

The effect of the characteristics of the board of directors on the value creation of production companies of the Tehran Stock Exchange

Mahsa Saremi nia¹
Habibollah Nakhaei^{2*}
Zohre Hajiha³

(Receipt: 2022.10.21- Acceptance:2023.01.23)

Abstract

The purpose of this study is to investigate the effect of board characteristics with emphasis on criteria based on value creation for investors in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In this study, the criteria of board ownership, board independence and board size were used to assess the characteristics of the board. In terms of classification, research based on purpose is of applied type and research method is quantitative. In order to test the research hypotheses, the audited financial statements of companies and reporting the changes of 148 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period 2013 to 2020 were used and the required data were extracted and using the analysis method. Multivariate regression and F-Leimer, Hausmann, Bruch-Godfrey and Bruch-Pagen tests were evaluated using R software. The results of testing the hypotheses showed that between the characteristics of the board that were evaluated using the criteria of board ownership, board independence and board size with the financial performance of companies using criteria based on value creation It was found that there is a positive and significant relationship. As a result, due to the significant effect of the characteristics of the board of directors on the performance of companies, the need to pay attention to the characteristics of the board of directors is of great importance. Therefore, according to the research findings, the importance of more effective board supervision over the activities of managers is confirmed, and as a result, it should be based on the criteria of board ownership, board independence and board size, which can improve companies' performance and cause Increase the efficiency and effectiveness of board decisions in the company and increase the value of the company and create value for investors.

Key Words: Financial Performance, Board Ownership, Board Independence, Board Size, Value Creating.

1.Ph.D. Student of Accounting department, Birjand branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran. mha.saremi@gmail.com

2.Assistant professor of Accounting department, Birjand branch, Islamic Azad University, Birjand, Iran .

*.Corresponding Author: hnakhaei@iaubir.ac.ir

3.Professor of Accounting Department, East Tehran branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.drzhajiha@gmail.com

تاثیر ویژگی های هیئت مدیره بر خلق ارزش شرکت های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران

مهسا صارمی نیا^۱

حبيب اله نخعی^{۲*}

زهره حاجیها^۳

(دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۲۹ - پذیرش نهایی: ۱۴۰۱/۱۱/۰۳)

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر ویژگی های هیئت مدیره با تاکید بر معیارهای مبتنی بر خلق ارزش جهت سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش برای سنجش ویژگی های هیئت مدیره از معیارهای مالکیت هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره استفاده شد. پژوهش از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و روش پژوهش از نوع کمی می باشد. به منظور بررسی فرضیات تحقیق از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها و گزارش تغییرات ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ استفاده شد و داده های مورد نیاز استخراج شد و با بهره گیری از روش تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره و استفاده از آزمون F لیمر، هاسمن، بروش-گادفری و بروش-پاگن به کمک نرم افزار R مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون فرضیه ها نشان داد که بین ویژگی های هیئت مدیره که با استفاده از معیارهای مالکیت هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره مورد ارزیابی قرار گرفت با عملکرد مالی شرکت ها که با استفاده از معیارهای مبتنی بر خلق ارزش بررسی شد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، علیرغم تاثیر قابل توجه ویژگی های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ها، لزوم توجه به ویژگی های هیئت مدیره از اهمیت بالایی برخوردار است. بنابر این باتوجه به یافته های پژوهش اهمیت نظارت موثرتر هیئت مدیره بر فعالیت مدیران تایید می شود و در نتیجه باید بر معیارهای مالکیت هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره که می تواند عملکرد شرکت ها را بهبود بخشد و باعث افزایش کارایی و اثربخشی تصمیمات هیئت مدیره در شرکت شود و بر ارزش شرکت بیافزاید و برای سرمایه گذاران خلق ارزش نماید، توجه نمود.

۱. دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران mha.saremi@gmail.com

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد بیرجند، دانشگاه آزاد اسلامی، بیرجند، ایران

*. نویسنده مسئول: hnakhaei@iaubir.ac.ir

۳. استاد گروه حسابداری، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران drzhajha@gmail.com

واژه‌های کلیدی: عملکرد مالی، مالکیت، استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره، خلق ارزش.

مقدمه

یکی از مهمترین عوامل پیش بینی کننده‌ی تعهد سازمانی، توجه به ویژگی‌ها و تفاوت‌های فردی می‌باشد. تمامی افراد جامعه دارای تفاوت‌های فردی، استعدادها، انگیزه‌ها، رغبت‌ها و تمایلات مخصوص به خود هستند. آن‌ها دارای علایق و توانایی‌های مختلف هستند و از نگرش، دانش و نظام ارزشی متفاوتی برخوردارند. از نظر تفاوت‌های فردی و ویژگی‌های شخصیتی با یکدیگر متفاوت هستند. بدیهی است این گونه ویژگی‌های شخصیتی متفاوت، بر نحوه‌ی عمل و رفتار آن‌ها تأثیر خواهد گذاشت و این تأثیر پذیری از شخصیت، در نهایت در تصمیمات و رفتار سازمانی آن‌ها مؤثر خواهد بود.

ویژگی‌های شخصیتی خصوصیات رفتاری انسان است که نقش مهمی در زندگی وی دارد به طوری که مستقیم در قضاوت‌ها و تصمیم گیری‌های فرد ملاک عمل قرار بگیرد (ایمر و گرکز، ۱۳۹۷). از طرفی دیگر سود نیز از جمله اطلاعات با اهمیت در تصمیمات اقتصادی به شمار می‌رود. مطالعات و پژوهش‌های انجام شده درباره‌ی سود، یکی از پرجمعترین و بیشترین تلاش‌های پژوهشی را در تاریخ حسابداری تشکیل می‌دهد. سود به عنوان راهنمای پرداخت سود تقسیمی، ابزار سنجش اثربخشی مدیریت و وسیله‌ی پیش بینی و ارزیابی تصمیم گیری‌ها، همواره مورد استفاده‌ی سرمایه گذاران، مدیران و تحلیلگران مالی بوده است (ثقفی و آقای، ۱۳۷۳). بر همین اساس، محققان بسیاری سعی کردند عوامل مؤثر بر سودآوری شرکت‌ها را شناسایی کنند.

دکتر جان ماکسول بیان کرد، هر موفقیت و شکستی به قابلیت رهبری بستگی دارد. ویژگی‌ها و صفات مدیران به عنوان رهبر شرکت، در اعمال قدرت بر هیئت مدیره، تیم اجرایی و عملکرد شرکت تحت تأثیر قرار می‌دهد، بنابراین به عنوان نقشی مؤثر در بالاترین نقطه یک سازمان تعیین می‌شود که در نتایج ارزیابی و ارزشگذاری شرکت تعیین کننده است. لازمه موفقیت سازمان، عملکرد مناسب آن است. شاخص‌هایی مانند: سودآوری، بقا، رشد میزان دستیابی به اهداف و قابلیت‌های رقابتی را می‌توان به عنوان نتیجه عملکرد مناسب تلقی کرد. عملکرد هر شرکت حاصل فعالیت‌های هدفدار است که در جهت کسب سود اقتصادی به انجام می‌رسد. معمولاً شرکت‌ها با عملکرد مالی بالا کانال‌های کسب سود را به خوبی شناخته و در آن کانال‌ها سرمایه گذاری می‌کنند. هر چند هدف اصلی سازمان‌ها، افزایش کارایی و کسب سود است، ولی در عصر اطلاعات و جهانی سازی برای دستیابی به موفقیت، باید به انتظارات اجتماعی و احکام اخلاقی، واکنش مناسب نشان دهند و به بهترین شکل اینگونه انتظارات را با اهداف اقتصادی سازمان تلفیق کنند، تا دستیابی به اهداف بالاتر و والاتری را امکان پذیر سازند (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۹۳).

همانطور که می‌دانید هیئت مدیره کمیته اصلی مدیریت و نمایندگی یک شرکت است، اهداف، سیاست‌ها و استراتژی‌های آن را مشخص می‌کند و مدیریت ارشد را رصد می‌کند. بدیهی است که ویژگی‌های اعضای هیئت مدیره شرکت همانند تحصیلات، سوابق، سن، جنسیت و غیره می‌تواند حائز اهمیت باشد و بر عملکرد شرکت تأثیر گذارد.

با توجه به مطالب بیان شده، در این پژوهش قصد داریم با بکارگیری مجموعه‌ای از ویژگی‌های هیئت مدیره به بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره با تاکید بر معیارهای مبتنی بر خلق ارزش برای سرمایه گذاران بپردازیم و معیارهایی که از اهمیت و تاثیرگذاری بیشتری برخوردار هستند را شناسایی کنیم تا شرکت‌ها بتوانند از شاخص‌های کلیدی در جهت تعیین هیئت مدیره استفاده نمایند، زیرا توجه به هیئت مدیره شرکت‌ها می‌تواند باعث بهبود عملکرد شرکت، کارایی بیشتر، افزایش ثروت و جذب سرمایه گذاران جدید شود.

در بخش‌های بعدی مقاله به توضیح مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش شناسی پژوهش، متغیرها و مدل پژوهش، یافته‌ها، نتیجه‌گیری و پیشنهادات پرداخته می‌شود.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هیئت مدیره کمیته اصلی مدیریت و نمایندگی یک شرکت است، اهداف، سیاست‌ها و استراتژی‌های آن را مشخص می‌کند و مدیریت ارشد را رصد می‌کند. بدیهی است که ویژگی‌های اعضای هیئت مدیره شرکت همانند تحصیلات، سوابق، سن، جنسیت و غیره می‌تواند بر عملکرد آن تأثیر گذارد. هیئت مدیره مهم ترین 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 هیئت مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش با اهمیتی ایفا می‌کند. از دیدگاه تئوری نمایندگی، هیئت مدیره یک عملکرد نظارتی برای اطمینان از همسویی اقدامات مدیریتی با منافع سهامداران انجام می‌دهد (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). همچنین نظریه وابستگی به منابع (RDT) عملکرد دیگری از هیئت مدیره را برجسته می‌کند، یعنی فراهم کردن دسترسی به منابع، مانند دانش و شبکه‌ها، که برای موفقیت شرکت‌ها حیاتی است (هیلمن و همکاران؛ ۲۰۰۰). هیلمن و دالزیل^۳ (۲۰۰۳) بیان می‌کنند که نظارت و تأمین منابع، ارتباط بین ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد شرکت را تعیین می‌کند.

- 1.Fama & Jensen
- 2.Hillman et al.
- 3.Hillman & Dalziel

با توجه به ویژگی‌های هیئت مدیره که از نظر دیدگاه استراتژی مهم هستند، در این مطالعه مالکیت هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره مورد استفاده قرار گرفت. مالکیت هیئت مدیره: مالکیت هیئت مدیره، طبق تئوری نمایندگی حضور مدیران غیرموظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند و عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل، موجب کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها می‌شود. نتایج پژوهش ون و ات (۲۰۰۲) نشان داده است که شرکت‌هایی با تعداد مدیران غیرموظف بیشتر، به دلیل وجود نظارت موثرتر بر فعالیت مدیران آن‌ها، برای تامین مالی، کمتر به بدهی رو می‌آورند. لذا مدیران با ریسک کمتر سعی در بهبود گزارشگری و افشای اطلاعات مالی دارند.

استقلال هیئت مدیره: استقلال هیئت مدیره ویژگی قابل توجهی را برای افزایش اثر بخشی هیئت مدیره در نظر می‌گیرد. تئوری نمایندگی جدایی بین مالکیت و مدیریت را برای بهبود مدیران برای به حداکثر رساندن علاقه آن‌ها پیشنهاد کرد (جنسن و مک‌لینگ؛ ۱۹۷۶). به منظور کوچک کردن مشکل نمایندگی، مدیران غیر اجرایی قادر به نظارت و کنترل فعالیت‌های مدیریتی هستند، در نتیجه در افزایش عملکرد شرکت کمک می‌کنند (والش و سیورد؛ ۱۹۹۰). یافته‌ها و استدلال‌هایی که مدیران مستقل نقش مهمی در شرکت دارند در مطالعات بیان شده است. فیلاتاتچیو و همکاران؛^۳ (۲۰۰۵) گزارش می‌دهند که مدیران مستقل برای محافظت از مشروعیت خود کار می‌کنند و در نتیجه یک محیط مناسب برای سرمایه گذاری فراهم می‌کنند. چنچارات و همکاران؛^۴ (۲۰۱۲) پیشنهاد می‌کنند که مدیران مستقل نقش مهمی در افزایش عملکرد نظارت بر مدیریت دارند. علاوه بر این، مدیران مستقل در تصمیم گیری، به ویژه تصمیمات استراتژیک، نقشی اساسی دارند (ناگراهو و اکو؛^۵ ۲۰۱۲). علاوه بر این، شواهد قبلی اشتغال مدیران مستقل تر برای جلوگیری از رفتار فرصت طلبانه مدیریت را توصیه می‌کرد (لو و همکاران؛^۶ ۲۰۱۰). مدیران مستقل تلاش می‌کنند تا تایید کنند که تصمیمات مالی برای افزایش سهامداران اتخاذ شده است و نباید منجر به جریان نقدی یا درآمدی شود که نسبت به سهامداران اقلیت، سهامداران و مدیران کنترل شوند (دونالدسون و پرستون؛^۷ ۱۹۹۵). اعضای مستقل، مسئله نمایندگی را کنترل می‌کنند، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیر

1. Jensen & Meckling
2. Walsh & Seward
3. Filatotchev et al.
4. Chancharat et al.
5. Nugroho & Eko
6. Lo et al
7. Donaldson & Preston

و سهامداران با ارائه افشای بهتر و با کیفیت تر، کاهش می دهند (چن و موهان؛ ۲۰۰۷). فاما (۱۹۸۳) نیز مدعی است که کارآمدی هیئت مدیره با ورود اعضای غیرموظف بهبود می یابد. اندازه هیئت مدیره: اندازه هیئت مدیره یک ویژگی مهم برای دستیابی به یک ساختار بهینه حاکمیت شرکتي است (پانیگو و همکاران؛ ۲۰۱۸). این به سطح همسویی اهداف بین مالکان و مدیران بستگی دارد (جاسکیویچ و کلاین؛ ۲۰۰۷). در مورد تأثیر اندازه هیئت مدیره بر عملکرد شرکت نظرات متقابل وجود دارد. از نظر نظری، طبق نظریه نمایندگی، وقتی سهامداران نمی توانند به طور موثر مدیران را کنترل کنند، هیئت مدیره باید اندازه نسبتاً زیادی داشته باشد که در درجه اول نقش نظارتی را بازی می کند. از این نظر، انتظار می رود که رابطه بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت مثبت باشد.

طبق نظریه وابستگی به منابع، انتظار می رود که این رابطه نیز مثبت باشد. با ادغام نقش هیئت مدیره به عنوان تأمین کننده منابع، یک مدیر سرمایه انسانی و اجتماعی بیشتری را برای یک شرکت به ارمغان می آورد و اطلاعات هیئت مدیره و دانش خاص در مورد تجارت را افزایش می دهد، بنابراین کیفیت تصمیمات استراتژیک را بهبود می بخشد که در نهایت بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است (پفر؛ ۱۹۷۲).

ادبیات تئوریک دو دیدگاه متضاد پیرامون نقش اندازه هیئت مدیره بر عملکرد شرکت ارائه نموده است. دیدگاه اول بیان می دارد که هیئت مدیره کوچکتر باعث ارتقای عملکرد شرکت می گردد. هنگامی که هیئت مدیره از تعداد زیادی از اعضا تشکیل شده باشد، مشکلات نمایندگی افزایش می یابد، زیرا تعدادی از اعضای هیئت مدیره ممکن است به عنوان افراد بی منفعت عمل نمایند (هرمالین و ویسبک؛ ۲۰۰۳). همچنین زمانیکه تعداد اعضای هیئت مدیره بیش از اندازه باشد، کنترل و نظارت بر مدیرعامل به صورت کارا صورت نمی پذیرد (لیپتین و لورچ؛ ۱۹۹۲). اندازه هیئت مدیره به عنوان عنصری با اهمیت در ویژگی های هیئت مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیئت مدیره باید به گونه ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیئت مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷).

- 1.Chen & Mohan
- 2.Paniagua et al.
- 3.Jaskiewicz & Klein
- 4.Pfeffer
- 5.Hermalin & Weisback
- 6.Lipton & Lorsch

شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچگونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیئت مدیره وجود ندارد. گرین^۱ (۲۰۰۵) معتقد است که تعداد اعضای هیئت مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیئت مدیره‌های بزرگتر، از قدرت کمتری برخوردارند. در اینگونه هیئت مدیره‌ها، توافق و اجماع در خصوص یک موضوع خاص بسیار دشوار است. همچنین گودستین و همکاران^۲ (۱۹۹۴)، دریافته‌اند که هیئت مدیره‌های کوچکتر (بین ۴ الی ۶ عضو) می‌توانند مؤثرتر باشند؛ زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی به موقعتری اتخاذ نمایند. از سوی دیگر، عده‌ای دیگر همچون لیپمن و لیپمن^۳ (۲۰۰۶)، معتقدند که اندازه هیئت مدیره باید به میزان کافی بزرگ باشد تا در بر دارنده طیفی از مهارت‌ها و تجارب افراد گوناگون باشد، همچنین پژوهش زهرا و پیرس^۴ (۱۹۸۹)، نیز حاکی از آن است که تعداد بیشتر اعضای هیئت مدیره (هیئت مدیره بزرگتر) موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد می‌شود. اما آنچه که مشخص است این است که هیئت مدیره باید اندازه‌ای معقول داشته باشد.

عملکرد مالی شرکت: عملکرد مالی سطح عملکرد یک کسب و کار در یک دوره زمانی خاص می‌باشد که در دوره زمانی مربوطه در سود و زیان ظاهر می‌شود. بنابر این، می‌توان نتیجه گرفت که عملکرد مالی معیار سنجش میزان خوب استفاده شرکت از دارایی‌های خود در اداره یک تجارت و کسب درآمد است. عملکرد مالی همچنین اصطلاحی برای مقایسه چندین شرکت در یک صنعت یا فعالیت مشابه است (سیلیتونگا و سیمانجونتک^۵، ۲۰۱۹). عملکرد مالی تصویری از موفقیت شرکت در قالب نتایجی است که به لطف فعالیت‌های مختلف انجام شده بدست آمده است و تحلیلی برای ارزیابی میزان فعالیت یک شرکت طبق قوانین مالی می‌باشد (فهمی^۶، ۲۰۱۲).

یافتن معیار برتر برای ارزیابی عملکرد شرکت یکی از موضوعات مهم پژوهشات مالی اخیر است. عملکرد یک شرکت خود به تنهایی متغیر مهمی محسوب می‌شود که می‌تواند بر گروه‌های مختلف ذینفعان، از جمله سهامداران، مدیران، کارکنان و اعتباردهندگان تاثیر گذارد و از جمله وظایف اساسی و کلیدی مدیران است تا با شناسایی نقاط ضعف و قوت فعالیت‌های انجام شده نسبت به اصلاح و بهبود آن اقدام نمایند و بنگاه‌های اقتصادی، نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌هایی هستند که در دو مجموعه شاخص‌های مالی و غیرمالی طبقه بندی می‌شود. به طور کلی دو مدل ارزیابی

- 1.Green
- 2.Goodstein et al.
- 3.Limpan & Lipman
- 4.Zahra & Pearce
- 5.Silitonga & Simanjuntak
- 6.Fahmi

عملکرد در رابطه با تعیین ارزش شرکت و عملکرد مدیران وجود دارد که عبارت از: مدل حسابداری و مدل اقتصادی.

معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت عبارت از: سود، رشد سود، جریان‌های نقدی، سود هر سهم، سود تقسیمی هر سهم، ارزش بازار به دفتری، سود باقیمانده، بازگشت سرمایه، بازده دارایی، بازده سهام، نسبت قیمت به سود و Q توبین می‌باشد و معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد شرکت شامل: ارزش افزوده‌ی اقتصادی، ارزش افزوده‌ی بازار و ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده سهامدار است.

به دلیل کثرت معیارهای حسابداری و اقتصادی، در این پژوهش برای ارزیابی عملکرد از معیارهای مدل اقتصادی استفاده خواهد شد و با توجه به اهمیت خلق ارزش برای سرمایه‌گذاران که در ادامه بیان شده است، در این پژوهش از معیارهای خلق ارزش استفاده می‌شود.

خلق ارزش: به طور کلی، ارزش عبارت است از بار معنایی خاص که انسان به برخی اعمال، حالت‌ها و پدیده‌ها نسبت می‌دهد. افراد اغلب ارزش را "آن چیزی که می‌ارزد" تعریف می‌کنند و در زمانی که می‌شنوند ارزش چیزی فراتر از از این است شگفت زده می‌شوند. ارزش، به شخصی که ارزیابی آن را انجام می‌دهد، هدف، زمان بندی و مجموعه‌ای از عوامل دیگر بستگی دارد. در نتیجه مفاهیم مختلفی برای ارزش وجود دارد. ارزش یک شرکت می‌تواند به طور مستقیم مرتبط با تصمیماتی باشد که شرکت اتخاذ می‌نماید؛ این که در چه پروژه‌هایی شرکت کند، چگونه آن‌ها را تامین مالی نماید و چه سیاست تقسیم سودی را اتخاذ نماید. دانستن این رابطه، کلیدی برای اتخاذ تصمیمات افزایش دهنده ارزش شرکت و تجدید ساختار مالی خردمندان می‌باشد (داموداران، ۱۳۸۷). اختصاص کارآمد منابع برای رشد شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران و پایداری آنان، امری حیاتی می‌باشد. خلق ارزش و فرصت‌های رشد شرکت، نقش اساسی در تئوری‌های مالی ایفا می‌کنند. اینکه چگونه یک شرکت به خوبی بتواند ثروت سهامداران را بهبود بخشد و سود بالایی را با استفاده از وجوه سرمایه‌گذاری شده سهامداران کسب کند، مثال خوبی از ارزش شرکت می‌باشد (صالح حاتک و حسین؛ ۲۰۱۷).

از نظر فرناندز^۲ (۲۰۰۱)، یک شرکت زمانی برای سهامداران خلق ارزش می‌کند که بازده سهامدار بیشتر از هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام) باشد. به عبارت دیگر زمانی یک شرکت در طی یک سال ارزش خلق می‌کند که انتظارات را بهبود بخشد. زیرا ارزش به انتظارات بستگی دارد.

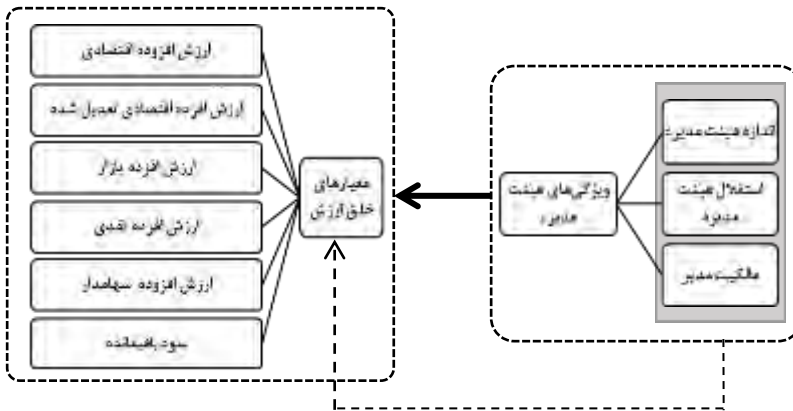
1. Sualekhhattak and Hussain

2. Fernández

از دیدگاه تئوری نمایندگی، مدیران خارجی ناظر بهتری بر مدیران هستند، زیرا آن‌ها مستقل از تیم مدیریت ارشد و شرکت می‌باشند (دالتون و همکاران، ۱۹۹۸). از آنجایی که عملکرد شرکت با جهت‌گیری بلندمدت شرکت‌ها همراه است (اکلس و همکاران، ۲۰۱۴) و از آنجایی که فعالیت‌های شرکت به زمانی نیاز دارد تا به ارزش شرکت تبدیل شود (کارول و شابانا، ۲۰۱۰)، مدیران خارجی ممکن است احتمال بیشتری داشته باشد که عملکرد شرکت را تقویت کنند، زیرا آن‌ها تمایل دارند افق‌های زمانی بلندمدتی را دنبال کنند و بنابراین احتمال بیشتری دارد که پتانسیل سرمایه‌گذاری بلندمدت در پروژه‌های مختلف را ببینند (دی ویلیرز و همکاران، ۲۰۱۱). همچنین از دیدگاه تئوری وابستگی به منابع، تعداد مدیران مستقل باید ارتباط مثبتی با عملکرد شرکت داشته باشد زیرا احتمال دسترسی آن‌ها به منابع جایگزین دانش و شبکه‌های مرتبط با شرکت، بیشتر از مدیرانی است که با شرکت مرتبط هستند. بنابراین، باتوجه به مواردی که بیان شد، تأثیر استقلال هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد.

همچنین با توجه به نقش نظارتی هیئت مدیره تمرکز اصلی استدلال‌های تئوری نمایندگی مربوط به هیئت مدیره، این بحث مطرح شده است که هیئت مدیره بزرگتر فعال‌تر در نظارت و ارزیابی فعالیت‌های شرکت می‌باشد و کمتر مستعد سلطه مدیریتی هستند (زهرا و پیرس، ۱۹۸۹). بر اساس تئوری وابستگی به منابع، که عملکرد تامین منابع مدیران را برجسته می‌کند، شرکت‌ها باید از هیئت مدیره‌های بزرگتر بهره‌مند شوند، زیرا مدیران بیشتری وجود دارند که هر کدام می‌توانند به منابعی مانند دانش و شبکه‌های تخصصی دسترسی داشته باشند (هیلمن و همکاران، ۲۰۰۹). به طور خاص، حضور مدیران بیشتر به طور بالقوه پیوندهای خارجی و دانش بیشتری را برای بهره‌برداری از منابع، تجربه، دانش و مشاوره بیشتر مرتبط با عملکرد شرکت فراهم می‌کند (دی ویلیرز و همکاران، ۲۰۱۱). در نتیجه اندازه هیئت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت تأثیر گذار باشد که در این تحقیق به آن پرداخته خواهد شد.

-
1. Dalton et al.
 2. Eccles et al.
 3. Carroll & Shabana
 4. de Villiers et al.



شکل ۱ - مدل مفهومی

پیشینه پژوهش‌های خارجی

دیسلی و همکاران^۱ (۲۰۲۲)، ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد پایداری بازارهای در حال ظهور را بررسی کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که هیئت مدیره‌های کوچکتر، دارای تنوع جنسیتی و مستقل که اغلب تشکیل جلسه می‌دهند، عملکرد پایداری بهتری را به دست می‌آورند. همچنین شواهدی را یافتند که نشان می‌دهد استقلال هیئت مدیره تأثیر مثبتی بر دو معیار عملکرد پایداری (عملکرد محیطی و حاکمیتی) دارد و رابطه منفی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد حاکمیتی پیدا کردند.

کامبرا و همکاران^۲ (۲۰۲۲)، به بررسی رابطه بین هیئت مدیره و دارایی‌های نقدی قبل و در طول بحران مالی جهانی پرداختند. نتایج نشان داد که اثرات ویژگی‌های هیئت مدیره بر محیط بیرونی شرکت مشروط است.

اندریکات و همکاران^۳ (۲۰۲۱)، به بررسی ویژگی‌های هیئت مدیره و مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و نمایندگی زنان در هیئت مدیره تا حدی با یکدیگر مرتبط هستند و به طور مشترک بر مسئولیت اجتماعی شرکت به طور مستقیم و همچنین غیرمستقیم از طریق حضور یک کمیته مسئولیت اجتماعی تأثیر می‌گذارند.

1. Disli et al.
2. Cambrea et al.
3. Endrikat et al.

ویتولا و همکاران^۱ (۲۰۱۹)، بررسی ویژگی‌های هیئت مدیره و کیفیت گزارش یکپارچه از دیدگاه تئوری نمایندگی را بررسی کردند. یافته‌ها، براساس نمونه‌ای از ۱۳۴ شرکت بین‌المللی، رابطه مثبتی را بین اندازه، استقلال، تنوع و فعالیت یک هیئت مدیره با کیفیت گزارش‌دهی یکپارچه نشان داد.

آسنگا و همکاران^۲ (۲۰۱۸)، تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌های تانزانیا را بررسی کردند. نتایج نشان داد که از نظر تئوری نمایندگی، در حالیکه یافته‌ها از تفکیک نقش‌های مدیرعامل/رئیس حمایت می‌کنند، آن‌ها از ارتباط مدیران خارجی و عملکرد مالی پشتیبانی نمی‌کنند. با توجه به نظریه وابستگی به منابع، یافته‌ها نشان داد که تنوع جنسیتی تأثیر مثبتی بر عملکرد مالی دارد. علاوه بر این، یافته‌ها از ارتباط بین عملکرد مالی و اندازه هیئت مدیره، مدرک دکترا و مدیران خارجی پشتیبانی نمی‌کنند.

بن عمار، بوژنوی و فرانسوا (۲۰۱۱)، ویژگی‌های مدیرعامل شرکت، ترکیب هیئت مدیره و ایجاد ارزش خرید را در یک مطالعه کانادایی انجام دادند. ویژگی‌های مدیرعامل شرکت، ترکیب هیئت مدیره و ساختار مالکیت را برای ارتباط آن‌ها با عملکرد سهم شرکت خریدار در اطراف اعلامیه خرید بررسی کردند. بر اساس ۲۷۳ مالکیت شرکت‌های کانادایی از سال ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲، نشان دادند که سطح مدیرعامل و مالکیت مدیر و همچنین میزان استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی کوتاه مدت خریدار مرتبط بوده است. اندازه هیئت مدیره با ایجاد ارزش رابطه منفی داشت.

زین العابدین و همکاران^۳ (۲۰۰۹) با استفاده از نمونه‌ای شامل ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و عملکرد شرکت پرداختند. شاخص مورد استفاده آن‌ها برای سنجش عملکرد، کارایی ارزش افزوده منابع فیزیکی و فکری بود. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که رابطه مثبت و معناداری بین ترکیب و اندازه هیأت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد.

هو و ویلیامز^۴ (۲۰۰۳) در پژوهشی به بررسی مقایسه‌ای ارتباط بین ویژگی‌های هیأت مدیره و کارایی ارزش افزوده سرمایه فیزیکی، سرمایه فکری و کل سرمایه شرکت در میان نمونه‌ای از شرکت‌های آفریقای جنوبی، سوئد و انگلستان پرداختند. نتایج بیانگر وجود عدم یکنواختی در رابطه معنادار بین ویژگی‌های هیأت مدیره و شاخص‌های عملکرد در میان کشورهای مورد بررسی بود.

-
1. Vitolla et al.
 2. Assenga et al.
 3. ZainalAbidin et al.
 4. Ho & Williams

پیشینه پژوهش‌های داخلی

افتخارپور و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی تاثیر ویژگی هیئت مدیره بر قابلیت بازاریابی شرکت‌های فعال در صنعت غذایی ایران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره بر قابلیت بازاریابی شرکت‌های مورد مطالعه تاثیر مثبت و معنادار داشته است. زیرا با افزایش استقلال هیئت مدیره و اندازه شرکت، نظارت بر فعالیت هیئت مدیره و شرکت بیشتر شده و ضمن بهبود عملکرد شرکت، قابلیت بازاریابی آن را بیشتر می‌کند. دوگانگی نقش مدیرعامل نیز بر قابلیت بازاریابی شرکت‌ها تاثیر منفی و معنادار داشته است. همچنین تاثیر متغیرهای اندازه شرکت، ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت و اهرم مالی بر قابلیت بازاریابی شرکت‌ها به ترتیب مثبت، مثبت و منفی بوده اما معنادار نمی‌باشند.

دلشاد و تهرانی (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام، با تاکید بر روش‌های داده‌کاوی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان داد ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات سهام شرکت‌های بررسی شده داشته اما تأثیر این ویژگی‌ها بر حجم معاملات در اکثر موارد به صورت بی‌معنا مشاهده شده است. صرفاً دقت پیش‌بینی مدیریت دارای تأثیر معنادار بر ارزش معاملات بوده و خوش‌بینی و کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر حجم معاملات سهام خواهند گذاشت. بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش معاملات مربوط به متغیرهای اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بوده و بیشترین تأثیرگذاری بر حجم معاملات مربوط به متغیرهای نسبت قیمت به سود و نرخ بازده دارایی‌های شرکت می‌باشد. نتایج پژوهش آن‌ها بیان کرد که تعداد اندکی از ویژگی‌های مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش و حجم معاملات سهام داشته است و بازار سرمایه از طریق ارزش معاملات سهام انجام شده نسبت به ویژگی‌های مختلف مدیریت واکنش معنادار نشان داده است. همچنین صرفاً کوتاه‌بینی مدیریت تأثیری معنادار بر ارزش معاملات داشته و کوتاه‌بینی، خوش‌بینی و استقلال هیئت مدیره دارای تأثیری معنادار بر حجم معاملات بوده و سایر ویژگی‌های مدیریت جزء متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش و حجم معاملات نبوده‌اند.

مرادی و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی پرداختند. هدف اصلی پژوهش، بررسی رابطه بین برخی از ویژگی‌های هیئت مدیره و هزینه‌های نمایندگی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه‌ای شامل ۷۷ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۹ در سطح کل و در سطح صنایع مورد مطالعه قرار گرفته است. متغیر وابسته هزینه‌های نمایندگی می‌باشد و برای اندازه‌گیری آن از نسبت‌های کارایی استفاده شده است. این نسبت‌ها عبارتند از: ۱-نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش سالانه که معیاری از افراط

گرایی مدیریت در انجام مخارج اختیاری است، و ۲-نسبت گردش دارایی‌ها که معیاری از کیفیت مدیریت دارایی‌های شرکت‌ها است. متغیرهای مستقل پژوهش، اندازه اعضای هیئت مدیره و درصد اعضای غیر موظف نسبت به کل اعضای هیئت مدیره که نشان دهنده استقلال هیئت مدیره است در نظر گرفته شده است. نتایج حاصل نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و هزینه‌های نمایندگی ارتباط معنادار مثبتی وجود دارد ولی بین استقلال هیئت مدیره با هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری یافت نشد.

نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد با تاکید بر کارایی ارزش افزوده منابع شرکت پرداختند. هدف پژوهش، بررسی تاثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت و همچنین کارایی ارزش افزوده منابع مربوط به سرمایه فیزیکی و فکری به صورت جداگانه بود. بدین منظور از نمونه ای متشکل از ۴۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ استفاده شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها با استفاده از الگوی رگرسیون حداقل مربعات معمولی بیانگر این بود که رابطه مثبت و معناداری بین متغیر حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت مدیره و کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت و همچنین کارایی ارزش افزوده سرمایه های فیزیکی و نیز کارایی ارزش افزوده سرمایه های فکری وجود دارد، در حالی که رابطه معناداری بین متغیرهای درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و حضور حداقل سه عضو غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره با کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت و کارایی ارزش افزوده سرمایه های فیزیکی و نیز کارایی ارزش افزوده سرمایه های فکری پیدا نکردند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اصلی:

ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای خلق ارزش موثر است.

فرضیه های فرعی:

مالکیت مدیر بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای خلق ارزش موثر است.

استقلال هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای خلق ارزش موثر است.

اندازه هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای خلق ارزش موثر است.

روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و روش پژوهش از نوع کمی می باشد. روش تحلیل داده ها، توصیفی از نوع همبستگی می باشد. به منظور بررسی فرضیات تحقیق اطلاعات از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت ها، گزارش تغییرات شرکت، سایت کدال و نرم افزار ره آورد نوین استخراج شد. برای سنجش متغیرهای پژوهش نیز از مدل رگرسیونی استفاده شد. جامعه آماری پژوهش کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ پس از اعمال شرایط بوده است. شرایط مذکور به شرح زیر می باشد:

تاریخ پذیرش آن ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۱ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۸ نیز در فهرست شرکت های بورسی باشند.

پایان سال مالی شرکت ۲۹ اسفند باشد و طی دوره زمانی مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

اطلاعات مالی لازم به منظور استخراج داده های مورد نیاز در دسترس باشد.

جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.

پس از اعمال محدودیت های فوق، نمونه آماری شامل ۱۴۸ شرکت می باشد.

متغیرها و مدل پژوهش

در این پژوهش ویژگی های هیئت مدیره به عنوان متغیرهای مستقل مورد استفاده قرار می گیرد. معیارهای خلق ارزش که شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده تعدیل شده، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده سهامدار و سود باقیمانده می باشد به عنوان متغیرهای وابسته و اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت نقدی متغیرهای کنترلی پژوهش هستند. مدل رگرسیونی زیر، تهیه شد و جهت بررسی ویژگی های هیئت مدیره با تاکید بر معیارهای مبتنی بر خلق ارزش برای سرمایه گذاران مورد استفاده قرار خواهد گرفت:

$$VCC_{it} = \alpha + \beta_1 DIRECTOWN_{it} + \beta_2 BOARDINDEP_{it} + \beta_3 BOARDSIZE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \varepsilon$$

VCC_{it} : معیارهای خلق ارزش می باشد که هر یک از متغیرهای آن به طور جداگانه مورد آزمون قرار گرفته و به صورت زیر محاسبه شده است:

$$VCC_{it} = EVA_{it} + REVA_{it} + MVA_{it} + CVA_{it} + CSV_{it} + RI_{it}$$

EVA : ارزش افزوده اقتصادی، $REVA$: ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، MVA : ارزش افزوده بازار

CVA: ارزش افزوده نقدی، CSV: ارزش افزوده سهامدار، RI: سود باقیمانده

هریک از متغیرهای وابسته در مدل فوق به شرح ذیل محاسبه خواهند شد:

ارزش افزوده اقتصادی: ماهیت اصلی ارزش افزوده اقتصادی توسط ژول استرن و بنت استوارت در دهه ۱۹۷۰ پایه ریزی شد و در کتاب «جست‌وجو برای ارزش» به نام ایشان ثبت گردید. به عبارت دیگر، ارزش افزوده اقتصادی مثبت نشان‌دهنده تخصیص بهینه منابع، ایجاد ارزش در شرکت و افزایش ثروت سهامداران است. از طرفی ارزش افزوده اقتصادی منفی بیانگر اتلاف منابع و تخصیص غیربهینه و ناکارآمد منابع شرکت و به تبع آن کاهش ثروت سهامداران است. اگر ارزش افزوده اقتصادی یک شرکت مثبت باشد، شرکت برای سهامداران سودآور است و این سود نشان دهنده توانمندی‌های مجموعه مدیران آن شرکت است؛ از این رو EVA «سود مدیریت» نامیده می‌شود.

ارزش افزوده اقتصادی از فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$EVA: NOPAT_t - (WACC * Capital_{t-1})$$

NOPAT: سود خالص عملیاتی بعد از مالیات، WACC: میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه، Capital: خالص ارزش دارایی‌های شرکت

میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه از رابطه‌ی زیر محاسبه می‌شود:

$$WACC = \left(\frac{Em}{Em+Dm} \right) Ke + \left(\frac{Dm}{Em+Dm} \right) Kd$$

Dm: ارزش دفتری کل بدهی‌ها، Em: ارزش دفتری حقوق مالکانه

Kd: نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات، Ke: نرخ هزینه حقوق مالکانه

ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده: باسیدور و همکاران^۱ (۱۹۹۷) برای برطرف کردن معایب محاسبه‌ی ارزش افزوده‌ی اقتصادی، ابزار اندازه‌گیری عملکرد دیگری به نام ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده را معرفی کردند. آن‌ها معتقدند ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده، چارچوبی برای ارزیابی عملکرد و میزان ارزش افزوده برای سهامداران و سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده شبیه معیار ارزش افزوده‌ی اقتصادی است با این تفاوت که در محاسبه‌ی ارزش افزوده‌ی اقتصادی تعدیل شده، مخارج سرمایه‌ای بر اساس ارزش بازار محاسبه می‌شود، نه بر اساس ارزش دفتری دارایی‌ها (باسیدور و همکاران، ۱۹۹۷). نحوه محاسبه ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده همانند ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد، اما تفاوت اساسی ارزش افزوده

1. Bacidore et al.

اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده در مخارج سرمایه به کار رفته می‌باشد، در ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده بر اساس ارزش بازار شرکت در پایان دوره (t-1) و یا شروع دوره (t) می‌باشد، در حالیکه ارزش افزوده اقتصادی بر اساس ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان همان سال محاسبه می‌شود.

$$REVA_t = NOPAT - WACC (MCAPITAL_{t-1})$$

NOPAT: سود عملیاتی پس از کسر مالیات در پایان دوره (t)، WACC: میانگین موزون هزینه‌ی سرمایه، MCAPITAL: ارزش بازار شرکت در ابتدای دوره شرکت i در سال t-1

$$WACC_{it} = (w_{sit} * k_{sit}) + (w_{dit} * k_{dit})$$

WS: نسبت ارزش بازار سرمایه شرکت به مجموع ارزش بدهی و بازار سرمایه شرکت i در دوره t

KS: نرخ هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام شرکت i در دوره t

ارزش افزوده بازار: ارزش افزوده بازار (MVA) نشان دهنده ارزیابی سرمایه گذار از شرکت است و حداکثر نمودن آن هدف هر شرکتی است که به دنبال حداکثر کردن ثروت سهامداران است، زیرا با رشد قیمت سهم و افزایش ارزش بازار آن به طور عملی و واقعی به ثروت سهامداران شرکت افزوده می‌شود (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۶). ارزش افزوده بازار زمانی ایجاد می‌شود که ارزش بازار واحدهای تجاری بیش از سرمایه به کار گرفته شده در آن باشد. هر چه ارزش افزوده بازار بزرگتر باشد یعنی بازار سرمایه انتظار دارد ارزش افزوده اقتصادی بیشتری در آینده ایجاد شود (طالب‌نیا و شجاع، ۱۳۹۰). از لحاظ تئوریک ارزش یک شرکت در یک تاریخ معین تابعی از انتظارات بازار سرمایه نسبت به ارزش افزوده اقتصادی سال‌های آینده است (مانوهار، ۱۹۹۹).

$$MVA = MCAPITAL - BVCAPITAL$$

MCAPITAL: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،

BVCAPITAL: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

ارزش افزوده نقدی: ارزش افزوده نقدی به مازاد وجه نقدی گفته می‌شود که پس از کسر هزینه سرمایه نقدی از سود نقدی عملیاتی بدست می‌آید. به این مازاد وجه نقد برخی اوقات سود نقدی مازاد نیز اطلاق می‌گردد. ارزش افزوده نقدی (CVA) همان ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد که اقلام غیر نقدی آن حذف شده اند و از دو دیدگاه اقتصادی و مالی دارای مفاهیم متفاوتی است (رضایی و مولودی، ۱۳۸۹).

(سودپرداخت شده به سهامداران + بهره پرداخت شده) - مالیات - جریان‌های نقدی عملیاتی = ارزش افزوده نقدی

ارزش افزوده سهامدار: این معیار توسط راپپورت معرفی شده است که به عنوان یکی از برجسته ترین افراد در زمینه معیارهای ارزش سهامدار در نظر گرفته می‌شود. ارزش افزوده سهامدار (CSV) یکی از معیارهای اندازه گیری عملکرد و بازده شرکت به حساب می‌آید (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۸۵).

$$CSV = \text{Market value of equity} * (SR - K_e)$$

Market Value of Equity: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

SR^۱: بازده سهامدار، K_e: نرخ بازده سرمایه گذاری مورد انتظار سهامدار (بازده مورد انتظار حقوق صاحبان سهام)

سود باقیمانده: برابر با سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات منهای حداقل بازده مورد انتظار سرمایه گذار می‌باشد (رضایی و مولودی، ۱۳۸۹).

$$RI_t = \text{NOPAT}_t - [(SHE_{t-1} - IBD_{t-1}) * ME(r)]$$

NOPAT: سود عملیاتی پس از کسر مالیات طی دوره t

SHE: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره (t-1)

IBD: ارزش دفتری بدهی‌های بهره دار در ابتدای دوره مالی (t-1)، ME(r): حداقل نرخ بهره اوراق مشارکت

متغیرهای مستقل در مدل فوق به شرح ذیل محاسبه خواهند شد:

DIRECTOWN: از درصد مالکیت سهام در دست اعضای هیئت مدیره بدست می‌آید.

BOARDINDEP: از نسبت مدیران خارجی (غیراجرایی) در هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره بدست می‌آید.

BOARDSIZE: از نسبت گزارشات هیئت مدیره به مجمع بدست می‌آید.

با توجه به پژوهش‌های انجام شده توسط کاراسامانی^۲ (۲۰۱۸) و یائو تان هوانگ^۳ (۲۰۱۷)، متغیرهای زیر به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شد:

SIZE: از طریق لگاریتم طبیعی ارزش کل دارایی‌های شرکت بدست می‌آید.

LEV: کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت می‌باشد.

Cash Rati: کل وجوه نقد تقسیم بر کل بدهی‌های جاری شرکت می‌باشد (کلارک و جادج، ۲۰۰۹).

- 1.Shareholder Retur
- 2.Karasamani
- 3.Yau Tan Hwang
- 4.Clark & Judge

$$\text{Cash Ratio} = \frac{\text{Total cash}}{\text{Total current liabilities}}$$

Total cash: کل وجوه نقد

Total current liabilities: کل بدهی های جاری

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

برای اینکه تا حدودی اطلاعات نهفته در داده ها مختصر و محسوس شود و کلیاتی درباره ویژگی نمونه های مورد بررسی به دست آید اقدام به تهیه و تنظیم آمار توصیفی می شود، این اطلاعات شامل: شاخص های مرکزی و پراکندگی از قبیل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و حداکثر می باشد. نگاره آمار توصیفی برای متغیرهای پژوهش به شرح زیر می باشند.

نگاره شماره ۲. آماره های توصیفی متناظر با متغیرهای پژوهش

نوع متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	مینیمم	ماکسیمم	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
SIZE	۱۴/۴۷	۱۴/۲۷	۱/۵۱	۱۱/۰۴	۲۰/۱۸	-۰/۸۷۲	۱/۳۲
LEV	-۰/۵۸۱	-۰/۵۷	-۰/۲۵	-۰/۳۶	۳/۹۷۵	۳/۷۷	۳۹/۶۴
CASH	-۰/۱۱۶	-۰/۰۵۸	-۰/۱۹۸	-۰/۰۰۰۵	۳/۵۲۶	۶/۵۸۵	۸۵/۳۵
DIRECTOWN	-۰/۶۸۵	-۰/۷۷۳	-۰/۲۵۸	-۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	-۱/۲۹	-۰/۷۶
BOARDINDEP	-۰/۲۸۱	-۰/۲	-۰/۲۰۸	۰	۱	-۰/۴۸۴	-۰/۰۰۱
BOARDSIZE	۵/۰۷	۵	۰/۳۶۳	۴	۷	۵/۰۹	۲۴/۴۵

منبع: یافته های پژوهشگر

نتایج حاکی از آن است که شاخص عملکرد مالی (VCC) به طور میانگین ۰/۰۰۰ بوده است که با توجه اینکه این شاخص مجموع چندین متغیر نرمالیده شده هستند، دور از انتظار نیست. از طرفی برای VCC شاخص پراکندگی (انحراف معیار) ۲/۵۲ بوده است که حاکی از پراکندگی نسبتاً پایین متغیر است. از طرفی نتایج نشان می دهد که متغیرهای SIZE، LEV و CASH به ترتیب دارای میانگین ۱۴/۴۷، ۰/۵۸۱ و ۰/۱۱۶ است و از طرفی دیگر نتایج مربوط به ویژگی های هیئت مدیره نشان می دهد که به طور میانگین مالکیت مدیر و استقلال هیئت مدیره به ترتیب ۰/۶۵۸ و ۰/۲۸۱ بوده است و همچنین اندازه هیئت مدیره دارای میانگین ۵/۰۷ می باشد.

آزمون فرضیه‌ها و تحلیل یافته‌های پژوهش

ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت با استفاده از معیارهای خلق ارزش موثر است. برای بررسی این فرضیه، مدل رگرسیون زیر برازش داده می‌شود:

$$VCC_{it} = \beta_0 + \beta_1 DIRECTOWN_{it} + \beta_2 BOARDINDEP_{it} + \beta_3 BOARDSIZE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 CASH_{it} + \varepsilon_{it}$$

در حقیقت در صورتی که سطح معناداری برای هر یک از ضرایب رگرسیونی در متغیرهای پیش‌بینی (مستقل و کنترل) کمتر از ۰/۰۵ باشد متغیر متناظر با آن تاثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها خواهد داشت.

اولین آزمون، آزمون F-لیمر است. در صورتی که P-مقدار کمتر از ۰/۰۵ باشد، روش رگرسیون پانلی و در غیر این صورت رگرسیون OLS انتخاب می‌شود.

نگاره شماره ۳. نتایج آزمون‌های مورد استفاده برای فرضیه پژوهش

درجه آزادی	آماره آزمون	نوع آزمون
۰/۰۰۰	۲/۹۷	F لیمر
۰/۸۴	۲/۷۳	هاسمن
۰/۰۰۰	۲۶۶/۴۶	بروش-گادفری
۰/۰۰۰	۶۶/۲۷	بروش-پاگن

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون F لیمر بیانگر این مطلب است که در سطح خطای ۵ درصد بین روش OLS و روش پانلی، باید از روش پانلی استفاده شود. پس از آنکه مدل پانلی انتخاب شد، برای تشخیص و شناخت درست مدل مورد استفاده و اینکه مدل اثرات ثابت موضوع روش تخمین است یا مدل اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شد و در صورتی که P-مقدار آزمون کمتر از ۰/۰۵ باشد روش با اثرات ثابت و در غیر این صورت روش با اثرات تصادفی انتخاب خواهد شد. همان طور که مشاهده می‌شود روش اثرات تصادفی انتخاب می‌شود. برای آزمون این که آیا خطای مدل مورد استفاده خود همبستگی سریالی دارند، از آزمون بروش-گادفری استفاده کردیم و اگر P-مقدار از ۰/۰۵ کمتر باشد می‌توان گفت داده‌های مورد بررسی خود همبستگی سریالی دارند. همان طور که مشاهده می‌شود P-مقدار از ۵ درصد کمتر است لذا خودهمبستگی خطای مدل پذیرفته می‌شود. برای آزمون این که آیا خطای مدل مورد استفاده ناهمسانی واریانس دارند، از آزمون بروش-پاگن استفاده شد. اگر P-مقدار از ۰/۰۵

کمتر باشد می توان گفت داده های مورد بررسی ناهمسانی واریانس دارند. همان طور که مشاهده می شود P-مقدار کمتر از ۵ درصد است لذا همسانی واریانس خطای مدل رد می شود. در این راستا با جمع بندی پیش فرض های رگرسیون به این نتیجه رسیدیم که باید برای برازش مدل از روش تعمیم یافته استفاده نماییم. پس از انجام این رگرسیون نتایج مدل به شرح نگاره زیر می باشد:

نگاره شماره ۴. نتایج برازش مدل رگرسیونی متناظر با مدل رگرسیونی

نتیجه	P-مقدار	آماره t	انحراف استاندارد خطا	ضرایب متغیر در مدل	VIF	ضرایب
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	-۴/۹۱	۱/۲۹	-۶/۳۶	-	عرض از مبدا
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۹/۴۴	۰/۰۲۸۸	۰/۲۷۲	۱/۹۳	DIRECTOWN
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۱۲/۲۶	۰/۰۳۴	۰/۴۲۶	۱/۹۶	BOARDINDEP
معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۶/۷۱	۰/۰۱۹	۰/۱۳۴	۱/۱۸	BOARDSIZE
عدم معناداری در مدل	۰/۰۰۰	۱۰/۸۷	۰/۰۴۸	۰/۵۲۷	۱/۲۵	SIZE
معناداری در مدل	۰/۰۰۰۸	-۳/۳۳	۰/۲۹۶	-۰/۹۸۸	۱/۱۷	LEV
عدم معناداری در مدل	۰/۲۲۵	۱/۲۱	۰/۳۷۴	۰/۴۵۳	۱/۷۹	CASH
	۰/۳۰۷					ضریب تعیین
۲۳/۷۲		آماره F				آزمون معنی داری مدل
۰/۰۰۰		P-مقدار				آزمون دوربین - واتسون
۱/۶۹		آماره دوربین - واتسون				
۰/۰۰۰		P-مقدار				

همان طور که ملاحظه می شود ماکسیمم مقادیر VIF کمتر از ۱۰ بوده است از این رو وجود تمامی متغیرها در مدل را مخدوش نخواهند کرد. همچنین P-مقدار (۰/۰۰۰) آزمون معنی دار بودن مدل نیز مناسب بودن مدل را نیز تأیید می کند.

در فرضیه فرعی اول، با توجه به نتایج، آماره t (۹/۴۴) نشان می دهد که متغیر مستقل **DIRECTOWN** در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً P-مقدار (۰/۰۰۰) نیز کمتر از ۵ درصد می باشد. بنابر این مالکیت مدیران بر عملکرد مالی شرکت تاثیر مثبت و معناداری می گذارد.

با توجه به نتایج بدست آمده برای فرضیه فرعی دوم، آماره t (۱۲/۳۶) نشان می دهد که متغیر مستقل **BOARDINDEP** در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از ۱/۹۶ بوده ثانیاً P-مقدار (۰/۰۰۰) نیز کمتر از ۵ درصد

می‌باشد. بنابر این استقلال هیئت مدیره مدیران بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد.

همچنین با توجه به نتایج در فرضیه فرعی سوم، آماره $t(6/71)$ نشان می‌دهد که متغیر مستقل BOARD SIZE در این مدل در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری معنادار می‌باشد زیرا اولاً مقادیر قدر مطلق این آماره بیشتر از $1/96$ بوده ثانیاً P-مقدار $(0/000)$ نیز کمتر از ۵ درصد می‌باشد. بنابر این اندازه هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد.

همچنین باتوجه به نتایج بدست آمده، آماره $t(-3/33)$ نشان می‌دهد که متغیر کنترلی LEV در سطح ۹۵٪ اطمینان، از لحاظ آماری دارای رابطه معکوس و معنادار می‌باشد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

هیئت مدیره کمیته اصلی مدیریت و نمایندگی یک شرکت است، اهداف، سیاست‌ها و استراتژی‌های آن را مشخص می‌کند و مدیریت ارشد را رصد می‌کند. بدیهی است که ویژگی‌های اعضای هیئت مدیره شرکت می‌تواند بر عملکرد آن تأثیر گذار باشد. همانطور که فاما و جنسن (۱۹۸۳) بیان کردند، هیئت مدیره مهم ترین عامل در کنترل و نظارت بر مدیریت شرکت و محافظت از منابع سهامداران قلمداد می‌شود. باتوجه به اینکه نظارت هیئت مدیره در بهبود عملکرد شرکت و جذب اعتماد سرمایه گذاران در جهت سرمایه گذاری در شرکت‌ها حائز اهمیت می‌باشد و هیئت مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش با اهمیتی ایفا می‌کند، هدف از این مطالعه شناسایی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از معیارهای خلق ارزش برای سرمایه گذاران بود. از این رو در این پژوهش از معیارهای مالکیت مدیر، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره در جهت ارزیابی و سنجش ویژگی‌های هیئت مدیره استفاده شد. همچنین شش معیار خلق ارزش که شامل: ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده سهامدار و سود باقیمانده بودند به عنوان معیارهای عملکرد مالی برآورد شدند.

همانطور که نتایج نشان داد، متغیرهای مستقل مالکیت مدیر، استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره با عملکرد مالی مبتنی بر خلق ارزش رابطه مستقیم و معنادار دارند چون آماره t در سطح P-مقدار کمتر از $0/05$ در مدل مبتنی بر خلق ارزش برای هر یک از متغیرهای مالکیت مدیر، استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره به ترتیب $(9/44)$ ، $(12/36)$ و $(6/71)$ شده است.

متغیر اندازه شرکت با آماره $t(10/87)$ در سطح p -مقدار کمتر $0/05$ می باشد که رابطه مستقیم و معناداری با عملکرد شرکت دارد و نشان می دهد هرچه اندازه شرکت بزرگتر باشد عملکرد مالی شرکت مطلوب خواهد بود.

متغیر اهرم مالی در مدل مبتنی بر خلق ارزش دارای آماره $t(-3/33)$ است که نشان دهنده رابطه معکوس و معنادار با عملکرد شرکت می باشد که بدین معناست با افزایش اهرم مالی، خلق ارزش کاهش می یابد بنابر این مدیران تمایل به استفاده کمتر از منابع مالی خارجی در جهت بهبود خلق ارزش شرکت خواهند داشت.

متغیر کنترلی نسبت نقدی (CASH) دارای آماره $t(1/21)$ با سطح p -مقدار $(0/225)$ می باشد، با توجه به اینکه سطح p -مقدار بیشتر از $0/05$ است در نتیجه نسبت نقدی ارتباطی با عملکرد مالی شرکت نخواهد داشت.

باتوجه به نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات جمع آوری شده، فرضیه های پژوهش تایید می شود و نتایج حاکی از آن بود که ویژگی های هیئت مدیره که با استفاده از معیارهای مالکیت مدیر، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره اندازه گیری شد بر عملکرد مالی شرکت ها تاثیر معناداری دارد و فرضیه های پژوهش تایید شد و تمام متغیرهای ویژگی هیئت مدیره که در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفت، تاثیر مثبتی بر عملکرد مالی دارند. نتایج نشان می دهد باید بیشتر به ساختار هیئت مدیره توجه شود تا عملکرد شرکت بهبود پیدا کند. شناسایی و ارزشیابی ویژگی های هیئت مدیره ارزشمند می باشد و می تواند در مورد چگونگی و چرایی کاهش در ناکارآمدی های سرمایه گذاری به ویژه در دوره های خاصی که شرکت با کمبودهای منابع اقتصادی مواجه است، موثر باشد. به عنوان مثال اعتبار مدیریتی ممکن است با توانایی تسهیل دسترسی به منابع مالی ارتباط داشته باشد. به همین دلیل، شناسایی ویژگی هیئت مدیره هایی که با موسسات مالی مرتبط هستند، از نظر سیاسی می تواند برای اعتباردهندگان رفتار مطلوب تری داشته باشد.

دیسلی و همکاران (۲۰۲۲) ویژگی های هیئت مدیره و عملکرد پایداری بازارهای در حال ظهور را بررسی کردند. نتایج مطالعه آن ها نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره تأثیر مثبتی بر عملکرد محیطی و حاکمیتی دارد که با نتایج حاصل از این تحقیق همسو می باشد، از سوی دیگر آن ها رابطه منفی بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد حاکمیتی پیدا کردند در صورتیکه این نتیجه با نتیجه بدست آمده در این پژوهش ناهمسو بوده است.

اندریکات و همکاران (۲۰۲۱)، به بررسی ویژگی های هیئت مدیره و مسئولیت اجتماعی شرکت پرداختند و یافته های آن ها نشان داد اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره بر مسئولیت اجتماعی شرکت به طور مستقیم و غیرمستقیم از طریق حضور یک کمیته مسئولیت اجتماعی تأثیر می گذارند

که این نتیجه با تحقیق حاضر همسو می‌باشد. ویتولا و همکاران (۲۰۱۹)، ویژگی‌های هیئت مدیره و کیفیت گزارش یکپارچه از دیدگاه تئوری نمایندگی را بررسی کردند و یافته‌ها نشان داد رابطه مثبتی بین اندازه و استقلال هیئت مدیره وجود دارد که با نتایج مطالعه حاضر همسو می‌باشد. آسنگا و همکاران (۲۰۱۸)، تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌های تانزانیا را بررسی کردند. نتایج نشان داد ارتباطی بین عملکرد مالی و اندازه هیئت مدیره وجود ندارد که با نتایج حاصل در این تحقیق ناهمسو می‌باشد. نتایج حاصل از پژوهش حاضر با نتایج مطالعه بن عمار، بوژنونی و فرانسوا (۲۰۱۱) که ویژگی‌های مدیرعامل شرکت، ترکیب هیئت مدیره و ایجاد ارزش خرید را در کانادا انجام دادند و نشان دادند مالکیت مدیر و میزان استقلال هیئت مدیره با عملکرد مالی کوتاه مدت خریدار مرتبط است همسو می‌باشد اما در متغیر اندازه هیئت مدیره به این نتیجه رسیدند که با ایجاد ارزش رابطه منفی دارد و این نتیجه با یافته‌های حاصل از مطالعه حاضر ناهمسو می‌باشد. زین العابدین و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیأت مدیره و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداختند. نتایج آن‌ها نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین ترکیب و اندازه هیأت مدیره و عملکرد شرکت وجود دارد که با نتایج پژوهش حاضر یکسان می‌باشد. هو و ویلیامز (۲۰۰۳) در پژوهش خود به بررسی مقایسه‌ای ارتباط بین ویژگی‌های هیأت مدیره و کارایی ارزش افزوده سرمایه فیزیکی، سرمایه فکری و کل سرمایه شرکت در نمونه‌ای از شرکت‌های آفریقایی جنوبی، سوئد و انگلستان پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها بیانگر وجود عدم یکنواختی در رابطه معنادار بین ویژگی‌های هیأت مدیره و شاخص‌های عملکرد در میان کشورهای مورد بررسی بوده است، که این نتایج بر خلاف نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم می‌باشد.

افتخارپور و همکاران (۱۴۰۱)، به بررسی تأثیر ویژگی هیئت مدیره بر قابلیت بازاریابی شرکت‌های فعال در صنعت غذایی ایران پرداختند و نتایج نشان داد، استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره بر قابلیت بازاریابی شرکت‌های مورد مطالعه تأثیر مثبت و معنادار داشته است که همسو با نتایج تحقیق می‌باشد.

در پژوهش دلشاد و تهرانی (۱۳۹۸)، به بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام، با تأکید بر روش‌های داده‌کاوی پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد استقلال هیئت مدیره دارای تأثیری معنادار بر حجم معاملات می‌باشد، که نتایج فوق با پژوهش حاضر همسو می‌باشد و تأثیر ارتباط استقلال هیئت مدیره و وضعیت شرکت را تایید می‌کند. از سوی دیگر در پژوهش مرادی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی پرداخته شد و نتایج حاصل نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و هزینه‌های نمایندگی ارتباط مثبتی وجود دارد که با یافته‌های مطالعه حاضر همسو بوده است اما بین استقلال هیئت مدیره

با هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری یافت نکردند که این نتیجه با یافته‌های حاصل از فرضیه فوق همراستا نمی‌باشد. نمازی و ابراهیمی (۱۳۹۲) به بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد با تاکید بر کارایی ارزش افزوده منابع در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که رابطه مثبت و معناداری بین متغیر حضور یکی از اعضای غیرموظف در ریاست هیأت مدیره و کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت و همچنین کارایی ارزش افزوده سرمایه‌های فیزیکی و نیز کارایی ارزش افزوده سرمایه‌های فکری وجود دارد، در حالی که رابطه معناداری بین متغیرهای درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و حضور حداقل سه عضو غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره با کارایی ارزش افزوده کل منابع شرکت و کارایی ارزش افزوده سرمایه‌های فیزیکی و نیز کارایی ارزش افزوده سرمایه‌های فکری پیدا نکردند، نتایج پژوهش فوق بر خلاف نتایج حاصل از فرضیه حاضر است.

به طور کلی، یافته‌ها نشان داد که ویژگی هیئت مدیره در شرکت منجر به سطح بالایی از عملکرد مالی شرکت می‌شود. همچنین یافته‌ها نشان می‌دهد که بین ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها رابطه قوی وجود دارد و به نظر می‌رسد که شرکت‌ها باید برای داشتن هیئت مدیره مستقل و باتجربه که در این پژوهش پیشنهاد شد و مورد مطالعه قرار گرفت بیشتر متمرکز شوند و با افزایش استقلال هیئت مدیره، افزایش اعضای غیرموظف هیئت مدیره و افزایش اندازه هیئت مدیره می‌تواند بعد نظارت بر عملکرد شرکت را ارتقا داده و ضمن بهبود عملکرد شرکت، خلق ارزش برای سرمایه‌گذاران را افزایش داد.

بنابر این باتوجه به اهمیت نظارت موثرتر هیئت مدیره بر فعالیت مدیران در جهت عملکرد بهتر شرکت، به سهامداران و قانون‌گذاران در شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد با در نظر گرفتن ویژگی‌ها و شرایط اعضای هیئت مدیره مانند غیرموظف بودن بیشتر اعضاء هیئت مدیره که منجر به نظارت موثرتر بر فعالیت مدیران خواهد شد، استقلال هیئت مدیره که طبق تئوری نمایندگی جدایی بین مالکیت و مدیریت را برای بهبود مدیران برای به حداکثر رساندن افزایش اثر بخشی آن‌ها موثر است و به افزایش عملکرد شرکت کمک می‌کنند و باعث کارآمدی هیئت مدیره می‌شود، همچنین اندازه هیئت مدیره طبق اظهارات بیان شده توسط پانیاگو و همکاران (۲۰۱۸)، یک ویژگی مهم برای دستیابی به یک ساختار بهینه حاکمیت شرکتی می‌باشد که طبق مطالعات انجام شده توسط حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) تعداد بهینه اعضای هیئت مدیره باید به نحوی تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیئت مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود. باتوجه به اهمیت ویژگی‌های هیئت مدیره پیشنهاد می‌شود در انتخاب و انتصاب آن‌ها موارد فوق در نظر گرفته شود تا شاهد عملکرد بهتر شرکت، جذب

بیشتر سرمایه گذاران، حفظ سهامداران موجود، افزایش ثروت و رضایت آن‌ها از سرمایه گذاری که در شرکت انجام داده‌اند را داشته باشند و در نتیجه باعث بهبود عملکرد مالی شرکت و کارآمدی هیئت مدیره شوند. زیرا با داشتن هیئت مدیره قوی که دارای استقلال و اندازه مناسب باشد، انتظار می‌رود که از مزایای سرمایه گذاری و افزایش ارزش سهامداران آگاهی داشته و بتواند از سرمایه‌ها و شرایط مالی پیش رو برای شرکت استفاده کند و عملکرد مالی شرکت را بهبود بخشد و انتظار می‌رود هیئت مدیره‌ای با اندازه مناسب، مستقل و باتجربه در جهت منافع سهامداران عمل کند و سعی خواهد داشت که با استفاده از منابع درآمدی بیشتر، هزینه‌های شرکت را به حداقل برساند.

پیشنهاد می‌شود برای پژوهشات آتی، تمام بخش‌های بازار سرمایه و متغیرهای جمعیت شناختی مانند جنسیت و تجربه اعضای هیئت مدیره مورد بررسی قرار گیرد و تاثیر آن در رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و عملکرد مالی شرکت‌ها با استفاده از معیارهای مبتنی بر خلق ارزش آزمون شود.

پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی از تاثیر ویژگی‌های شخصی مانند تخصص مالی، تحصیلات و تجربه مالی مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداخته شود.



منابع و مأخذ:

- افتخارپور، سیده سارا؛ وکیل الرعایا، یونس و فائزی رازی، فرشاد. (۱۴۰۱). "تاثیر ویژگی هیئت مدیره بر قابلیت بازاریابی شرکت‌های فعال در صنعت غذایی ایران"، مجله توسعه و سرمایه،
- doi: 10.22103/jdc.2022.18796.1192
- ایمر، فرشید؛ گرکز، منصور. (۱۳۹۷). "بررسی نقش هیجانات خودآگاهانه (غرور و شرم) در تصمیم‌گیری های اخلاقی حسابداری: مطالعه موردی دانشجویان دکتری و کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه های شهر گرگان"، حسابداری ارزشی و رفتاری، ۳(۶): ۱۹۷-۱۶۵.
- بادآورنهندي، یونس؛ برادران حسن زاده، رسول و جلالی‌فر، ژیلدا. (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط بین مسئولیت پذیری اجتماعی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله دانش حسابداری، سال هفتم، شماره ۲۴، صص ۱۸۰-۱۵۵.
- ثقفی، علی و آقایی، محمدعلی. (۱۳۷۳). "رفتار سود حسابداری" بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره نهم، صص ۲۱-۵.
- حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر؛ و سید حسین خسرو نژاد. (۱۳۸۷). "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی ها و اندازه شرکت با مدیریت سود"، مطالعات حسابداری، شماره ۲۴، صص ۱۱۵-۷۹.
- داموداران، آسوات. (۱۳۸۷). "ارزش گذاری سهام، مفاهیم و مدل های کاربردی"، ترجمه شرکت تأمین سرمایه امین، چاپ اول، پاییز ۸۷.
- دلشاد، افسانه و تهرانی، رضا. (۱۳۹۸). "بررسی تاثیر ویژگی‌های مدیریت بر ارزش و حجم معاملات سهام با تاکید بر روش‌های داده کاوی"، مجله علمی دانش حسابداری مالی، دوره ۶ شماره ۲، صص ۶۰-۲۹.
- رضایی، فرزین و مولودی، سلیمان. (۱۳۸۹). "رابطه ارزش افزوده نقدی، ارزش افزوده اقتصادی، جریان های نقدی آزاد و سود باقیمانده با ارزش ایجاد شده برای سهامداران"، مجله مطالعات مالی، شماره پنجم، صص ۱۸-۱.
- رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم و شاهوردیانی، شادی. (۱۳۸۵). مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)، انتشارات کسا کاوش، چاپ اول.
- رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۸۶). "ارزیابی کارکرد ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار جهت ارزیابی عملکرد اقتصادی شرکت ها"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، سال هفتم شماره سوم، پاییز.
- طالب نیا، قدرت اله و شجاع، اسماعیل. (۱۳۹۰). "رابطه بین نسبت ارزش افزوده بازار (MVA) به سود حسابداری و نسبت ارزش افزوده اقتصادی (EVA) به سود حسابداری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره هشتم، بهار ۱۳۹۰.
- مرادی، مهدی؛ سعیدی، مجتبی و رضایی، حمیدرضا. (۱۳۹۲). "بررسی تاثیر اندازه و استقلال هیئت مدیره بر هزینه‌های نمایندگی، پژوهش‌های تجربی حسابداری"، سال دوم، شماره ۷، صص ۵۴-۳۵.
- نمازی، محمد و ابراهیمی، شهلا. (۱۳۹۲). "تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد با تأکید بر کارایی ارزش افزوده منابع شرکت"، مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال دهم، شماره ۴۰، صص ۲۶-۱.

References

- Assenga, M.P., Aly, D. & Hussainey, K. (2018), "The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms", *Corporate Governance*, 18 (6), 1089-1106. <https://doi.org/10.1108/CG-09-2016-0174>.
- Bacidore, J.M., Boquist, J.A., Milbourn, T.T. & Thakor, A.V. (1997). "The Search for the Best Financial Performance measure". *Financial Analysis Journal*, 53 (3), 11-20.
- Ben Amar, Walid. Boujenoui, Ameer & Francoeur, Claude. (2011). "CEO Attributes, Board Composition, and Acquirer Value Creation: A Canadian Study", *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 28(4), 480-492.
- Cambrea, D.R., Calabrò, A., La Rocca, M. & Paolone, F. (2022). "The impact of boards of directors' characteristics on cash holdings in uncertain times", *J Manag Gov* 26, 189–221.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). "The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice". *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85–105.
- Chen, C. R. & Mohan, N. J., (2007), "Timing the Disclosure of Information: Management's View of Earnings Announcements". *Financial Management*, 33 (3), 63-69.
- Chancharat, N., Krishnamurti, C., & Tian, G. (2012). "Board structure and survival of new economy IPO firms. *Corporate Governance: An International Review*", 20(2), 144-163.
- Clark, E., & Judge, A. (2009). "Foreign currency derivatives versus foreign currency debt and the hedging premium". *European Financial Management*, 15(3), 606-642.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). "Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance". *Strategic Management Journal*, 19(3), 269–290.

- De Villiers, C., Naiker, V., & van Staden, C. J. (2011). "The effect of board characteristics on firm environmental performance". *Journal of Management*, 37(6), 1636–1663.
- Disli, M., Yilmaz, M.K. & Mohamed, F.F.M. (2022), "Board characteristics and sustainability performance: empirical evidence from emerging markets", *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13 (4), 929-952.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). "The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications". *Academy of Management Review*, 20(1), 65-91.
- Eccles, R. G., Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). "The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance". *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Endrikat, J., de Villiers, C., Guenther, T. W., & Guenther, E. M. (2021). "Board Characteristics and Corporate Social Responsibility: A Meta-Analytic Investigation", *Business & Society*, 60(8), 2099–2135.
- Fahmi, Irham. (2012). "Analysis of Financial Statements". 2nd printing. Bandung: Alfabeta.
- Fama, E.F., (1983), "Separation of Ownership and Control". *Journal of Law and Economics*. 26 (9), 301- 325.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, 26, 327-349.
- Fernández, Pablo, (2001), "A Definition of Shareholder Value Creation", IESE Business School, 1-10.
- Filatotchev, I., Lien, Y. C., & Piesse, J.(2005). "Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan". *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), 257-283.
- Green, S. (2005). "Sarbanes Oxley and the Board of Directors". John Wiley & Sons, Inc, Hoboken. New Jersey

- Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). "The effect of board size and diversity on strategic change". *Strategic Management Journal*, 15, 241-50.
- Hermalin, B. E. & Weisback, M.S.(2003), "Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature", Center for Responsible Business.Working Paper Series.Paper3.
- Hillman, A. J., Cannella, A. A., & Paetzold, R. L.(2000). "The resource dependence role of corporate directors: Strategic adaptation of board composition in response to environmental change". *Journal of Management Studies*, 37(2), 235–255.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T.(2003). "Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives". *Academy of Management Review*, 28(3), 383–396.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J.(2009). "Resource dependence theory: A review". *Journal of Management*, 35(6), 1404–1427.
- Ho, C. A., & Williams, S. M. (2003). "International comparative analysis of the association between board structure and the efficiency of value added by a firm from its physical capital and intellectual capital resources". *The International Journal of Accounting*, 38(4), 465-491.
- Jaskiewicz, P., & Klein, S.(2007). "The impact of goal alignment on board composition and board size in family businesses". *Journal of Business Research*, 60(10), 1080-1089.
- Jensen, M.C. & Meckling, W.H. (1976). "Theory of the Firm, Managerial Behavior, Agency Costs and Owner Ship Structure". *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 5 -30.
- Karasamani, Isabella. (2018). "The Impact of Managerial Traits on Corporate Investment", Durham Theses, Durham University. Available At Durham E-Theses Online: [Http://Etheses.Dur.Ac.Uk/12901/](http://Etheses.Dur.Ac.Uk/12901/).

- Limpan, F. & Lipman, L. (2006). "Corporate Governance Best Practices: Strategies for Public, Private and Not-for-Profit Organizations". John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.
- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992), "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance". *Business Lawyer*, 48: 59-77.
- Loe, T. W., Ferrell, L., & Mansfield, P. (2010). "A review of empirical studies assessing ethical decision making in business". *Journal of Business Ethics*, 25(3), 185-204.
- Manohar, R. (1999). "Economic value added – the bottom – line measure for corporate performance". Akaunian Nasional, University Tenga National.
- Nugroho, B. Y., & Eko, P. U. (2012). "Board characteristics and earning management". *Bisnis & Birokrasi: Jurnal Ilmu Administrasi Dan Organisasi*, 18(1).
- Paniagua, J., Rivelles, R., & Sapena, J. (2018). "Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure". *Journal of Business Research*, 89, 229-234.
- Pfeffer, J. (1972). "Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment". *Administrative Science Quarterly*, 218-228.
- Silitonga, I. M., & Simanjuntak, A. (2019). "The Influence of Corporate Governance on Disclosure of Corporate Social Responsibility and Corporate Financial Performance as Intervening Variable", *Economics and Business International Conference, Economics and Business in Industrial Revolution 4.0*, pages 331-337
- Sualehkhattak. Muhammad & Hussain. CH Mazher. (2017). "Do Growth Opportunities Influence the Relationship of Capital Structure, Dividend Policy and Ownership Structure with Firm Value: Empirical Evidence of KSE". *Journal of Accounting & Marketing*, 1 – 11.

- Vitolla, F., Raimo, N. & Rubino, M. (2019). "Board characteristics and integrated reporting quality: an agency theory perspective". *Corp Soc Resp Env Ma.*1–12. <https://doi.org/10.1002/csr.1879>.
- Walsh, J. P., & Seward, J. K. (1990). "On the efficiency of internal and external corporate control mechanisms". *Academy of Management Review*, 15(3), 421-458.
- Yau Tan Hwang, J. (2017). "CEO Personal Attributes and Corporate Decisions". *Durham Theses*. Durham University. Available at Durham E-Theses Online: <http://Etheses.Dur.Ac.Uk/12319/>.
- Zahra, S. A., & Pearce, I. I. J. A. (1989). "Boards of directors and corporate financial performance: A review and integrative Model". *Journal of Management*, 15(2), 291–334.
- ZainalAbidin, Z., Kamal, N. M., & Jusoff, K. (2009). "Board structure and corporate performance in Malaysia". *International Journal of Economics and Finance*, 1(1), 150-164.

