

Research Article

## **The Impact of Board Independence on Net Profit and Operating Cash Flows: Combination of Economic and Psychological Perspectives**

**Hojatollah Atashi Golestani**

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

**Abolgasem Masihabadi \***

Assistance Prof., Department of Accounting, Sabzevar Branch, Islamic Azad University, Sabzevar, Iran.

**Mohammadreza Shoorvarzy**

Associate Prof., Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

**Alireza Mehrazeen**

Assistance Prof., Department of Accounting, Neyshabur Branch, Islamic Azad University, Neyshabur, Iran.

### **Abstract**

The agency theory from the economic perspective indicates that a rational economic man is after self-interest maximization. Therefore, to control the opportunistic behavior of the agent, independent directors should be appointed to the board. However, stewardship theory by considering the high-level needs of Maslow's hierarchy of needs and organizational psychology suggests that trust in managers leads to better performance. Since human behavior is influenced by variety of needs. The purpose of this study is to investigate the effect of board independence on financial performance by developing a theory of a combination of the above two theories. Balanced panel data of 124 corporations from the population of companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2011-2019 is collected. The test of hypotheses is conducted by nonlinear feasible generalized least squares regression method with the help of software Stata done. According to the findings of the study, no significant effect is found between board independence and operational cash flows. However, there is a quadratic significant effect with a downward concussion between the number of non-executive directors and net income. It can be stated that combining the economic perspective of agency theory and the psychological perspective of stewardship theory on board independence has a positive effect on firm profitability. In other words, the research findings confirm that the effectiveness of board consists of executive managers and the majority of non-executive members. Therefore, this study suggests a level of board independence that improves corporate profitability.

**Keyword:** Independent board, motivation theory, stewardship theory, corporate governance, firm performance

پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوازدهم، شماره چهارم، پیاپی (۴۶)، زمستان ۱۳۹۹

تاریخ وصول: ۱۳۹۹/۰۱/۰۳

تاریخ بازنگری: ۱۳۹۹/۰۶/۲۶، ۱۳۹۹/۰۲/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۷/۲۲

صص: ۵۸-۳۹

مقاله پژوهشی

## تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی: ترکیب دیدگاه‌های

### اقتصادی و روانشناختی

حجت اله آتشی گلستانی\*، ابوالقاسم مسیح‌آبادی\*\*، محمدرضا شورورزی\*\*\*، علی‌رضا مهرآذین\*\*\*\*

\* دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

Golestani88@gmail.com

\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد سبزوار، دانشگاه آزاد اسلامی، سبزوار، ایران.

A.Masihabadi@iaus.ac.ir

\*\*\* دانشیار، گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

Shoorvarzy@iau-neyshabur.ac.ir

\*\*\*\* استادیار، گروه حسابداری، واحد نیشابور، دانشگاه آزاد اسلامی، نیشابور، ایران.

mehrazeen@gmail.com

### چکیده

نظریه نمایندگی از دیدگاه اقتصادی، فردی عقلایی را نشان می‌دهد که هدف بیشترکردن منافع شخصی خود را دارد؛ بنابراین، به‌منظور کنترل رفتار فرصت‌طلبانه نماینده باید مدیران مستقل در هیئت‌مدیره منصوب شوند؛ اما نظریه مباشرت با مدنظر قرار دادن نیازهای سطح بالای سلسله‌مراتب نیازهای مازلو و استدلال‌های روانشناسی سازمانی، پیشنهاد می‌دهد اعتماد به مدیران موظف به عملکرد بهتر منجر می‌شود. با توجه به تأثیر رفتار انسان از نیازهای متعدد، هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره بر عملکرد مالی با توسعه نظریه ترکیبی از دو تئوری یادشده است. داده‌های پنل متوازن ۱۲۴ شرکت از جامعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۷ جمع‌آوری شدند و تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها با روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته عملی به کمک نرم‌افزار استاتا انجام شد. بر مبنای یافته‌های پژوهش بین استقلال هیئت‌مدیره و جریان‌های نقد عملیاتی، تأثیر معنی‌داری مشاهده نشد؛ در حالی که نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره تأثیر معنی‌داری بر سود خالص به شکل درجه دو با تقعر رو به پایین دارد. اینگونه بیان می‌شود که ترکیب دیدگاه اقتصادی تئوری نمایندگی و دیدگاه روانشناختی تئوری مباشرت برای استقلال هیئت‌مدیره، تأثیر مثبتی بر سودآوری شرکت دارد. به عبارت دیگر، یافته‌های پژوهش نشان دادند هیئت‌مدیره اثربخش شامل مدیران موظف و اکثریت اعضای غیرموظف است؛ بنابراین، در این پژوهش، سطحی از استقلال هیئت‌مدیره برای بهبود سودآوری شرکت پیشنهاد شده است.

**واژه‌های کلیدی:** استقلال هیئت‌مدیره، نظریه انگیزش، نظریه مباشرت، حاکمیت شرکتی، عملکرد شرکت

**مقدمه**

که سطح مناسب استقلال هیئت‌مدیره چه میزان است. در پژوهش حاضر، برای یافتن پاسخی با پشتوانه نظری به این سؤال، مدلی ترکیبی از دو تئوری نمایندگی و مباشرت درباره استقلال هیئت‌مدیره، ارائه و تأثیر آن بر عملکرد مالی آزموده شده است. در بخش بعدی، مبانی نظری و پژوهش‌های قبلی موضوع گردآوری شده‌اند و در ادامه، روش‌شناسی و یافته‌های پژوهش و در پایان، نتیجه‌گیری، بحث و پیشنهادهاى پژوهش ارائه شده‌اند.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش**

پژوهش‌های حاکمیت شرکتی بر نظریه نمایندگی متمرکز شده‌اند؛ زیرا توضیح کافی و معتبری از مشکلات مربوط به جدایی بین کنترل و مالکیت و مدل حاکمیت برای حل تضاد منافع مطرح می‌کند [۳۹]. نظارت کردن مدیران مستقل، یک راه‌حل برای تضاد منافع بین صاحبکار و نماینده و یکی از معیارهای کارا به منظور کنترل رفتار فرصت‌طلبانه نماینده‌ها و جهت‌دهی علایق مالکان و مدیران است [۵۲]. انگیزه کسب شهرت مدیران غیرموظف سبب بهبود نظارت بر مدیریت شرکت و در نتیجه، بهبود عملکرد خواهد شد [۲].

گرچه تئوری نمایندگی به‌طور گسترده‌ای در ادبیات به کار رفته و معمولاً مدل برتر سیاست کسب‌وکار شناخته شده، بحث دیگری با عنوان تئوری مباشرت نیز مطرح شده است. این دو نظریه، رویکردهای مخالفی نسبت به فلسفه مدیریت و ارزش‌های فرهنگی و مفروضات پایه درباره مدل شخصیت، هویت، سازوکارهای روانشناسی برای انگیزش یافتن مدیریت و نوع و نحوه کاربرد قدرت دارند. بسیاری از محققان، به‌ویژه طرفداران این دو نظریه، هر کدام از این نظریه‌ها را ناقص دیگری می‌دانند [۴۱]. ویژگی‌های فلسفی نظریه‌های مباشرت

ورشکستگی‌های شرکت‌های بزرگ در دهه‌های اخیر نقش کنترلی هیئت‌مدیره را برجسته کرده [۲۵] و انگیزه‌ای برای پژوهش درباره آن شده است. طبق تئوری نمایندگی که از مهم‌ترین تئوری‌ها در ادبیات مالی و اقتصادی است [۴۸]، سهامداران باید بدرفتاری و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را کنترل کنند؛ بنابراین مدیران مستقل در هیئت‌مدیره انتصاب می‌شوند تا مانع امپراطوری مدیریت شوند [۴۰].

به عقیده برخی صاحب‌نظران، گرچه تئوری نمایندگی معتبر است، یک دیدگاه جزئی از جهان را ارائه می‌دهد؛ بنابراین، نتیجه‌گیری از مدل‌های صرفاً مبتنی بر اقتصاد باید با احتیاط تفسیر شود؛ از این رو، مهم است که به منظور بررسی اثرات مکانیسم‌های جایگزین کنترل مدیریت، نظریه‌های رفتاری مکمل در نظر گرفته شوند. این ادغام نظریه‌های اقتصادی و رفتاری، پیش‌نیاز ضروری برای درک پدیده‌های پیچیده سازمانی و غنی‌سازی نظریه‌ها است [۳۱]. تئوری مباشرت، نظریه‌ای است که بر رفتار مدیریت تمرکز یافته است. این تئوری به شدت ریشه در روانشناسی سازمانی و جامعه‌شناسی دارد [۳۰]. تئوری مباشرت، فرضیات نمایندگی را رد می‌کند و همچنین، بحث می‌کند که مدیران می‌دانند منافع شخصی آنها از طریق برآوردن منافع سهامداران تأمین می‌شود؛ اما در ارتباط با تئوری‌های مباشرت و نمایندگی، مسئله اصلی، تعیین میزان اعتبار یکی نسبت به دیگری نیست؛ زیرا ممکن است هر کدام در شرایط خاصی، درست یا در شرایطی دیگر نادرست باشند [۵۱]. توصیه کاربردی متضاد این دو تئوری درباره افزایش استقلال هیئت‌مدیره در کنار نتایج مختلف تحقیقات قبلی از دیدگاه هر تئوری، درباره ترکیب کارای هیئت‌مدیره، ابهام به وجود آورده است؛ بنابراین، با توجه به اهمیت عملکرد شرکت‌ها و تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره بر آن، این سؤال به وجود می‌آید

و نمایندگی درباره حاکمیت شرکتی در نگاره (۱) مقایسه شده‌اند.

نگاره ۱. مقایسه فلسفه نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت [منبع: ۲۷ و ۳۰]

معیار	نظریه نمایندگی	نظریه مباشرت
پایه تئوریک	اقتصاد	روانشناسی سازمانی و جامعه‌شناسی
مدل شخصیت (انسان)	انسان اقتصادی	فرد خودشکوفاً <sup>۱</sup>
رفتار	خودخدمتی و فرصت طلب	خدمت به جمع و سازنده <sup>۲</sup>
رویکرد عمومی اطمینان به رفتار مدیریت	بی‌اعتمادی	اعتماد
انگیزه‌های مدیر	مالی (بیرونی): نیازهای سطح پایین شامل نیازهای فیزیولوژی، امنیت و اقتصادی)	غیرمالی (ذاتی): نیازهای سطح بالا شامل نیاز به رشد، پیشرفت و خودشکوفایی)
ارتباط مالک - مدیر	تضاد منافع	منافع مشترک (دوطرفه)
هویت (شناخت) <sup>۳</sup>	تعهد کم	تعهد زیاد
چارچوب زمانی	کوتاه‌مدت	بلندمدت
قدرت	سازمانی (قانونی، قهری، پاداش)	شخصی (کارشناس، مرجع)
تفاوت‌های فرهنگی	فردگرا، فاصله قدرت زیاد	جمع‌گرا، فاصله قدرت کم
فلسفه مدیریت	تمایل به کنترل	تمایل به مشارکت
توصیه‌های معمول برای حاکمیت شرکتی	- نظارت به‌عنوان مهم‌ترین نقش هیئت‌مدیره - مدیر مستقل - محرک‌ها (ایجاد انگیزه)	- مشاوره به‌عنوان مهم‌ترین نقش هیئت‌مدیره - طیف گسترده‌ای از اختیارات مدیریت - حقوق ثابت
هدف	کنترل هزینه	بهبود عملکرد

نظریه مباشرت، مفروضات نظریه نمایندگی را درباره انگیزش انسانی به چالش می‌کشد: مشوق‌های مالی مورد نیاز نیست؛ زیرا مدیران عمدتاً با موفقیت و مسئولیت‌پذیری انگیزه یافته‌اند. مدیران به کار مسئولانه و خودمدیریتی نیاز دارند تا رضایت‌مندی ایجاد کنند، مسئولیت‌پذیری و اقتدار به دست آورند و از این‌رو، همکاران و سرپرستان، آنها را تحسین کنند [۴۱]. کسب موفقیت سازمانی که مدیران نتیجه تلاش خود می‌دانند، باعث ارضای نیازهای شخصی مدیران و در نتیجه، دستیابی به اهداف مدیران می‌شود [۲۷]. بدین ترتیب، نظریه مباشرت بر انگیزش مدیرعامل متمرکز نیست؛ بلکه در عوض به نظریه مباشرت، مدیران را اساساً اشخاص درستکار و مباشران خوبی برای واگذاری منابع در نظر می‌گیرد [۴۶]. تئوری مباشرت، یک مدل بشردوستانه‌تر از انسان را در مقابل دیدگاه اقتصادی تئوری نمایندگی توصیف می‌کند. این تئوری، از منظر حاکمیت و رفتار، ارتباط بین مالک - مباشر را بیان می‌کند [۳۸]. هنگامی که درباره وظایف هیئت‌مدیره بحث می‌شود، تئوری نمایندگی بر نظارت مداوم فعالیت‌های مدیریت تأکید دارد؛ در حالی که نظریه مباشرت، عملکرد اصلی هیئت‌مدیره درباره مدیران را حمایت یاری‌کننده (کامل)، مشاوره و اشتراک‌گذاری تجربه و مهارت‌ها می‌داند [۳۰]. نقش نظارتی هیئت‌مدیره که تئوری نمایندگی توصیه

نظریه مباشرت، مفروضات نظریه نمایندگی را درباره انگیزش انسانی به چالش می‌کشد: مشوق‌های مالی مورد نیاز نیست؛ زیرا مدیران عمدتاً با موفقیت و مسئولیت‌پذیری انگیزه یافته‌اند. مدیران به کار مسئولانه و خودمدیریتی نیاز دارند تا رضایت‌مندی ایجاد کنند، مسئولیت‌پذیری و اقتدار به دست آورند و از این‌رو، همکاران و سرپرستان، آنها را تحسین کنند [۴۱]. کسب موفقیت سازمانی که مدیران نتیجه تلاش خود می‌دانند، باعث ارضای نیازهای شخصی مدیران و در نتیجه، دستیابی به اهداف مدیران می‌شود [۲۷]. بدین ترتیب، نظریه مباشرت بر انگیزش مدیرعامل متمرکز نیست؛ بلکه در عوض به

<sup>۱</sup>Self- actualizing

<sup>۲</sup>Pro- organizational

<sup>۳</sup>Identification

دنبال تسهیل کردن ساختارهای قدرت است [۴۱].

می‌کند و در قوانین حاکمیت شرکتی الزامی شده، باعث شده است اکثریت داشتن مدیران غیرموظف و غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره در طی زمان افزایش یابد [۲۱]. وقتی رئیس هیئت‌مدیره، موظف باشد، به دلیل وظایف اجرایی که بر عهده دارد، همسو با مدیرعامل قرار می‌گیرد و به کنترل قدرت او قادر نیست [۱۳]. با غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره، هیئت‌مدیره از استقلال بیشتری برخوردار بوده و نظام راهبری شرکتی تقویت می‌شود [۱۴]. رچنر و دالتون (۱۹۹۱) و یرماک (۱۹۹۶) نشان دادند شرکت‌های با رئیس هیئت‌مدیره غیرموظف، عملکرد بهتری نسبت به شرکت‌های تحت نفوذ مدیرعامل دارند [۵]. علاوه بر اینها از دیدگاه نمایندگی با تصدی طولانی مدت مدیرعامل، او می‌تواند با معرفی تعداد بیشتری از اعضای که جدید وارد هیئت‌مدیره می‌شوند، بر ترکیب هیئت‌مدیره تأثیر بگذارد. در نتیجه آن، هیئت‌مدیره، وفادار و موافق مدیرعامل می‌شود [۲۶]. از دیدگاه کنترلی نظریه نمایندگی درباره اندازه هیئت‌مدیره، هیئت‌مدیره بزرگ‌تر برای نظارت بر مدیریت تواناتر است؛ زیرا افراد بیشتری برای بررسی اقدامات مدیریت وجود دارند. یک نقطه ضعف هیئت‌مدیره‌های بزرگ، عدم هماهنگی و ارتباطات و کندی تصمیم‌گیری است. نبود یکپارچگی و اتفاق آرا بر کارایی و اثربخشی هیئت‌مدیره مؤثر است [۵۰].

اما نظریه مباشرت استدلال‌های متفاوتی دارد. نظریه مباشرت بیان می‌دارد که مباشران افراد معتمدی‌اند؛ بنابراین، آیا موقعیت ساختاری که مدیرعامل در آن قرار گرفته است، تسهیل‌گر اقدامات اثربخش او هست یا خیر. به‌طور خاص، درباره نقش مدیرعامل، آیا ساختارها کمک می‌کند آنها به عملکرد عالی تری نائل شوند و نقش آنها بدون ابهام و چالش است. این وضعیت بیشتر زمانی دست‌یافتنی است که مدیرعامل، رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد. در این

شرایط، قدرت و اختیار در یک نفر جمع می‌شود و سازمان از مزیت وحدت فرماندهی بهره‌مند خواهد شد [۲۷]. درباره مدت تصدی مدیرعامل نیز بر طبق داویس، اسپچورمن و دونالدسون (۱۹۹۷) مدت تصدی طولانی‌تر در یک شرکت به مدیرعامل حس وابستگی و هویت قوی‌تری را می‌دهد؛ بنابراین، پیوند شهرت شخصی و اعتبار شرکت، همراه با دانش و تخصصی که مدیرعامل در مدت تصدی طولانی به دست آورده است، عملکرد شرکت را افزایش می‌دهد [۳۳]. هو و آلون [۳۳] مشاهده کردند در چین، دوگانگی مدیرعامل و مدت تصدی طولانی‌تر اثر مثبتی بر ارزش شرکت دارد.

درباره ترکیب هیئت‌مدیره، از دیدگاه نمایندگی، اعضای غیرموظف انگیزه اجتناب از تبانی با مدیران دارند [۶] و با اکثریت داشتن آنان نقش نظارتی می‌تواند مؤثرتر ایفا شود [۱۲]. همچنین، مدیران غیرموظف رابطه مثبتی با عملکرد شرکت دارند [۳۲]؛ در حالی که نظریه پردازان مباشرت بیان می‌کنند دانش خاص مدیران موظف از شرکت، به تصمیم‌گیری بهتر، کاهش هزینه‌های نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت منجر می‌شود [۳۱ و ۴۶]. همان‌طور که کیل و نیچالسون [۳۵] آورده‌اند، طرفداران نظریه رفتاری مباشرت بر این باورند که عملکرد برتر شرکت با حضور اکثریت مدیران موظف در ترکیب هیئت‌مدیره مرتبط است و درمقابل، دیدگاه اقتصادی نظریه نمایندگی به این توصیه دستوری منجر شده است که هیئت‌مدیره‌ها باید دارای اکثریت اعضای غیرموظف باشند. محققان به دنبال تأیید تجربی این نظریه‌ها روابط خطی بین نسبت مدیران غیرموظف و عملکرد مالی را مطابق نمودارهای (۱) و (۲) آزمون کرده‌اند.<sup>۱</sup>

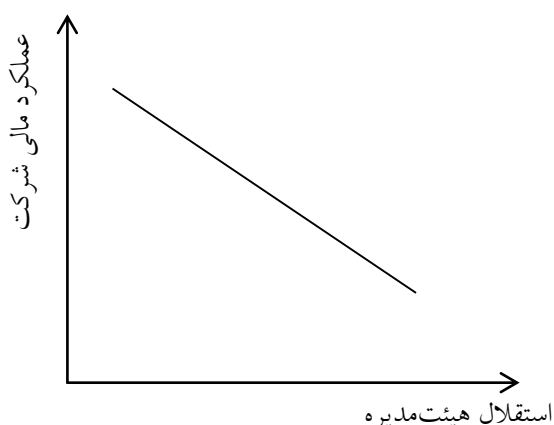
<sup>۱</sup> توجه شود طبق تئوری مباشرت، اکثریت داشتن مدیران موظف به عملکرد بهتر منجر می‌شود؛ بنابراین، با متغیر مستقل نسبت مدیران موظف نمودار صعودی آزموده می‌شود. در اینجا برای مقایسه دو نظریه و اینکه نسبت

برخی از این پژوهش‌ها نتایج مختلفی را نشان می‌دهند که در ادامه بیان شده‌اند

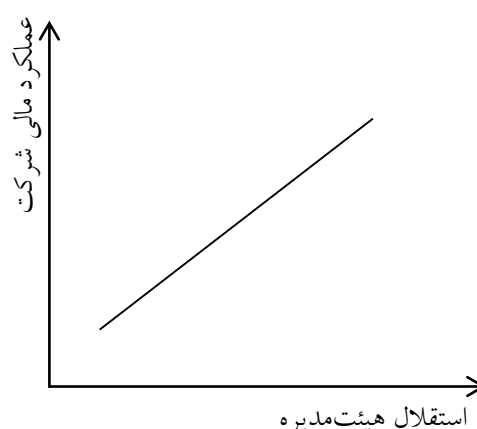


---

مدیران موظف برابر با یک منهای نسبت مدیران غیرموظف (استقلال هیئت‌مدیره) است، در هر دو نمودار، خط افقی، استقلال هیئت‌مدیره در نظر گرفته شده است.



نمودار ۲- رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد طبق تئوری مباشرت (دیدگاه روانشناختی)



نمودار ۱- رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد طبق تئوری نمایندگی (دیدگاه اقتصادی)

زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ بررسی کردند. آنان تأثیر مثبت مدیران مستقل بر عملکرد شرکت را گزارش می‌کنند [۲۰].

نگوین و نلسن [۴۴] در پژوهشی با عنوان «ارزش مدیران مستقل: شواهدی از مرگ ناگهانی» مطالعه رویدادکاوی از اثر مرگ ناگهانی مدیران مستقل بر بازده غیرعادی شرکت داشته‌اند. نمونه آنها متشکل از شرکت‌های آمریکایی طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۷ است. یافته‌ها در ابتدا نشان می‌دهند در ۸۵ درصد موارد بعد از خبر مرگ مدیران، قیمت سهام افت می‌کند. ضمن اینکه درصد استقلال و ساختار هیئت مدیره، ارزش حاشیه‌ای مدیران مستقل را تعیین می‌کند.

در ایران نیز همانند پژوهش‌های بین‌المللی، نتایج یکسانی درباره ارتباط خطی بین مدیران غیرموظف و عملکرد شرکت به دست نیامده است؛ برای مثال، گرد، چکاو و جهانشائیان [۱۱] به بررسی ارتباط خطی بین استقلال و اندازه هیئت مدیره و ارتباط غیرخطی تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتیجه پژوهش جایگزین، مشابه نبوده‌اند.

نتایج پژوهش‌ها با بررسی خطی نظریه نمایندگی

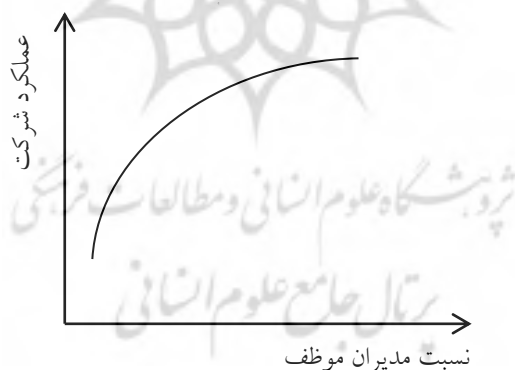
شان [۵۳] شرکت‌های بورس استرالیا را برای دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۱۵ انتخاب و با استفاده از روش معادلات هم‌زمان برای بررسی رابطه دوطرفه و رگرسیون سه‌مرحله‌ای، حداقل مربعات ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بررسی کرده است. یافته‌ها نشان دادند استقلال هیئت مدیره به‌طور معکوس بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارد و برعکس. این محقق بیان می‌کند نتایج شواهد اضافی برای فرضیه همگرایی، منافع فراهم می‌کند؛ در حالی که الکتان، چیبب و هوسانی [۱۹] با نمونه‌ای از شرکت‌های غیرمالی شاخص فوتسی (۱۰۰ شرکت با بیشترین ارزش بازار بورس لندن) با استفاده از رگرسیون خطی، هیچ ارتباط معنی‌داری بین استقلال هیئت مدیره و بازده دارایی‌ها مشاهده نکردند. یافته‌های مصطفی و نافی [۴۲] نشان دادند در بورس اوراق بهادار نیجریه، رابطه بین استقلال هیئت مدیره و هر دو معیار بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام، منفی است.

فریرا و کیرچمایر (۲۰۱۳) اثر مدیران مستقل بر عملکرد شرکت را در ۲۸ کشور اروپایی در دوره نشان داد رابطه خطی مثبت و معنی‌دار بین استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت با عملکرد مالی وجود

دارد.

با مفروضات نشأت‌گرفته از اقتصاد و نظریهٔ مباشرت با رویکرد روانشناختی دربارهٔ سازوکارهای حاکمیت شرکتی ترکیبی بوده است؛ از این رو، صاحب‌نظران حاکمیت شرکتی به موضوعات پیچیده‌تر هر نظریه پرداخته‌اند؛ برای مثال، نیچالسون و کیل [۴۶] بیان می‌دارند الگوی فرضی در نظریهٔ مباشرت، رابطه‌ای خطی میان درصد اعضای داخلی در هیئت‌مدیره و کیفیت اطلاعاتی برقرار می‌سازد که هیئت‌مدیره با آن مواجه‌اند؛ در حالی که امکان دارد رابطه، لگاریتم - خطی باشد که در آن، مزایای اطلاعات نهایی که اعضای موظف اضافه‌شده، هیئت‌مدیره را از آن بهره‌مند می‌کنند، کاهنده است. این پیچیدگی ممکن است در ارتباط بین اطلاعات و کیفیت تصمیمات گم شود؛ به‌ویژه اگر تفکر گروهی حاصل بیش از حد بودن تعداد اعضای موظف در هیئت‌مدیره است [۴۶]. نوع رابطهٔ لگاریتم خطی مذکور در نمودار ۳ ترسیم شده است.

یعقوبی و اقبال [۱۵] در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: آزمون مجدد تئوری نمایندگی در شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران» با استفاده از رگرسیون خطی و چندکی، فرضیه‌ها را آزمون کردند. نتایج پژوهش آنان نشان دادند در شرکت‌های بزرگ فعال در بورس اوراق بهادار تهران، استقلال هیئت‌مدیره با بازده دارایی‌ها نسبت مستقیم و وظیفهٔ دوگانهٔ مدیرعامل با بازده حقوق صاحبان سهام، رابطهٔ معکوس دارد که نشان از اثبات تئوری نمایندگی در میان این شرکت‌ها دارد؛ در حالی که در شرکت‌های کوچک فعال در بورس اوراق بهادار تهران، وظیفهٔ دوگانهٔ مدیرعامل با بازده حقوق صاحبان سهام رابطهٔ مستقیم دارد که نشان از تأیید تئوری مباشرت در این شرکت‌ها دارد؛ البته باید توجه داشت نتایج با متغیر عملکرد



نمودار ۳- رابطهٔ نسبت مدیران موظف هیئت‌مدیره و عملکرد طبق تئوری مباشرت با در نظر گرفتن ارزش نهایی اطلاعات مدیران موظف اضافه‌شده

اصول حاکمیت شرکتی سال ۲۰۱۵، با اشاره به موضوعات زمینه‌ای هر کشور بیان می‌کند باید تعداد کافی از مدیران غیراجرای در هیئت‌مدیره

اظهارنظرها برای جنبهٔ عملی تئوری نمایندگی هم به گونه‌ای دیگر مطرح شده‌اند. سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه [۴۷] در بیانیهٔ



پایین وجود دارد. این نتیجه به توازن بین نقش‌های نظارت و مشاوره برای هیئت‌مدیره اشاره دارد و این دیدگاه را رد می‌کند که استقلال بیشتر هیئت‌مدیره به عملکرد بهتر منجر می‌شود. دآندرس و والادو [۲۸] بیان می‌کنند ترکیب و اندازه هیئت‌مدیره در ارتباط با نقش‌های نظارت و مشاوره است و استقلال بیشتر و نه افراطی، کارایی بیشتر نقش‌های نظارت و مشاوره را در پی دارد و ارزش بیشتری ایجاد می‌کند.

پستما، وانایس، گارتسن و استرکن [۴۹] رابطه معنی‌دار غیرخطی را در هلند مشاهده نکردند. فرضیه آنان براساس تئوری نمایندگی و ادبیات مدیریت استراتژیک و محدودیت‌های محیطی این بود که «نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت، به شکل درجه دو رابطه دارند». نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه، روشن ساخت حضور اعضای غیرموظف، تأثیر معناداری بر عملکرد شرکت ندارد.

همان‌طور که مشاهده می‌شود علاوه بر اختلاف‌های نظری درباره استقلال هیئت‌مدیره، شواهد تجربی نیز نتایج مختلفی دارند. پژوهش‌های اخیر مانند هریس و راویو (۲۰۰۸)، آرم‌استرانگ، گای و وبر (۲۰۱۰) و برکلی و زیمرمن (۲۰۱۰) این دیدگاه را به چالش می‌کشند، مبنی بر اینکه افزایش استقلال هیئت‌مدیره، بهینگی پاره‌تو دارد [۱۶]؛ از این رو، دیدگاه‌های بیشتری برای غلبه بر نسبت نظریه نمایندگی و کسب پیچیدگی عملکرد و پیامدهای فعالیت هیئت‌مدیره نیاز است [۵۱].

### فرضیه‌های پژوهش

در بخش قبلی، دوگانگی دیدگاه تئوری اقتصادی نمایندگی و تئوری رفتاری مباشرت درباره استقلال هیئت‌مدیره بیان شد. همچنین، مشاهده شد نتایج پژوهش‌ها درباره استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی، ناسازگار است. در ادبیات مالی، نظریه نمایندگی و تضاد منافع نماینده با صاحبکار به علت

باشند و توصیه‌ای درباره اکثریت‌داشتن یا نداشتن نمی‌دهد. سیدفوزی، عبدالحلیم و جولیزیرما [۵۴] هم اظهار می‌دارند هنگامی که تنها یک مدیر غیراجرایی در هیئت‌مدیره باشد، توانایی به چالش کشیدن اقدامات سایر اعضای هیئت‌مدیره را ندارد و تابع پیروی از اکثریت می‌شود؛ در حالی که برکلی و زیمرمن [۲۴] بیان کردند افزودن یک مدیر غیرموظف به هیئت‌مدیره لزوماً به معنای افزایش مقدار کنترل مدیریتی یا تصمیم‌گیری‌های بهتر نیست. اینگونه نظریه‌ها وجود رابطه خطی طبق تئوری نمایندگی را هم با تردید مواجه می‌کند. شواهد تجربی زیر نیز اثر غیرخطی استقلال هیئت‌مدیره را بررسی کردند.

مریندینو و ملویل [۴۰] مشاهده کردند رابطه بین مدیران مستقل و بازده دارایی‌ها به شکل درجه دو با تقعر رو به پایین (∩) است. هدف این محققان، بررسی اثربخشی و قابلیت کاربرد تئوری نمایندگی بوده است؛ آنها بیان می‌دارند در محیط ایتالیا مفروضات تئوری نمایندگی، کمرنگ است و براساس نتایج، استنباط می‌کنند باوجود مفروضات تئوری نمایندگی، نسبت بالای مدیران مستقل به ضرورت به بهبود عملکرد شرکت منجر نخواهد شد، بلکه ترکیب متعادل تر هیئت‌مدیره، مفید است.

یافته‌های غیرخطی پژوهش رشید [۵۰] نیز نشان دادند مزیت مدیران غیرموظف مستقل برای کنترل هزینه‌های نمایندگی در سطح متوسط استقلال هیئت‌مدیره، پذیرفتنی است.

دآندرس و والادو [۲۸] نیز پژوهشی با عنوان «حاکمیت شرکتی در بانکداری: نقش هیئت‌مدیره» انجام دادند. نمونه آنها شامل ۶۹ بانک تجاری از شش کشور (کانادا، امریکا، انگلستان، اسپانیا، فرانسه و ایتالیا) برای دوره زمانی ۲۰۰۶-۱۹۹۶ است. نتیجه پژوهش نشان داد بین نسبت مدیران غیرموظف و کیوتوبین، رابطه‌ای به شکل درجه دو با تقعر رو به

پژوهش براساس اطلاعات شرکت‌های نمونه طی دوره هشت ساله ۱۳۹۰-۱۳۹۷ با روش تحلیل رگرسیون آزمون شده‌اند. اطلاعات نام مدیرعامل برای محاسبه متغیر مدت تصدی مدیرعامل از سال ۱۳۸۶ جمع‌آوری شده است. استخراج داده‌های مورد نیاز با استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین نسخه سه و در برخی موارد، از صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش تصمیمات مجمع یا گزارش فعالیت هیئت‌مدیره، دانلودشده از سایت کدال انجام شده است. نمونه آماری پژوهش، شرکت‌هایی‌اند که طی دوره پژوهش، پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران یا فرابورس ایران بوده‌اند و واجد شرایط زیرند.

۱. اطلاعات مدنظر برای محاسبه متغیرها در دسترس بوده است.

۲. شرکت در طی دوره زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده است.

۳. سهام شرکت طی دوره زمانی پژوهش، هر سال معامله شده است.

۴. تعداد اعضای هیئت‌مدیره شرکت که هر سال تغییر کرده‌اند، کمتر از پنجاه درصد کل اعضا باشند. با توجه به اینکه معیارهای عملکرد حسابداری از داده‌های حسابرسی شده هر سال مالی به دست می‌آیند، انتخاب اعضای هیئت‌مدیره در مجمع عمومی چند ماه بعد از پایان سال مالی انجام می‌شود؛ در نتیجه، زمان اقدامات آنان با سال مالی یکسان نیست؛ ازاین‌رو این معیار در نظر گرفته شد تا عملکرد هیئت‌مدیره در دوره تصدی و عملکرد مالی سال بررسی‌شده در پژوهش، تطابق زمانی داشته باشد.

۵. شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها، بیمه و صنعت انبوه‌سازی و املاک به دلیل نوع خاص فعالیت و اداره آنها حذف شدند. در همین راستا

فرصت‌طلبی او و نظریه مباشرت و هم‌راستابودن منافع مباشر با صاحبکار به دلیل وجود نیازهای سطح بالای انسان (خودشکوفایی) ارائه شده است [۲۷]؛ در حالی که انسان، چندبعدی و نیازمند ارضای هر دو نیازهای مادی و معنوی (نیازهای سطح پایین و بالا) است [۸]؛ بنابراین، به نظر می‌آید ترکیب دو تئوری نمایندگی و مباشرت، دیدگاه واقع‌گراتری نسبت به اقدامات هیئت‌مدیره است؛ ازاین‌رو، در پژوهش حاضر با مدنظر قرار دادن نظریه‌های انگیزش، نیازهای سطح پایین اقتصادی و نیازهای سطح بالای روانشناختی در کنار هم قرار گرفت و به جای نمودارهای (۱) و (۲) که رابطه استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی را از دیدگاه یک تئوری صعودی یا نزولی توصیف می‌کنند، ارتباط بین نسبت مدیران غیرموظف و عملکرد مالی به شکل درجه دو با تقعر رو به پایین (∩) در نظر گرفته شد؛ یعنی عملکرد مالی شرکت، در وضعیت استقلال کم هیئت‌مدیره، به دلیل توجه به تئوری مباشرت و چشم‌پوشی از تئوری نمایندگی و در وضعیت استقلال بیش از حد، به دلیل تمرکز بر تئوری نمایندگی و چشم‌پوشی از تئوری مباشرت کاهش می‌یابد؛ بنابراین، فرضیه‌های زیر بر مبنای دیدگاه ترکیبی، تدوین شدند:

۱- بر مبنای ترکیب دیدگاه‌های اقتصادی و روانشناختی، بین استقلال هیئت‌مدیره و سود خالص، رابطه درجه دو وجود دارد.

۲- بر مبنای ترکیب دیدگاه‌های اقتصادی و روانشناختی، بین استقلال هیئت‌مدیره و جریان‌های نقد عملیاتی رابطه درجه دو وجود دارد.

## روش پژوهش

پژوهش حاضر در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری و از نظر هدف، کاربردی است. فرضیه‌های

حسابداری به علت قابلیت اعتماد گزارشات سالانه، شاخص‌های عملکرد مهمی برای تجزیه و تحلیل توسط سرمایه‌گذاران هستند [۲۹]. چنین پنداشته می‌شود که سود حسابداری برای اعمال کنترل، به ویژه در گزارشگری مباشرت، سودمند است [۷]. علاوه بر این، توان و قابلیت دسترسی یک شرکت به وجه نقد، یکی از مبانی مهم تصمیم‌گیری و قضاوت درباره آن شرکت است [۱۰]؛ بنابراین، جریان‌های نقد عملیاتی، یکی از مهم‌ترین معیارهای عملکرد برای ارزشیابی شرکت است [۲۲]. بر اساس این، مدل پژوهش به‌طور جداگانه با دو متغیر وابسته سود خالص و جریان‌های نقد عملیاتی به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برازش شده‌اند. برای تعدیل اثر مقیاس، این دو متغیر تقسیم بر جمع دارایی‌ها شدند. آزمون‌های آماری مورد نیاز با استفاده از نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۳ انجام شده‌اند.

سه شرکت بورس اوراق بهادار تهران، فرابورس ایران و بورس کالای ایران نیز حذف شدند. برای بهره‌مندی از حداکثر داده‌ها، به روش سرشماری از کل داده‌های در دسترس استفاده شد. در نهایت، ۱۲۰ شرکت (۹۶۰ مشاهده به صورت ترکیبی) حائز شرایط فوق، انتخاب شدند.

#### مدل پژوهش و تعریف متغیرها

با توجه به استنباط انجام‌شده از ادبیات، رابطه‌ای درجه دوم بین استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی در نظر گرفته شد. رابطه (۱) برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده و تعریف متغیرهای آن در نگاره (۲) آمده است.

$$= \beta_0 + \beta_1 InBoard_{i,t} + \beta_2 InBoard_{i,t}^2 + [\beta_3 SBoard_{i,t} + \beta_4 tenure_{i,t} + \beta_5 Chife_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \sum_{k=7}^{12} \beta_k Year_t + \sum_{l=13}^{17} \beta_l Industry_{i,t}] + e_{i,t} \quad (1)$$

متغیر وابسته عملکرد مالی (FP) با دو معیار، اندازه‌گیری شده است. معیارهای عملکرد بر مبنای

نگاره ۲- متغیرها و نحوه محاسبه آنها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه محاسبه
متغیر وابسته (عملکرد مالی FP)	سود خالص	NI	سود خالص تقسیم بر جمع دارایی‌ها
	جریان‌های نقد عملیاتی	OCF	جریان‌های نقد عملیاتی تقسیم بر جمع دارایی‌ها
متغیر مستقل	استقلال هیئت‌مدیره	InBoard	نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل اعضای هیئت‌مدیره
متغیرهای کنترلی	غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره	Chife	اگر رئیس هیئت‌مدیره غیرموظف باشد، یک و در غیر این صورت، صفر
	مدت تصدی مدیرعامل	Tenure	تعداد سال‌هایی که مدیرعامل تغییر نکرده است
	اندازه هیئت‌مدیره	SBoard	تعداد اعضای هیئت‌مدیره
	نوع صنعت	Ind	براساس طبقه‌بندی بورس اوراق بهادار تهران
	سال	Year	برابر با ۱ برای سال ۱۳۹۰، ۲ برای سال ۱۳۹۱ و ...
	اندازه شرکت	Size	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت

از نود و هشت درصد شرکت - سال‌ها تعداد اعضای هیئت‌مدیره پنج نفر بوده است. براساس آماره میانه، مدت تصدی مدیرعامل در نیمی از نمونه پژوهش،

#### یافته‌های پژوهش

ابتدا از طریق آمار توصیفی ارائه‌شده در نگاره‌های (۳) و (۴)، ویژگی‌های نمونه بررسی شده‌اند. در بیش

استقلال هیئت مدیره، بیش از پنجاه درصد بوده است. آمار توصیفی این دو متغیر نشان از تسلط دیدگاه نمایندگی بر بازار اوراق بهادار تهران دارد.

یک یا دو سال بوده است. فقط حدود پانزده درصد شرکت ها (۱۴۶ شرکت - سال) رئیس هیئت مدیره موظف داشته اند و به طور میانگین نسبت مدیران غیرموظف هیئت مدیره ۰/۶۵۷ است. اندازه گیری دیگر آن نشان داد در هشتاد درصد شرکت - سال ها

### نگاره ۳- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

اندازه شرکت	مدت تصدی مدیرعامل	استقلال هیئت مدیره	جریان های نقد عملیاتی	سود خالص	
۱۴/۲۹۹	۲/۹۵۷	۰/۶۵۷	۰/۱۳۶	۰/۱۱۹	میانگین
۱۴/۱۸۱	۲	۰/۶	۰/۱۱۷	۰/۱۰۳	میانه
۱۹/۲۳۷	۱۲	۱	۰/۸۷۳	۰/۸۳۷	پیشینه
۱۰/۱۶۶	۱	۰	-۰/۳۸۷	-۰/۶۰۷	کمینه
۱/۵۰۳	۲/۰۷۱	۰/۱۹۵	۰/۱۴۱	۰/۱۵۴	انحراف معیار
۹۶۰	۹۶۰	۹۶۰	۹۶۰	۹۶۰	تعداد

منبع: یافته های پژوهش

### نگاره ۴- آمار توصیفی متغیرهای دو مقداری

نام متغیر	تعریف دو وضعیت آن	تعداد	درصد
غیرموظف بودن رئیس هیئت مدیره	موظف است	۱۴۶	۱۵/۲۱
	غیرموظف است	۸۱۴	۸۴/۷۹
اندازه هیئت مدیره	۵ نفر	۹۴۵	۹۸/۴۴
	۷ نفر	۱۵	۱/۵۶

منبع: یافته های پژوهش

تحقیق در اختیار محقق قرار می دهد که در نگاره (۵) ارائه شده است.

پس از آمار توصیفی، همبستگی بین دوجه دوی متغیرها محاسبه شده است. همبستگی بین متغیرها یک دیدگاه اولیه نسبت به روابط بین متغیرهای

### نگاره ۵- همبستگی متغیرهای پژوهش

غیرموظف بودن رئیس هیئت مدیره	مدت تصدی مدیرعامل	اندازه هیئت مدیره	توان دوم استقلال هیئت مدیره	استقلال هیئت مدیره	جریان های نقد عملیاتی	سود خالص	
						۱	سود خالص
					۱	۰/۵۸۱*	جریان های نقد عملیاتی
				۱	۰/۱۱۸*	۰/۱۶۹*	استقلال هیئت مدیره
			۱	۰/۹۷۶*	۰/۱۱۲*	۰/۱۵۲*	توان دوم استقلال هیئت مدیره
		۱	۰/۰۲۳	۰/۰۳۱	۰/۰۲۲	۰/۰۲۷	اندازه هیئت مدیره
	۱	-۰/۰۲۲	-۰/۰۴۴	-۰/۰۵۲	۰/۰۵۷	۰/۰۵۸	مدت تصدی هیئت مدیره
۱	-۰/۰۸۶*	۰/۰۵۳	۰/۴۰۵*	۰/۴۵۶*	۰/۰۴۴	۰/۰۶۱	غیرموظف بودن رئیس هیئت مدیره
۰/۰۲۰	-۰/۰۴۴	۰/۰۶۶*	۰/۰۰۵	-۰/۰۱۱	۰/۰۸۱*	۰/۱۲۳*	اندازه شرکت

منبع: یافته های پژوهش \* معنی داری در سطح ۵ درصد

وجود ریشه واحد است و رد آن به معنی ایستایی متغیرها است [۳]. نتایج آزمون ایستایی متغیرها در نگاره ۶ ارائه شده‌اند. با توجه به کم‌تر بودن سطح معنی‌داری آماره از پنج صدم، متغیرهای تحقیق، ایستا هستند.

قبل از برآزش مدل‌های رگرسیون باید آزمون ایستایی (مانایی) متغیرهای تحقیق انجام شود. بدین منظور از آزمون ریشه واحد هریس و زاوالیس استفاده شده که در ساختار داده‌های پنل متوازن اجراشدنی است. در این آزمون، فرض صفر مبتنی بر

نگاره ۶. آزمون ایستایی متغیرهای پژوهش

سطح معنی‌داری	مقدار Z	آماره	
۰/۰۰۰	-۹/۶۲۸۹	۰/۳۷۳۷	سود خالص
۰/۰۰۰	-۲۰/۵۵۸۱	۰/۰۴۱۱	جریان‌های نقد عملیاتی
۰/۰۰۰	-۱۰/۳۰۶۷	۰/۳۵۳۰	استقلال هیئت‌مدیره
۰/۰۰۰	-۱۰/۱۷۴۵	۰/۳۵۷۱	توان دوم استقلال هیئت‌مدیره
۰/۰۰۰	-۶/۶۵۰۹	۰/۴۶۴۳	اندازه هیئت‌مدیره
۰/۰۰۰	-۸/۰۰۶۷	۰/۴۲۳۰	مدت تصدی هیئت‌مدیره
۰/۰۰۰	-۸/۵۹۳۶	۰/۴۰۵۲	غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره
۰/۰۳۴	۰/۶۱۱۹	۰/۱۸۱۳	اندازه شرکت

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون بروش - پاگان ۰/۰۰۰ است که بیان‌کننده مناسب بودن الگوی پنل است. حال که الگوی پنل باید اجرا شود، آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت یا تصادفی، اجرا شده که با توجه به سطح معنی‌داری درباره فرضیه اول، روش اثرات تصادفی و درباره فرضیه دوم، روش اثرات ثابت، مناسب است. خلاصه اجرای آزمون‌های تشخیص الگوی مناسب برآزش درباره هر فرضیه در نگاره (۷) ارائه شده است.

پس از اطمینان از ایستایی متغیرها، درباره هر مدل، رگرسیون آزمون‌های چاو، بروش - پاگان و هاسمن برای تشخیص الگوی مناسب برآزش رگرسیون در داده‌های پنل انجام شده است. درباره فرضیه اول پژوهش، سطح معنی‌داری آزمون چاو کمتر از ۵ صدم است (۰/۰۰۰) و فرضیه صفر این آزمون رد می‌شود؛ یعنی عرض از مبدأ در مقاطع مختلف (شرکت‌ها) یکسان نیست و در نتیجه، روش پنل، مناسب است. همچنین، سطح معنی‌داری برای

نگاره ۷. آزمون‌های انتخاب الگوی مناسب برآزش رگرسیون

فرضیه ۲	فرضیه ۱		
۶/۵۲ (۰/۰۰۰)	۱۲/۷۵ (۰/۰۰۰)	مقدار آماره (سطح معنی‌داری)	آزمون چاو
پنل	پنل	نتیجه آزمون انتخاب الگوی ...	
۳۶۹/۱۴ (۰/۰۰۰)	۸۶/۶۶ (۰/۰۰۰)	مقدار آماره (سطح معنی‌داری)	آزمون بروش - پاگان
پنل	پنل	نتیجه آزمون انتخاب الگوی ...	
۲۵/۷۵ (۰/۰۱۸)	۲/۳۰ (۰/۹۹۹۵)	مقدار آماره (سطح معنی‌داری)	آزمون هاسمن
اثرات ثابت	اثرات تصادفی	نتیجه آزمون انتخاب الگوی ...	

منبع: یافته‌های پژوهش

## آزمون فرضیه‌ها

## نتایج آزمون فرضیه اول

با توجه به ادبیات تحقیق و مباحث ذکرشده در بخش فرضیه‌های پژوهش، بیان شد که هر دو وضعیت استقلال کم یا زیاد هیئت‌مدیره، به سبب تکیه بر یک تئوری، اثربخشی هیئت‌مدیره را کاهش می‌دهد؛ از این رو، انتظار می‌رود بین استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد مالی، رابطه درجه دو وجود داشته باشد. برای بررسی این موضوع، توان دوم متغیر استقلال هیئت‌مدیره در مدل رگرسیون تحقیق قرار گرفت. با توجه به آزمون‌های تشخیص الگو، برآزش مدل به روش اثرات تصادفی انجام شد. بررسی خودهمبستگی باقیمانده‌ها با آزمون وولدریج (۲۰۰۲) انجام شد که مخصوص داده‌های پنل است. سطح معنی‌داری کمتر از پنج صدم درباره این آزمون نشان‌دهنده این است که باقیمانده‌ها دارای خودهمبستگی هستند<sup>۱</sup>. برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته عملی (FGLS) استفاده شد. ضرایب رگرسیون درباره فرضیه یک در نگاره (۸) ارائه شده‌اند. بر اساس این، متغیر استقلال هیئت‌مدیره با ضریب مثبت ۰/۲۵۵۲ و سطح معنی‌داری ۰/۰۰۶ که کمتر از پنج

صدم است، معنی‌دار است. توان دوم این متغیر با ضریب ۰/۱۸- و سطح معنی‌داری ۰/۰۱۴ نیز معنی‌دار است. معنی‌داری این دو متغیر نشان‌دهنده وجود ارتباط درجه دو بین نسبت مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره و سود خالص است؛ بنابراین، این فرضیه تأیید شده است. همچنین، ضریب مثبت استقلال هیئت‌مدیره و ضریب منفی توان دوم آن نشان می‌دهد شکل رابطه به صورت درجه دو رو به پایین (∩) است. این نتیجه، فرضیه توسعه داده شده در این پژوهش، یعنی ترکیب دیدگاه‌های نظریه نمایندگی و نظریه مباشرت - که شکلی درجه دو را ترسیم می‌کند - را تأیید و بیان می‌کند افزایش درصد مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره به بهبود سود خالص شرکت منجر می‌شود؛ ولی افزایش افراطی آن، عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد.

بررسی سایر متغیرهای مدل نشان می‌دهد مدت تصدی مدیرعامل با ضریب مثبت، معنی‌دار است. این نتیجه بیان‌کننده تأیید تئوری مباشرت درباره مدت تصدی مدیرعامل است. برای دوری از اطاله کلام، جزئیات متغیرهای دوجهی کنترل سال و کنترل صنعت ارائه نشده‌اند؛ برخی از آنها معنی‌دار بوده‌اند.

## نگاره ۸- آزمون فرضیه اول (متغیر وابسته سود خالص)

ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	۰/۲۴۶۶-	۱/۹۷-	۰/۰۴۸
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۲۵۵۲	۲/۷۴	۰/۰۰۶
توان دوم استقلال هیئت‌مدیره	۰/۱۸۰۰-	۲/۴۷-	۰/۰۱۴
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۰۴۸-	۰/۲۳-	۰/۸۱۵
مدت تصدی مدیرعامل	۰/۰۰۵۴	۲/۶۶	۰/۰۰۸
غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره	۰/۰۰۵۵-	۰/۴۱-	۰/۶۸۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۰۰	۴/۲۴	۰/۰۰۰
آماره کای دو والد (سطح معنی‌داری)			Wald chi2(17) = 201.29 (0.000)

<sup>۱</sup> Wooldridge test for autocorrelation in panel data.  $F(1, 119) = 55.601$ , Prob > F = 0.0000

<sup>۲</sup> Feasible Generalized Least Squares (FGLS)

منبع: یافته‌های پژوهش

## نتایج آزمون فرضیه دوم

برای آزمون فرضیه دوم، رابطه درجه دوم بین استقلال هیئت‌مدیره و جریان‌های نقد عملیاتی تجزیه و تحلیل شد. این رابطه درجه دو با بررسی معنی‌داری متغیرهای استقلال هیئت‌مدیره و توان دوم آن سنجش شده است. با توجه به آزمون‌های تشخیص الگوی مناسب، برازش مدل به روش اثرات ثابت انجام شد. شایان ذکر است براساس وولدریج (۲۰۱۳)، در نمونه به اندازه کافی بزرگ، فرض نرمالیتی ضروری نیست [۵۵]. برای بررسی خودهمبستگی باقیمانده‌ها آزمون وولدریج استفاده شد که اجرای آن نشان داد باقیمانده‌ها دارای خودهمبستگی هستند (۹/۶۷۴ با سطح معنی‌داری

۰/۰۰۲۳). همچنین، آزمون والد تعدیل‌شده نشان داد باقیمانده‌ها مشکل ناهمسانی واریانس دارند. برای رفع این مشکل، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته عملی استفاده شد. ضرایب رگرسیون مدل فرضیه دو در نگاره (۹) ارائه شده‌اند. با توجه به نگاره (۹)، متغیر استقلال هیئت‌مدیره دارای ضریب مثبت ۰/۰۵۱ و توان دوم آن دارای ضریب ۰/۰۲۴- است. اگرچه ضریب مثبت استقلال هیئت‌مدیره و ضریب منفی توان دوم آن نشان‌دهنده شکل رابطه به صورت درجه دوم رو به پایین (∩) است، آماره آنها دارای سطح معنی‌داری بیشتر از پنج صدم و غیرمعنی‌دار است؛ بنابراین، فرضیه دوم پژوهش رد شده است و ارتباط بین استقلال هیئت‌مدیره و جریان‌های نقد عملیاتی، معنی‌دار نیست.

## نگاره ۹- آزمون فرضیه دوم (متغیر وابسته جریان‌های نقد عملیاتی)

ضریب	انحراف استاندارد	آماره Z	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	۰/۰۹۳-	۰/۱۰۱	۰/۳۵۶
استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۶۱	۰/۷۶	۰/۴۴۷
توان دوم استقلال هیئت‌مدیره	۰/۰۳۷-	۰/۰۶۲	۰/۵۵۴
اندازه هیئت‌مدیره	۰/۰۱۰	۰/۵۷	۰/۵۶۷
مدت تصدی مدیرعامل	۰/۰۰۲	۱/۰۰	۰/۳۱۹
غیرموظف بودن رئیس هیئت‌مدیره	۰/۰۰۵	۰/۴۲	۰/۶۷۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۲/۶۲	۰/۰۰۹
آماره کای دو والد (سطح معنی‌داری)		Wald chi2(17) = 119.92 (0.000)	

منبع: یافته‌های پژوهش

## بحث و نتیجه‌گیری

در نگاره یک، فلسفه تئوری نمایندگی و تئوری مباشرت مقایسه شد. براساس تئوری نمایندگی، مدل شخصیت انسان، اقتصادی است و فرض انگیزه‌های مالی و فرصت‌طلبی مدیریت [۴۱] مدنظر است. بر اساس این، نظارت و کنترل تصمیمات مدیریت

است [۲۳]. در راستای آزمون این تئوری، محققان رابطه استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت را به صورت خطی مانند نمودار (۱) آزمون کردند که نتایج مختلفی به دست آمد. همچنین، تئوری مباشرت فرض می‌کند انگیزه‌های مالی، محرک

اصلی نیستند و رفتارهای فراسازمانی [۳۰] و مطابق با نظریه‌های انگیزش نیازهای سطح بالای انسان استقلال هیئت‌مدیره (InBoard<sup>2</sup>) به مدل رگرسیون خطی، این رابطه درجه دو آزمون شد.

نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد بین استقلال هیئت‌مدیره و سود خالص ارتباطی غیرخطی از نوع معادله درجه دو وجود داشته است؛ بنابراین، ترکیب دیدگاه‌های اقتصادی و روانشناختی ارائه شده تأیید می‌شود. به جای اینکه نظریه مباشرت و نظریه نمایندگی، دوگانگی در نظر گرفته شوند، این پژوهش نشان می‌دهد این دو تئوری مکمل یکدیگرند و مفروضات هر دوی این نظریه‌ها تبیین‌کننده رابطه استقلال هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت است. با توجه به شکل رو به پایین معادله درجه دو به دست آمده (ضریب مثبت متغیر استقلال هیئت‌مدیره و ضریب منفی توان دوم آن) افراط در استقلال هیئت‌مدیره [۲۸] و تأکید صرف بر آن، به اثربخشی هیئت‌مدیره آسیب می‌رساند و برای اثربخشی هیئت‌مدیره، نیازهای مشاوره‌ای به گونه مطرح در تئوری مباشرت، ضروری است. از لحاظ شکل ارتباط، نتیجه فرضیه یک با نتیجه پژوهش مریندینو و ملویل [۴۰] که رابطه‌ای به شکل درجه دو ( $\cap$ ) بین استقلال هیئت‌مدیره و بازده دارایی‌ها مشاهده کردند، مطابقت دارد؛ ولی مخالف نتیجه پژوهش پستما و همکاران [۴۹] است که ارتباط درجه دو را مشاهده نکردند.

نتیجه فرضیه دوم نشان داد بین استقلال هیئت‌مدیره و جریان‌های نقد عملیاتی، رابطه معنی‌داری وجود نداشته است. در این نمونه، همانند لیو، میلکو، وی و یانگ [۲۸] چنین مطرح می‌شود که ممکن است هنوز شرکت‌ها به ساختار هیئت‌مدیره مطلوب دست نیافته باشند یا اینکه احتمالاً اولویت

از طریق مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره توصیه شده از قبیل موفقیت و خودشکوفایی، به رفتار مدیریت در جهت منافع سهامداران منجر می‌شود. مدیر، مباشر معتمد است و ساختار هیئت‌مدیره باید به گونه‌ای باشد که مدیریت، قدرت و اختیار کافی برای اجرای تصمیمات سازنده خود داشته باشد؛ در نتیجه، نقش هیئت‌مدیره، مشاوره است و با توجه به اینکه مدیران موظف، دانش خاص شرکت را کسب کرده‌اند و با شرکت هویت یافته‌اند، مشاوره بهتری ارائه می‌دهند [۲۷]؛ از این رو، عملکرد بالاتر شرکت با اکثریت مدیران موظف در هیئت‌مدیره در ارتباط خواهد بود [۴۶ و ۵۰]. برای آزمون تجربی این تئوری نیز همانند نمودار (۲)، تحقیقات متعددی انجام شده که نتایج ناسازگار آنها نیز درباره اعتبار هر دو تئوری تردید ایجاد کرده است.

اما نمی‌توان مفروضات هیچ‌یک از دو تئوری نمایندگی و مباشرت را رد کرد؛ زیرا هر کدام در شرایط خاصی درست هستند [۵۱]. همچنین، هر دوی نیازهای سطح پایین و بالا در شخصیت انسان وجود دارد. داویس و همکاران (۱۹۹۷) بیان داشتند این دو تئوری با هم احتمالاً با قدرت بیشتری، پیچیدگی رفتار انسان را توضیح می‌دهند [۴۵]؛ بنابراین، در این پژوهش، فرضیه ترکیب دو تئوری نمایندگی با مفروضات اقتصادی و تئوری مباشرت با مفروضات روانشناختی ارائه شد. بر اساس آن، برای ایفای هر دو نقش نظارتی و مشاوره‌ای هیئت‌مدیره، نسبت متعادلی از اعضای غیرموظف باید در ترکیب هیئت‌مدیره قرار گیرد؛ در نتیجه، رابطه‌ای درجه دو مدنظر قرار گرفت و با اضافه کردن توان دوم متغیر



اول اعضای هیئت‌مدیره، ارزیابی اثر تصمیمات بر سود است، نه جریان‌های نقد عملیاتی؛ بنابراین، هیچ رابطه‌ای مشاهده نشده است. در همین راستا، محققان نیز توجه بیشتری به بازده دارایی‌ها داشته‌اند؛ به طوری که المتاری، السویدی و فادزیل [۱۲] دریافتند در پژوهش‌های تجربی درباره رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد، بازده دارایی‌ها با ۴۶ درصد استفاده، بیشترین کاربرد را برای اندازه‌گیری عملکرد داشته است. شایان ذکر است درباره هر دو فرضیه، پژوهشی در ایران مشاهده نشد که اثر استقلال هیئت‌مدیره بر عملکرد مالی را به صورت درجه دو بررسی کرده باشد.

### پیشنهاد کاربردی

با توجه به نتیجه فرضیه یک، در نظر گرفتن هر دوی دیدگاه‌های اقتصادی و روانشناختی و در نتیجه، حضور هر دوی مدیران موظف و غیرموظف، برای ایفای هر دو نقش نظارت و مشاوره هیئت‌مدیره، ترکیب مناسب‌تری برای هیئت‌مدیره است. نتایج این پژوهش، الزام «دستورالعمل حاکمیت شرکتی بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران» را برای دست‌کم پنجاه درصد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف پشتیبانی می‌کند؛ اما توجه به تئوری مباشرت را نیز به دلیل اثر مثبت حضور مدیران موظف بر سود خالص پیشنهاد می‌کند.

### پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی

این پژوهش، ادبیات حاکمیت شرکتی را توسعه و پیشنهادهای برای بهبود حاکمیت شرکتی ارائه داده است. در هر حال، پیشرفت تئوری به توجه بیشتر در امور داخلی هیئت‌ها بستگی دارد. اثربخشی

هیئت‌مدیره‌ها علاوه بر جنبه‌های اقتصادی و رفتار فردی، به فرآیندهای روانشناسی اجتماعی در ارتباط با مشارکت گروهی و تعاملات اعضای هیئت‌مدیره [۵۱] و تبادل اطلاعات بین اعضا و بین هیئت‌مدیره، شرکت و محیط بیرونی [۲۱ و ۳۴] وابسته است که هر یک از اینها درخور تحقیق است. علاوه بر این، پژوهش‌های آتی می‌توانند از طرح‌های رویدادکاوی مانند کار نگوین و نلسن [۴۴] پیروی کنند یا متغیرهای زمینه‌ای مانند شرکت‌های خانوادگی را در نظر بگیرند که احتمال محیط مباشرتی را افزایش می‌دهند [۳۶ و ۴۳] و به دلیل تفاوت نیازهای مشاوره‌ای یا نظارتی شرکت و عملکرد آن در مراحل چرخه عمر [۱، ۴ و ۴۹]، اثر افزودن متغیر چرخه عمر شرکت به مدل ارائه‌شده را بررسی کنند. همچنین، با توجه به معنی‌دار بودن فرضیه اول و رد شدن فرضیه دوم، این سؤال مطرح می‌شود که آیا متغیر مدیریت سود، روابط آزمون‌شده در این پژوهش را تعدیل می‌کند یا خیر.

### محدودیت تحقیق

محدودیت این تحقیق، اندازه هیئت‌مدیره است. هیدریک و استراگلس (۲۰۰۷) در مطالعه‌ای درباره شرکت‌های اروپایی دریافت که شرکت‌های انگلیسی، سوئیسی و هلندی به داشتن هیئت‌مدیره کوچک تمایل دارند و شرکت‌های بلژیکی، فرانسوی، اسپانیایی و آلمانی به داشتن هیئت‌مدیره بزرگ تمایل دارند (بین ۱۳ تا ۱۹ عضو) [۵۶]. حداقل و حداکثر تعداد اعضای هیئت‌مدیره در نمونه بررسی شده، پنج و هفت نفر بوده است که امکان بررسی و نتیجه‌گیری درباره این متغیر را همانند مطالعات انجام‌شده در کشورهای اروپایی و امریکا میسر نمی‌سازد؛ هرچند

فصلنامه علوم مدیریت ایران، دوره ۴، شماره ۱۶، صص ۲۷-۵۸.

۶- آقای، محمدعلی و حسن حسنی. (۱۳۹۳).

بررسی تأثیر انگیزه‌های شخصی مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۴، صص ۱۰۹-۱۲۸.

۷- بلکوئی، احمد ریاحی. (۱۳۸۱). تئوری

حسابداری. ترجمه علی پارسائیان، چاپ اول، تهران: انتشارات دفتر پژوهش‌های فرهنگی.

۸- رشیدپور، علی. (۱۳۸۵). ارزیابی نظریه عاملیت و خادمیت و انطباق آن با دیدگاه اسلامی. فصلنامه راهبرد، شماره ۴۰، صص ۱۱۵-۱۲۸.

۹- سازمان بورس اوراق بهادار تهران. (۱۳۹۷).

دستورالعمل حاکمیت شرکتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس ایران.

۱۰- قالیباف اصل، حسن و فاطمه رضایی. (۱۳۸۶).

بررسی تأثیر ترکیب هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره نهم، شماره ۲۳، صص ۳۳-۴۸.

۱۱- گرد، عزیز، چکاو، محمدرضا و محمد

جهانشائیان. (۱۳۹۷). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی، با تأکید بر روابط غیرخطی و نقش ساختار هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال دوم، شماره ۸، صص ۲۵۰-۲۶۱.

از دیدگاه روش تحقیق، این نمونه، کنترل مناسبی از اندازه هیئت‌مدیره است؛ زیرا استقلال هیئت‌مدیره در این اندازه خاص، آزمون شده است.

## فهرست منابع

۱- اثنی‌عشری، حمیده و اعظم ولی‌زاده لاریجانی.

(۱۳۹۷). رفتار ریسک‌پذیر طی چرخه عمر شرکت و اثر آن بر عملکرد مالی آتی به روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM). پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دهم، شماره ۱، صص ۱-۱۸.

۲- احمدی، محمد رمضان و سیدصابر درسه.

(۱۳۹۵). بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال هشتم، شماره ۳، صص ۱۹-۴۲.

۳- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۵). تحلیل آماری در

پژوهش‌های مالی و حسابداری با نرم‌افزار Stata. چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه.

۴- ایزدی‌نیا، ناصر، کیانی، غلامحسین و مهدی

میرزایی. (۱۳۹۴). تأثیر ویژگی‌های مراحل چرخه عمر شرکت بر عدم تقارن زمانی جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، سال پانزدهم، شماره ۵۹، صص ۵۷-۷۶.

۵- آقای، محمدعلی، اعتمادی، حسین، آذر، عادل و

پری چالاکی. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر نقش مدیریت سود.

- 18- Al-Matari, E.M., Al-Swidi, A.K., and F.H. Fadzil. (2014). The Measurements of Firm Performance's Dimensions. *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 6, No. 1, Pp. 24-49.
- 19- Alqatan, A., Chbib, I., and K. Hussainey. (2019). How Does Board Structure Impact on Firm Performance in the UK?. *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, Vol. 15, No. 2, Pp. 18-27.
- 20- Alsahafi, A.M.S. (2017). *Corporate Governance and Firm Performance in Saudi Arabia*. PHD Thesis. Faculty of Business and Law, the University of Newcastle.
- 21- Armstrong, C., Guay, W., and J. Weber. (2010). The Role of Information and Financial Reporting in Corporate Governance and Debt Contracting. *Journal of Accounting and Economics*, No. 50, Pp. 179-234.
- 22- Baik, B., Cho, H., Choi, W., and K. Lee. (2016). Who Classifies Interest Payments as Financing Activities? An Analysis of Classification Shifting in the Statement of Cash Flows at the Adoption of IFRS, *J. Account. Public Policy*, No. 35, Pp. 331-351.
- 23- Bathula, H. (2008). *Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand*. Doctor of Philosophy thesis. Faculty of Business, Auckland University of Technology, New Zealand.
- 24- Brickley, J.A., and J.L. Zimmerman. (2010). Corporate Governance Myths: Comments on Armstrong, Guay, and Weber. *Journal of Accounting and Economics*, No. 50, 235-245.
- 25- Coles, J., Daniel, N.D., Naveen, L., (2008). Boards: Does one size fit all?, *Journal of Financial Economics* 87, 329-356.
- 26- Cook, M.L., Burrell, M.J., (2013). The Impact of CEO Tenure on Cooperative Governance, Managerial
- ۱۲- مشایخی، بیتا و فرزانه جلالی. (۱۳۹۱). ارزش‌های فرهنگی و حاکمیت شرکتی. پژوهش‌های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره ۴، صص ۵۱-۶۶.
- ۱۳- ملکیان، اسفندیار و حمیدرضا شایسته‌مند. (۱۳۹۴). تبیین تأثیرساز و کارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک‌پذیری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی، سال هفتم، شماره ۲۸، صص ۱۰۵-۱۲۶.
- ۱۴- مهربانی، مهدی، زلفی، حسن و سیدعلی ملیحی. (۱۳۹۴). بررسی ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش حسابداری، دوره چهاردهم، شماره ۵۸، صص ۱۷۱-۱۸۸.
- ۱۵- یعقوبی، مهدی و مریم اقبال. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت: آزمون مجدد تئوری نمایندگی در شرکت‌های فعال در بازار بورس اوراق بهادار تهران. یازدهمین همایش سراسری حسابداری ایران، دانشگاه فردوسی مشهد، ایران.
- 16- Adams, M., and W. Jiang. (2016). Do Outside Directors Influence the Financial Performance of Risk Trading Firms? Evidence from the United Kingdom (UK) Insurance Industry. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 64, Pp. 36-51.
- 17- Ali, M., (2016). Impact of Corporate Governance on Firm's Financial Performance (A Comparative Study of Developed and Non Developed Markets). *Arabian Journal of Business and Management Review*. Vol. 6, No. 6, Pp. 1-6.

- 35- Kiel, G.C., and G.J. Nicholson. (2003). Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance. *Corporate governance*, Vol. 11, No. 3, Pp. 189-205.
- 36- Krzeminska, A., and A. Zeyen. (2016). A Stewardship Cost Perspective on the Governance of Delegation Relationships: The Case of Social Franchising. *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, Pp. 1-21.
- 37- Liu, Y., Miletkov, M.K., Wei, Z., and T. Yang. (2015). Board Independence and Firm Performance in China. *Journal of Corporate Finance*, No. 30, Pp. 223-244.
- 38- Madison, K., Holt, D. T., Kellermanns, F. W., and A. L. Ranft. (2016). Viewing Family Firm Behavior and Governance through the Lens of Agency and Stewardship Theories. *Family Business Review*, Vol. 29, No. 1, Pp. 65-93.
- 39- Merendino, A. (2013). Corporate Governance: A Critical Comparison among International Theories, Codes of Best Practices, and Empirical Research. *Management*, Vol. 3, No. 6, Pp. 304-315.
- 40- Merendino, A., and R. Melville (2019). The Board of Directors and Firm Performance: Empirical Evidence from Listed Companies. *Corporate Governance*, Vol. 19, No. 3, Pp. 508-551.
- 41- Mirić, A.A., dodorovidd ,, and .. Janićićević 8888888 How Can the Efficiency of Corporate Governance in Serbian State-Owned Enterprises be Increased?. *ECONOMIC ANNALS*, Vol. LXIII, No. 216, Pp. 63-84.
- 42- Mustapha, Y.E., and A.I. Nafiu. (2017). Relationship Between Board Structure Variables and Performance if Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *International Journal of* and desition economics, No. 34, pp 218-239.
- 27- Davis, J.H., Schoorman, D., and L. Donaldson. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management. *The Academy of Management Review*, Vol. 22, No. 1, Pp. 20-47.
- 28- De Andres , P., and E. Vallelado. (2008). Corporate Governance in Banking: The Role of the Board of Directors, *Journal of Banking & Finance*, No. 32, Pp. 2570-2580.
- 29- Gerum, E., Molls, S.H., and C. Shen. (2017). Corporate Governance, Capital Market Orientation and Firm Performance: empirical evidence for large publicly traded German corporations. *J Bus Econ*, DOI: 10.1007/s11573-017-0873-5, Pp. 1-50.
- 30- Glinkowska, B., and B. Kaczmarek. (2015). Classical and Modern Concepts of Corporate Governance (Stewardship Theory and Agency Theory). *Management*, Vol. 19, No. 2, Pp. 84-92.
- 31- Goebel, S., and B.E. Weißenberger. (2017). Effects of Management Control Mechanisms: towards a more comprehensive analysis. *J Bus Econ*, No. 87, Pp. 185-219.
- 32- Hillman, A.I., and T. Dalziel. (2003). Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives. *Academy of Management Review*, Vol. 28, No.3, Pp. 383-396.
- 33- Hu, H.W., Alon, I., (2014). Are Chinese COEs stewards or agents? Revisiting the agency-stewardship debate, *International Finance Review*, Vol. 15, 255-277.
- 34- Joseph, J., Ocasio,W., and M. McDonnell. (2014). The Structural Elaboration of Board Independence: Executive Power, Institutional Logics, and the Adoption of CEO-Only Board Structures in U.S. Corporate Governance. *Academy of Management Journal*, Vol. 57, No. 6, Pp. 1834-1858.

- the Netherlands*. University of Groningen.
- 50- Rashid, A. (2015). Revisiting Agency Theory: Evidence of Board Independence and Agency Cost from Bangladesh. *Journal of business ethics*, vol. 130, No. 1, Pp. 181-198.
- 51- Roberts, J., McNulty, T., and P. Stiles. (2005). Beyond Agency Conceptions of the Work of the Non-Executive Director: Creating Accountability in the Boardroom. *British Journal of Management*, Vol. 16, No. 1, Pp. 5–26.
- 52- Samara, G., and J.B. Mirabent. (2017). Independent Directors and Family Firm Performance: Does One Size Fit All?. *Int Entrep Manag J*, DOI: 10.1007/s11365-017-0455-6.
- 53- Shan, Y. (2019). Managerial Ownership, Board Independence and Firm Performance, *Accounting Research Journal*, Vol. 32 No. 2, Pp. 203-220.
- 54- Syed Fuzi, Sh.f., Abdul Halim, S.A., and M.K. Julizaerma. (2016). Board Independence and Firm Performance, *Procedia Economics and Finance*, Vol. 37, Pp. 460 – 465.
- 55- Wooldridge, J.M., (2013). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
- 56- Zabri, S.M., Ahmad, K., Wah, K.K., (2016). Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. *Procedia Economics and Finance*, No. 35, 287 – 296.
- Economic Behavior*, Vol. 7, No. 1, Pp. 131-147.
- 43- Neubaum, D.o., Thomas, C.H., Dibrell, C., and J.B. Craig. (2016). Stewardship Climate Scale: An Assessment of Reliability and Validity. *Family Business Review*, DOI: 10.1177/0894486516673701, Pp. 1-24.
- 44- Nguyen, B.D., and K.M. Nielsen. (2010). The Value of Independent Directors: Evidence from Sudden Deaths. *Journal of Financial Economics*, No. 98, Pp. 550–567.
- 45- Nguyen, T.M.H., (2015). *Corporate Entrepreneurship, Ownership and Governance in Post-Privatization Vietnam*. A Thesis for the Degree of Doctor of Philosophy in the Faculty of Humanities. University of Manchester.
- 46- Nicholson, G.J., and G.C. Kiel. (2007). Can Directors Impact Performance? A case-based test of three theories of corporate governance, *CORPORATE GOVERNANCE*, Vol. 15, No. 4, Pp. 585-608.
- 47- OECD. (2015). *Principles of Corporate Governance*, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 4-5 September 2015, Ankara.
- 48- Panda, B., and N.M. leepsa. (2017). Agency Theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspective, *Indian Journal of Corporate Governance*, Vol. 10, No.1, Pp. 74-95.
- 49- Postma, T., van Ees, H., Garretsen, H., and E. Sterken. (1999). *Top Management Team and Board Attributes and Firm Performance in*