition. *JOURNAL OF COMPARATIVE ECONOMICS* 658-673
- Petra, S. T. (2005). Do outside independent directors strengthen corporate boards? *CORPORATE GOVERNANCE* 5: 55-72.
- Pinteris, G. (2002). Ownership Structure, Board Characteristics and Performance of Argentine Banks. Mimeo. Department of Economics, University of Illinois.
- Rachdi, H and Elgaied, M. (2008). Composition, Structure of Board of Directors and Performance: The Case of American Firms, Available at SSRN:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1209442.
- Rhoders, D. L., rechner P. L. and sundaramurthy, C. (2001). A meta-analysis leadership structure and financial performance: are two heads better than one?. *CORPORATE GOVERNANCE AN INTERNATIONAL REVIEW* 9: 311-319.
- Rüdiger, F and René, M Stulz, (2010). Why do firms appoint CEOs as outside directors?. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* Press, Corrected Proof, Available online 11 March 2010.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *THE JOURNAL OF FINANCE* 52: 737-783.
- Vafeas, N, (1999), Board meeting frequency and firm performance, *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 58: 113-142.
- Vafeas, N. (2000), Board Structure and the Informativeness of Earnings, *JOURNAL OF ACCOUNTING AND PUBLIC POLICY* 19: 131-160.

- Weir, C, Laing, D and McKnight, Phillip J. (2001). An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=286440>
- Weisbach. Michael S. (1988), outside directors and CEO turnover. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 201435-460.
- Wu, Y. (2000). Honey, CalPERS Shrunk the Board, Working Paper. University of Chicago.
- Yermack, D. (1996). Higher market valuation of companies with a small board of directors. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 201185-221.
- Yermak, D. (1986). Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS* 201185-211.

