

فصلنامه مطالعات حسابداری

شماره ۲۹ - بهار ۱۳۹۰

صص ۹۷- ۱۱۳

## تأثیر ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمد عرب مازار یزدی \*

رضا طاهرخانی \*\*

### چکیده

تغییر مالکیت شرکت‌ها به سوی عمومی شدن به عنوان یک روش کارا و به صرفه، باعث افزایش سرمایه شرکت و در نتیجه توسعه عملیات تجاری آن می‌شود. نیاز به سرمایه‌های کلان در واحدهای تجاری و در نتیجه آن، تشکیل شرکت‌های سهامی به تفکیک مالکیت از مدیریت در سطح شرکت‌ها و در نتیجه ایجاد تضاد منافع میان مدیران و مالکان منجر شد. طی سال‌های اخیر راهبری شرکتی که دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط بین سهامداران، مدیران، حساب‌رسان و سایر افراد ذی‌نفع است، به عنوان کاهش دهنده میزان اختلاف بین سهامداران مختلف و

---

\* دانشیار گروه حسابداری دانشگاه شهید بهشتی Email: Arabmazar@yahoo.com

\*\* کارشناس ارشد رشته حسابداری دانشگاه شهید بهشتی Email: re\_taherkhani@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۳/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۱/۲۸

همچنین جدایی مالکیت از کنترل واحد تجاری مطرح شده است. یکی از عوامل بسیار مهم که به کنترل رابطه نمایندگی کمک می کند هیات مدیره و نوع ترکیب آن است. در نتیجه ضرورت بررسی عوامل مربوط به ترکیب هیات مدیره و تاثیر آن بر عملکرد شرکت ها از اهمیت ویژه ای برخوردار است. نتایج آزمون شش فرضیه مطرح شده در این تحقیق نشان داد که متغیرهای راهبری شرکتی شامل تعداد اعضای هیات مدیره و تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره و تعداد سهامداران عمده هیچ تاثیری بر بازده حقوق صاحبان سهام ندارد، اما از سویی دیگر این متغیرها بر  $Q$  توپین موثر هستند. نتایج نشان داد که تعداد اعضای هیات مدیره تأثیری منفی و البته کم اهمیتی بر  $Q$  توپین دارد، ولی تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره و تعداد سهامداران عمده دارای تاثیر مثبت و البته ناچیز بر  $Q$  توپین هستند.

واژه های کلیدی: ترکیب هیات مدیره، راهبری شرکتی، عضو غیرموظف هیات مدیره، سهامدار عمده،  $Q$  توپین، بازده حقوق صاحبان سهام.

#### مقدمه

تفکیک مالکیت از مدیریت (کنترل) در سطح شرکت ها باعث به وجود آمدن تضاد منافع میان مدیران و مالکان شده است. از رابطه میان مدیران و مالکان با عنوان رابطه نمایندگی یاد می شود. رابطه نمایندگی تحت عنوان قراردادی تعریف می شود که در آن شخص یا اشخاصی (مالکین) شخص دیگری (نماینده) را برای انجام برخی خدمات استخدام کرده و بدینوسیله اختیار اتخاذ برخی از تصمیمات را به او محول کنند. ممکن است این نمایندگی و داشتن قدرت، مدیرانی فرصت طلب را تربیت کند که در پروژه هایی که منافع مدیر را به جای منافع سهامداران تامین می کند، سرمایه گذاری کند. طی سال های اخیر راهبری شرکتی که دربرگیرنده مجموعه ای از روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذی نفع است به عنوان کاهش دهنده میزان اختلاف زیاد بین سهامداران مختلف و همچنین جدایی مالکیت از کنترل واحد تجاری مطرح شده است. با توجه به مطالب فوق و همچنین کنترل تصمیمات کلیدی و مهم روزانه واحد تجاری توسط مدیران حرفه ای و سایر

عوامل نظارتی، می‌توان "چگونگی کنترل مدیران توسط سهامداران" را یکی از اهداف اصلی راهبری شرکتی دانست. راهبری شرکتی متضمن برقراری نظامی کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و همچنین اجرای صحیح مصوبات مجامع صاحبان سهام و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد و برای ترویج بهتر عملکرد جهت دستیابی به اهداف شرکت و تحقق عملی ساز و کارهای نظارت و کنترل، به کار گرفته می‌شود.

### مبانی نظری و پیشینه تحقیق

راهبری شرکتی تحت عنوان مکانیزم‌هایی برای مواجهه با جدایی مالکیت از کنترل واحد تجاری و همچنین تضادهای بالقوه ناشی از تئوری نمایندگی به وجود آمد (انکوب، ۲۰۰۶). در تعریفی دیگر می‌توان به این موضوع اشاره کرد که راهبری شرکتی دربرگیرنده مجموعه‌ای از روابط بین سهامداران، مدیران، حساب‌برسان و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظامی کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و همچنین اجرای صحیح مصوبات مجامع صاحبان سهام و جلوگیری از سوء استفاده‌های احتمالی می‌باشد. (حساس یگانه و خیرالهی، ۱۳۸۷)

رایج‌ترین طبقه‌بندی سیستم‌های راهبری شرکتی به وجه تمایز میان "سهامداران" و "ذینفعان" می‌پردازد. سیستم راهبری شرکتی متمایل به سهامداران مربوط به شرکت‌هایی است که در راه پیشینه کردن منافع شخصی سهامداران تلاش می‌کنند. ولی در مقابل این سیستم، سیستم راهبری شرکتی متمایل به ذی‌نفعان به عنوان واحدهای اجتماعی تعریف می‌شوند که به تعهدات عمده به ذینفعانی مانند کارکنان و تامین‌کنندگان مربوط می‌شوند. (بارکر، ۲۰۰۶)

تغییر مالکیت شرکت‌ها به سوی عمومی شدن به عنوان یک روش کارا و به صرفه تلقی می‌شود که باعث افزایش سرمایه شرکت و در نتیجه توسعه عملیات تجاری آن می‌شود. در نتیجه، شرکت‌های جدید و بزرگتر به وجود آمده، چندین مالک یا سهامدار خواهند داشت. با این مفروضات، مالکان وارد قراردادی می‌شوند

که طی آن هدایت شرکت را به هیات مدیره یا مدیران واگذار می‌کنند. (شکیر، ۲۰۰۸)

برقراری رابطه میان تئوری نمایندگی و راهبری شرکتی منتج به روش‌هایی می‌شود که حفظ منافع طرفین را به دنبال دارد. از جمله مکانیزم‌های راهبری شرکتی که باعث استقرار یک کنترل موثر بر رابطه نمایندگی و تضاد منافع ناشی از آن می‌گردند هیات مدیره و ترکیب آن است. (فایرت و دیگران، ۲۰۰۲)

هیات مدیره رکن مهمی در ساختار سازمانی هر شرکت می‌باشد که محور ارتباطی میان سهامداران و مدیران تلقی می‌شود، و به واسطه همین موضوع، ایفا کننده نقش مهمی در راهبری شرکتی در سطح شرکت‌ها می‌باشد. عمده مباحث در این حیطه نیز با دستیابی به یک ترکیب بهینه از هیات مدیره سر و کار دارد. (دهین و دیگران، ۲۰۰۱)

هیات مدیره عاملی کلیدی در انجام هر چه بهتر راهبری شرکتی در سطح شرکت‌ها می‌باشد. هیات مدیره مهم‌ترین عاملی است که از طریق آن سهامداران می‌توانند مدیریت اجرایی را کنترل کنند. در ادبیات موضوعی این مبحث مطالعات تجربی گوناگونی انجام شده است که به بررسی جنبه‌های مختلف ارتباط هیات مدیره و عملکرد شرکت پرداخته‌اند. نقطه عطف این مطالعات، تاثیر هیات مدیره در نظارت بر فرآیند پیشینه‌سازی ارزش سهام سهامداران است. اندازه، ترکیب و تعداد اعضای مستقل هیات مدیره جزء ویژگی‌هایی بوده است که در مطالعات متعدد، به عنوان عوامل ارزیابی شرکت و عملکرد مورد استفاده و آزمایش قرار گرفته است. (انکوب، ۲۰۰۶)

در ارتباط با تحقیقات مشابه داخلی می‌توان به تحقیق توتابخانه بناب (۱۳۸۷) با موضوع بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکت و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اشاره کرد. در این تحقیق متغیرهای راهبری شرکت شامل درصد اعضای غیر اجرایی هیات مدیره و نقش ترکیب مدیریت می‌باشد. همچنین از بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم به عنوان متغیرهای عملکردی استفاده شده است. نتایج

تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین عوامل مربوط به ترکیب هیات مدیره با عوامل عملکردی شرکت‌ها است. بدین معنا که هیچ رابطه‌ای بین ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران یافت نشد. در نتیجه فرضیات تحقیق که معنادار نبودن رابطه فوق را مورد بررسی قرار داده بود تایید شدند.

در تحقیق دیگری که توسط احمدوند (۱۳۸۵) انجام شد، تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. متغیرهای به کار گرفته شده در این تحقیق شامل دو گروه متغیرهای اصلی و متغیرهای کنترلی بود. متغیرهای مستقل شامل متغیرهای راهبری شرکتی و متغیرهای وابسته به متغیرهای عملکردی مربوط بودند. متغیر کنترلی نیز عامل صنعت در نظر گرفته شد. از آنجا که هدف این تحقیق مقایسه میانگین‌های متغیر مستقل و بررسی تأثیر آنها بر متغیر وابسته بود، لذا روش آماری مورد استفاده در این تحقیق تحلیل واریانس تک عاملی و چند عاملی می‌باشد. نتایج تحقیق نشان داد رابطه معناداری میان مالکیت و عملکرد شرکت‌ها وجود ندارد. با این وجود، بر اساس نتایج حاصله با افزایش تعداد سهامداران عمده ROE نیز افزایش می‌یابد. این موضوع نشانگر تأثیر نظارت و کنترل صورت پذیرفته توسط سهامداران عمده می‌باشد. علی‌رغم معنادار نبودن رابطه، هرچه تعداد سهامداران عمده شرکت کمتر باشد، ضریب P/E نیز کمتر و مطلوب‌تر می‌شود.

شریعت پناهی (۱۳۸۰) نیز تحقیقی با موضوع ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و ساز و کارهای کنترل رفتار مدیران از دیدگاه نظریه نمایندگی انجام داد. جامعه آماری این تحقیق متشکل از یکصد شرکت سهامی بوده و برای ارزیابی عملکرد از متغیر مالی  $q$  توین استفاده کرد. وی به آزمون رابطه میان هفت ساز و کار کنترل عملکرد مدیران و متغیرهای عملکردی پرداخت و نتوانست به رابطه معناداری میان مالکیت و عملکرد شرکت دست یابد.

تحقیق دیگری توسط قنبری (۱۳۸۶) انجام شده است که به بررسی تأثیر مکانیزم‌های راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران پرداخته است. متغیرهای عملکردی شامل رشد سود خالص و  $Q$  توبین بوده و متغیرهای راهبری شامل سه متغیر تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره، حسابرسی داخلی و شفافیت اطلاعات است. دو روش آماری جهت آزمون فرضیه‌ها مورد استفاده قرار گرفته که شامل رگرسیون چند متغیره و همچنین ضریب همبستگی اسپیرمن است. بر اساس یافته‌های تحقیق، هیچکدام از روابط میان سه متغیر مستقل فوق و عملکرد شرکت، رابطه معناداری نیستند.

از بین تحقیقات مشابه خارجی نیز می‌توان به تحقیق انجام شده توسط پناشن و همکارانش (۲۰۰۳) اشاره کرد که رابطه میان ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تورنتو را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های این تحقیق نشان داد که تعداد بیشتر مدیران خارجی در شرکت‌های سهامی عام تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته است. همچنین طبق این تحقیق اساساً اثر افزایش نسبت مدیران خارجی به کل مدیران به بیشتر از ۵۰ درصد با اثر ناشی از افزایش این نسبت در سطوح بالاتر از ۵۰ درصد تفاوت زیادی ندارد. در قسمت دیگری از این تحقیق به این موضوع اشاره شده است که افزایش تعداد مدیران خارجی برای شرکت‌هایی مفیدتر است که مواجهه با مشکلات نمایندگی برای آنها محتمل است. جهت انجام این تحقیق ویژگی‌های مربوط به ساختار مالکیت و ترکیب هیات مدیره و همچنین اطلاعات مالی ۳۰۰ شرکت بزرگ بورس تورنتو در بازه زمانی سال‌های ۱۹۹۳ تا ۱۹۹۷ جمع آوری شده است. جهت ارزیابی عملکرد شرکت، علاوه بر نسبت  $Q$  توبین، از اطلاعات دیگری مانند نسبت بدهی به دارایی‌ها، بازده دارایی‌ها (ROA)، نسبت دارایی‌های نامشهود به کل دارایی‌ها، اندازه شرکت و ... استفاده شده است. در طرف مقابل، متغیرهای کنترلی شامل نسبت مدیران خارجی مستقل به کل مدیران، اندازه هیات مدیره، درصد سهام متعلق به اعضای هیات مدیره، ترکیب سهامداران و ... می‌باشند.

در تحقیق دیگری که در توسط پوستما و همکارانش (۲۰۰۱) با موضوع ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت در هلند انجام شد نشان داده شد که متغیرهای مختلفی مانند اندازه هیات مدیره، تعداد مدیران خارجی هیات مدیره و پاداش هیات

مدیره در افزایش نقش نظارتی هیات مدیره دخالت دارند. منبع اطلاعاتی این تحقیق، اطلاعات ۹۴ شرکت (عمدتاً تولیدی) بورس آمستردام در ۸ گروه صنعتی متفاوت می باشد که این تعداد، در حدود ۶۰ درصد کل شرکت های بورس آمستردام را شامل می شود. بر اساس یافته های این تحقیق، رابطه ای میان عملکرد شرکت و اندازه هیات مدیره آن وجود ندارد و همچنین بین تعداد مدیران خارجی هیات مدیره و عملکرد شرکت وابستگی معکوسی وجود دارد.

ییربو و بیکه (۲۰۰۶) نتایج تحقیق خود در ارتباط با بررسی رابطه میان اندازه و ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت های کشور آفریقایی غنا را منتشر کردند. این تحقیق بر اساس اطلاعات ۱۶ شرکت در دوره زمانی سال های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۱ انجام شد. استخراج اطلاعات مالی از صورت های مالی و دستیابی به اطلاعات راهبری شرکت از طریق پرسشنامه و مشاهدات شخصی محققان صورت پذیرفت. بررسی رابطه میان برخی معیارهای راهبری شرکتی مانند اندازه هیات مدیره و ترکیب آن با عملکرد شرکت ها (غیر مالی)، موضوع این تحقیق می باشد. متغیرهای عملکرد شامل  $q$  توبین، بازده دارایی ها (ROA) و نرخ رشد فروش می باشد. متغیرهای راهبری شرکتی نیز شامل اندازه هیات مدیره، نسبت مدیران خارجی به کل مدیران و یک متغیر مجازی می باشد که بر اساس آن اگر رئیس هیات مدیره و مدیرعامل شرکت شخص واحدی باشند یک و در غیر اینصورت صفر مد نظر قرار می گیرد. نتایج رگرسیونی نشان دادند که اندازه هیات مدیره رابطه مثبتی با معیارهای  $q$  توبین و بازده دارایی ها دارد. نکته قابل توجه در میان یافته ها این است که در کشور غنا، ترکیب هیات مدیره تأثیری ناچیز اما منفی بر عملکرد شرکت داشته است.

تحقیق انجام شده توسط هرمالین و ویزباخ (۲۰۰۰) با سایر تحقیقات قبلی تفاوت داشت. این تحقیق به یک دید سنتی در خصوص رابطه میان ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت پرداخت و آن را بسط داد. در مدل جدید، به جای تأثیر یک جانبه ترکیب هیات مدیره بر عملکرد شرکت، یک رابطه دو سویه ارائه گردید. بدین معنی که ترکیب هیات مدیره و عملکرد شرکت یکدیگر را تحت تأثیر قرار می دهند. بر اساس این رابطه دو سویه عملکرد ضعیف شرکت می تواند دلیلی برای سهامداران

باشد تا هیات مدیره مستقل تری را انتخاب کنند. همچنین استقلال هیات مدیره نیز می تواند اثر مثبتی بر عملکرد مالی داشته باشد. (والاس و دیگران، ۲۰۰۴)

### متغیرهای تحقیق

#### متغیر مستقل

متغیرهای مستقل در این تحقیق، متغیرهای راهبری شرکتی و به طور خاص ترکیب هیات مدیره می باشند. این متغیرها عبارتند از:

#### اندازه هیات مدیره

هیات مدیره هایی که تعداد مدیران آنها زیاد است می تواند برای شرکت مفید نباشد و هزینه های زیادی نیز به همراه داشته باشد. به نظر می رسد هیات مدیره بزرگتر موجب بهبود وظیفه نظارتی خود و در نتیجه اثر بخشی بیشتر می شود، اما از سویی دیگر، ممکن است هیات مدیره بسیار بزرگ شود و متعاقب آن کیفیت ارتباطات موجود در آن نیز تحت تاثیر این موضوع قرار گیرد.

#### اعضای غیر موظف هیات مدیره

مدیر غیرموظف به مدیری اطلاق می شود که عضو پاره وقت هیات مدیره است و فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می باشد. طبق ماده ۵ پیش نویس آیین نامه اصول راهبری شرکت، اکثریت اعضای هیات مدیره شرکت های بورسی باید از مدیران غیرموظف باشند. (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۵)

#### سهامداران عمده

پیش نویس آیین نامه اصول راهبری شرکت سهامدار عمده را سهامداری معرفی می کند که مستقلاً بتواند حداقل یک عضو هیات مدیره را منصوب کند و بیشترین حق کنترل و توانایی نظارت بر هیات مدیره شرکت را دارا باشد. (سازمان بورس و اوراق بهادار، ۱۳۸۶)



### متغیر وابسته

متغیرهای وابسته در این تحقیق، متغیرهای عملکرد شرکت می‌باشند. متغیرهای عملکردی بدین شرح می‌باشند:

#### نسبت $q$ توپین

توپین در دهه ۱۹۶۰ میلادی نسبت  $q$  توپین را به عنوان شاخصی برای پیش بینی اینکه آیا وجوه سرمایه‌گذاری شده افزایش و کاهش خواهند یافت معرفی کرد. وقتی  $q$  بیشتر از یک است شرکت می‌باید اقدام به سرمایه‌گذاری کند، زیرا بازار ارزش آن را بیش از سرمایه‌گذاری اش برآورد می‌کند.

#### بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)

این نسبت بیانگر بازده سرمایه‌گذاری سهامداران شرکت می‌باشد و برای تشخیص توانایی مدیریت در کسب سود از دارایی‌ها و حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود.

### فرضیات تحقیق

#### فرضیه اصلی ۱:

افزایش تعداد اعضای هیات مدیره، تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد.

فرضیه های فرعی:

افزایش تعداد اعضای هیات مدیره تأثیر منفی بر نسبت  $q$  توپین شرکت دارد.

افزایش تعداد اعضای هیات مدیره تأثیر منفی بر ROE شرکت دارد.

#### فرضیه اصلی ۲:

حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد.

**فرضیه های فرعی:**

حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره تاثیر مثبتی بر نسبت  $q$  توین شرکت دارد.

حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره تاثیر مثبتی بر  $ROE$  شرکت دارد.

**فرضیه اصلی ۳:**

حضور سهامداران عمده در ترکیب هیات مدیره تاثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد.

**فرضیه های فرعی:**

حضور سهامداران عمده در ترکیب هیات مدیره تاثیر مثبتی بر نسبت  $q$  توین شرکت دارد.

حضور سهامداران عمده در ترکیب هیات مدیره تاثیر مثبتی بر  $ROE$  شرکت دارد.

**روش گردآوری داده ها**

اطلاعات مورد نیاز جهت آزمون فرضیه های این تحقیق، اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بر همین اساس منابع مورد استفاده جهت استخراج اطلاعات مربوطه عبارتند از:

۱. منابع کتابخانه ای برای دسترسی به تحقیقات مشابه جهت استفاده در پیشینه تحقیق
۲. نرم افزار تدبیر پرداز برای دستیابی به اطلاعات صورت های مالی شرکت ها، جهت استفاده در محاسبه متغیرهای عملکردی
۳. آرشیو "اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس جمع آوری شده توسط مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، برای دستیابی به گزارشات هیات مدیره و یادداشت های همراه صورت مالی جهت استفاده در ارزیابی متغیرهای راهبری

۴. پایگاه اینترنتی مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار جهت دسترسی به سایر گزارشات مالی مورد نیاز. ([www.rdis.ir](http://www.rdis.ir))

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ به تعداد چهارصد و پنجاه و سه شرکت می‌باشد. در این تحقیق، انتخاب نمونه‌ها بر اساس ویژگی‌های خاص شرکت‌ها به شرح ذیل می‌باشد. شایان ذکر است که این ویژگی‌ها، جهت انتخاب نمونه الزامی می‌باشد.

الف. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد. در نتیجه اطلاعات و داده‌های مالی شرکت‌ها یکسان سازی شده و مبنایی جهت مقایسه بهتر فراهم می‌شود. شایان ذکر است که شرکت‌های انتخابی نباید در بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی داشته باشند.

ب. طی سال‌های مورد بررسی در صورت سود و زیان سالانه آنها زیان گزارش نشده باشد.

ج. با توجه به بررسی تاثیر تعداد سهامدار عمده شرکت‌ها بر عملکرد آنها، شرکت‌های انتخابی می‌بایست حداقل یک سهامدار عمده در ترکیب خود داشته باشند.

د. به دلیل نوع متفاوت افشای اطلاعات مالی مؤسسات مالی و اعتباری، بانک‌ها و شرکت‌های لیزینگ، جهت افزایش قابلیت مقایسه، این شرکت‌ها از نمونه‌های انتخابی حذف گردیدند.

ه. شرکت‌هایی که سهام آنها دارای وقفه معاملاتی طولانی مدت نباشند.

و. اطلاعات مالی شرکت‌ها حتی الامکان از طرق مختلف در دسترس باشد.

بر اساس ویژگی‌های فوق، یکصد و سی شرکت از مجموع چهارصد و پنجاه و سه شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد انتخاب قرار گرفتند که این تعداد ۲۹ درصد جامعه آماری را شامل می‌شود.

داده‌ها دارای مقیاس نسبتی هستند که شاخص‌های آماری گرایش به مرکز و پراکندگی آنها شامل میانگین<sup>۱</sup>، میانه<sup>۲</sup>، واریانس<sup>۳</sup>، انحراف معیار<sup>۴</sup>، چولگی<sup>۵</sup> و کشیدگی<sup>۶</sup> به صورت کلی و همچنین به تفکیک سال محاسبه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

| متغیر                           | میانگین | انحراف معیار | واریانس | چولگی | کشیدگی | ضریب چولگی | ضریب کشیدگی |
|---------------------------------|---------|--------------|---------|-------|--------|------------|-------------|
| بازده حقوق صاحبان سهام          | ۰,۵۰۱   | ۰,۴۴۶        | ۰,۱۹۹   | ۳,۶۹۷ | ۲۰,۵۸۳ | ۳۸,۵۷۱     | ۱۰۷,۵۲۸     |
| q توبین                         | ۱,۹۲۲   | ۱,۳۴۰        | ۱,۷۹۵   | ۳,۰۶۹ | ۱۳,۳۲۶ | ۳۸,۵۷۱     | ۶۹,۶۱۵      |
| تعداد اعضاء هیات مدیره          | ۵,۰۹۲   | ۰,۴۰۹        | ۰,۱۶۷   | ۴,۳۳۱ | ۱۷,۱۲۷ | ۳۲,۰۲۱     | ۸۹,۴۷۲      |
| تعداد اعضاء غیر موظف هیات مدیره | ۳,۲۴۳   | ۰,۹۱۷        | ۰,۸۴۱   | ۰,۰۹۰ | ۰,۰۴۲  | ۴۵,۱۸۵     | ۰,۲۲۰       |
| تعداد سهامدار عمده              | ۱,۳۶۵   | ۰,۵۴۵        | ۰,۲۹۷   | ۱,۱۵۵ | ۰,۳۳۶  | ۰,۹۳۷      | ۱,۷۵۴       |

## روش آماری

استفاده از روش‌های آماری در تجزیه و تحلیل کمی به دو شکل توصیفی و استنباطی انجام می‌گیرد. در اولین گام اطلاعات و داده‌های تحقیق، با استفاده از روش توصیفی آمار مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و سپس با استناد به داده‌های تحقیق، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از فنون آزمون فرضیه‌ها بر پایه تئوری احتمالات بررسی شده و نتایج به دست آمده تفسیر و تحلیل شده است. از آنجا که هدف پژوهش مطالعه و بررسی تاثیر متغیرهای مستقل تعداد اعضاء هیات مدیره، تعداد اعضاء غیر موظف هیات مدیره و تعداد سهامداران عمده بر متغیرهای وابسته بازده حقوق صاحبان سهام و q توبین است، بنابراین تحلیل رگرسیون

- 1- Mean
- 2- Median
- 3- Variance
- 4- Standard Error
- 5- Skewness
- 6 - Kurtosis

مناسبتین روش برای آزمون فرضیه های مطرح شده در تحقیق است. برای بیان رابطه بین متغیرها از آزمون ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است.

### روش تجزیه و تحلیل داده ها

بر اساس روش آماری تحقیق و همچنین داده های به دست آمده از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی مربوطه، فرضیه های تحقیق مورد آزمون قرار می گیرند و داده ها مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرند. رگرسیون برای فرضیه های تحقیق نشان خواهد داد که متغیرهای مستقل چه تاثیری بر متغیرهای عملکردی خواهند داشت.

### آزمون فرضیه ها، نتیجه گیری و پیشنهادات

فرضیه های تحقیق با استفاده از دو نوع آزمون شامل آزمون ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون و براساس مجموع مشاهده ها در طول پنج سال مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه ها که به شرح جدول ذیل می باشد با رد فرضیه های صفر در مورد فرضیه های دوم، چهارم و ششم، فرضیه های تحقیق را تأیید کرده است، اما فرضیه های صفر در مورد فرضیه های اول، سوم و پنجم رد نشده است.

جدول ۲. جدول نتایج آزمون فرضیه های تحقیق

| نتیجه فرضیه     | ضریب همبستگی پیرسون |             | سطح معنی داری | موضوع فرضیه                                   |
|-----------------|---------------------|-------------|---------------|---|
|                 | فرضیه تحقیق         | فرضیه صفر   |               |   |
|                 | $\beta \neq 0$      | $\beta = 0$ |               |   |
| تائید نشده است. | ×                   | ✓           | ۰/۱۷۲         | رابطه منفی تعداد اعضاء هیات مدیره و ROE       |
| تائید شده است.  | ✓                   | ×           | ۰/۰۱۴         | رابطه منفی تعداد اعضاء هیات مدیره و q توبین   |
| تائید نشده است. | ×                   | ✓           | ۰/۲۳۵         | رابطه مثبت اعضاء غیرموظف هیات مدیره و ROE     |
| تائید شده است.  | ✓                   | ×           | ۰/۰۱۵         | رابطه مثبت اعضاء غیرموظف هیات مدیره و q توبین |
| تائید نشده است. | ×                   | ✓           | ۰/۰۷۷         | رابطه مثبت تعداد سهامدار عمده و ROE           |
| تائید شده است.  | ✓                   | ×           | ۰/۰۰۸         | رابطه مثبت تعداد سهامدار عمده و q توبین       |

ضریب پیرسون برای فرضیه اول ۰/۰۵۴- محاسبه شده است که بیانگر وجود رابطه معکوس بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد اعضاء هیات مدیره، مقدار بازده حقوق صاحبان سهام کاهش می یابد، هر چند این ضریب از شدت کافی و لازم برای رد فرضیه صفر برخوردار نیست. ضریب پیرسون برای فرضیه دوم ۰/۰۹۶- محاسبه شده است که بیانگر وجود رابطه معکوس بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد اعضاء هیات مدیره مقدار q توبین کاهش می یابد و این کاهش از نظر آماری معنادار است. در خصوص دلایل احتمالی رد فرضیه اول تحقیق می توان به این موضوع اشاره کرد که بر اساس ماده ۱۰۷ قانون تجارت، تعداد اعضاء هیات مدیره اکثر شرکت های سهامی بورس اوراق بهادار تهران پنج نفر می باشد و نسبت پائینی از این شرکت ها بیش از پنج عضو دارند. در عین حال، افزایش تعداد اعضاء مشکلاتی نیز با خود به همراه دارد که از این موارد می توان به افزایش هزینه ها، مشکلات

ناشی از هماهنگی اعضای و در نتیجه کاهش کیفیت ارتباطات میان آنها اشاره نمود که موجب تایید فرضیه دوم نیز می شوند.

میزان ضریب پیرسون حاصل از آزمون فرضیه سوم  $0/028$  محاسبه شده است که بیانگر وجود رابطه مستقیم بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره مقدار بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد، هر چند این ضریب از شدت کافی و لازم برای رد فرضیه صفر برخوردار نیست. اما در فرضیه چهارم مقدار ضریب پیرسون  $0/085$  محاسبه شده است که بیانگر وجود رابطه مستقیم در بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره مقدار  $Q$  توبین افزایش می یابد.

فرضیه پنجم با مقدار ضریب پیرسون محاسبه شده به میزان  $0/070$  بیانگر وجود رابطه مستقیم در بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد سهامدار عمده، مقدار بازده حقوق صاحبان سهام افزایش می یابد. و برای آخرین فرضیه میزان ضریب پیرسون  $0/103$  محاسبه گردیده است که بیانگر وجود رابطه مستقیم در بین دو متغیر است، یعنی با افزایش تعداد سهامدار عمده، مقدار  $Q$  توبین نیز افزایش می یابد.

بر اساس نتایج تحقیق پیشنهاد می شود ترتیبی اتخاذ شود تا کنترل شرکت ها توسط سهامداران عمده افزایش یابد. همچنین پیشنهاد می شود ترکیب هیات مدیره شرکت ها به سوی افزایش درصد اعضای غیر موظف سوق پیدا کند تا کنترل رابطه نمایندگی نیز با کارایی بیشتری انجام شود. در نتیجه بر اساس یافته های این تحقیق می توان با اعمال این نکات فرصت بیشتری به سرمایه گذاران جهت سرمایه گذاری در شرکت ها داد. همچنین پیشنهاد می شود جز در موارد بسیار ضروری و البته بر اساس طرح کارشناسی شده، شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران تعداد اعضای هیات مدیره خود را افزایش ندهند.

## منابع و مآخذ

۱. احمدوند، ژیلا. (۱۳۸۵). "بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، تهران.
۲. توتابخانه بناب، بهنام. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکت با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، تهران.
۳. حساس یگانه، یحیی و مرشید خیرالهی. (۱۳۸۷). "راهبری شرکتی و شفافیت"، ماهنامه حسابداری، شماره ۲۰۳.
۴. سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۵). "پیش نویس آیین نامه اصول راهبری شرکتی"، ماهنامه بورس، شماره ۵۲.
۵. سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۸۶). "آیین نامه اصول راهبری شرکتی"، انتشارات سازمان بورس اوراق بهادار تهران.
۶. شریعت پناهی، سید مجید. (۱۳۸۰). "ارزیابی عملکرد شرکت ها و ساز و کارهای کنترل رفتار مدیران: دیدگاه نظریه نمایندگی"، رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران.
۷. قنبری، فرحناز. (۱۳۸۶). "بررسی تاثیر مکانیزم های راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، تهران.
8. Barker, R.M. (2006). "Insiders, outsiders, and change in European corporate governance", University of Oxford, Department of Politics and International Relations, paper presented at the Council for European Studies Conference.
9. Dehaene, A, De Vuyst, V, and Ooghe, H. (2001). "Corporate Performance and Board Structure in Belgian Companies", Elsevier Science Ltd, Long Range Planning, Vol.34.
10. Firth, M, Fung, Y and Rui, M. (2002). "Simultaneous relationships among ownership, corporate governance and financial performance", Faculty of Business and Information Systems, The Hong Kong Polytechnic University.
11. Kyereboah Coleman, A and Biekpe, N. (2006). "The relationship between board size, board composition, CEO duality and firm performance: experience from Ghana", Corporate Ownership and Control Journal, Vol.4.
12. Ncube, Mthuli. (2006). "Corporate Governance, Firm Valuation and Performance", University of the Witwatersrand, Graduate School of Business Administration (Wits Business School) Parktown, Johannesburg, South Africa.
13. Panasian, C, Prevost, A.K, and Bhabra, H.S. (2003). Board composition and firm performance: the case of the Dey report and



- publicly listed Canadian firms , working paper, Department of Finance, Montreal University, Montreal, Canada.
14. Postma, Th. J.B.M, Ees, H, van and Sterken, E. (2001). "Board composition and firm performance in the Netherlands", University of Groningen, Research Institute SOM (Systems, Organisations and management).
  15. Shakir, Roselina. (2008). "Board size, board composition and property firm performance, Department of Estate Management", Faculty of Built Environment Universiti Malaya, Kuala Lumpur.
  16. Wallace, N, Davidson, Wei Rowe. (2004). "Intertemporal Endogeneity in Board Composition and Financial Performance", Corporate Ownership & Control Journal, Volume1, Issue 4.

