

بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امیر مهرافزون

دانشجو، گروه حسابداری، واحد اهواز، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، جمهوری اسلامی ایران

mehrafzoon1@gmail.com

چکیده - حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین عوامل تاثیرگذار بر ارزش شرکت می‌باشد که در ارتباط با بحث حاکمیت شرکتی یکی از مهمترین سازوکارهای آن، هیئت مدیره می‌باشد که مدیران مالی و سرمایه‌گذاران باید با توجه به ابعاد مختلف هیئت مدیره در جهت انتخاب بهترین ترکیب منابع برای سرمایه‌گذاری با هدف حداکثرسازی ثروت سهامداران را انجام دهند که در این پژوهش به بررسی این عوامل و تاثیر آن‌ها بر ارزش شرکت پرداخته شده است. در همین راستا هدف پژوهش حاضر این است که رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت را مشخص کند. به همین منظور در این تحقیق ویژگی‌های هیئت مدیره و دوره تصدی مدیرعامل به عنوان متغیر مستقل و ارزش شرکت به عنوان متغیر وابسته در طی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت که نهایتاً تعداد ۹۶ شرکت از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه در این مطالعه انتخاب شدند. پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی-همبستگی بوده و روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در پژوهش "داده‌های پانل" است. نتایج بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ویژگی‌های هیئت مدیره (تعداد اعضای هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، مالکیت مدیریتی، دوگانگی نقش مدیرعامل و دوره تصدی مدیرعامل) و ارزش شرکت می‌باشد.

کلمات کلیدی: ویژگی‌های هیئت مدیره، تعداد اعضای هیئت مدیره، دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت

مقدمه

یکی از مکانیسم‌های داخلی حاکمیت شرکتی، توجه به هیئت مدیره شرکت به‌عنوان نهاد هدایت‌کننده‌ای است که نقش مراقبت و نظارت را بر کار مدیران اجرایی به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران برعهده دارد. چنین به نظر می‌رسد که رمز موفقیت یک شرکت در گرو هدایت مطلوب آن است. به گونه‌ای که می‌توان ادعا نمود راز ماندگاری شرکت‌های معروف و خوشنام، در برخورداری آنها از یک هیئت مدیره کارا و

اثربخش است. باتوجه به موارد بیان شده هیئت مدیره کارآمد می‌تواند نقش مهمی در موفقیت و بهبود عملکرد و نهایتاً افزایش ارزش شرکت‌ها ایفا کرده که رشد و توسعه اقتصادی را به همراه خواهد داشت. هیات مدیره بالاترین مرجع تصمیم‌گیری در سازمان‌ها، اعم از بزرگ و کوچک است که بخش عمده‌ای از پیامد تصمیمات متخذه آنها، بر ثروت‌شان تاثیرگذار خواهد بود. انتخاب و کنارگذاری بالاترین مقام اجرایی سازمان و همچنین تصویب بسیاری از تصمیمات مهم سازمان و نظارت بر اجرای آن، توسط آنها صورت می‌پذیرد. در حقیقت یک شرکت تحت هدایت و رهبری اعضای هیات مدیره‌اش اداره می‌شود، سپس هدایت و رهبری از هیات مدیره به مدیرعامل و از مدیرعامل به مدیران ارشد به‌منظور مدیریت و سازماندهی کارهای روزانه شرکت انتقال می‌یابد. به این ترتیب هیات مدیره به نمایندگی از سوی سهامداران شرکت، کار نظارت و کنترل را انجام می‌دهند. بنابراین مدیران اجرایی شرکت‌ها، مسئولیت عملیات روزمره و فرآیند کسب‌وکار در آن شرکت را به عهده دارند. همچنین، هیات مدیره مسئول نهایی عملیات و سلامت مالی شرکت است. مسئولیت اصلی هیات مدیره، ایجاد راهبری کارآمد بر امور شرکت در راستای منافع سهامداران و تعادل در منافع ذینفعان مختلف آن از جمله مشتریان، کارکنان، سرمایه‌گذاران و جوامع محلی و فراهم کردن نظارت مستقل بر عملکرد مدیران اجرائی و به چالش کشیدن استراتژی و تصمیمات تجاری مدیریت اجرایی می‌باشد. اگرچه توانایی هیئت مدیره به‌عنوان معیاری موثر برای کنترل مدیران، به میزان زیادی به ساختار هیئت مدیره بستگی دارد اما پژوهش‌های گذشته نشان داده که سه ویژگی از هیئت‌مدیره می‌تواند بر کارایی و اثربخشی کنترل‌های انجام شده به‌وسیله هیئت‌مدیره اثر داشته باشند: اندازه هیئت‌مدیره، نسبت اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره و تفکیک نقش مدیرعامل و رییس هیئت مدیره (ام نیف^۱، ۲۰۰۹). هسته اصلی تئوری نمایندگی این است که مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران، ممکن است به‌گونه‌ای عمل نمایند یا تصمیم‌هایی را بگیرند، که الزاماً موجب به حداکثر رساندن ثروت سهامداران نگردد. مطابق این تئوری، باید سازوکار کنترلی یا نظارتی کافی برای محافظت سهامداران از تضاد منافع ایجاد شود. حال سوالی که مطرح می‌شود این است که چگونه ویژگی‌های هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل می‌تواند ارزش شرکت‌ها را تحت تاثیر قرار دهد؟

¹ Mnif

مبانی نظری تحقیق

هیئت‌مدیره مهم‌ترین عامل در کنترل و نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت و محافظت از منابع سهامداران قلمداد می‌شود (فاما و جنسن، ۱۹۸۳). نتایج مطالعات و بررسی‌های انجام شده نشان می‌دهد که هیئت‌مدیره در ارتقاء عملکرد و ارزش شرکت نقش بااهمیتی ایفا می‌کند. از این‌رو هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل با ارزش شرکت‌هاست.

اندازه هیئت‌مدیره

اندازه هیئت‌مدیره به‌عنوان عنصری با اهمیت در ویژگی‌های هیأت‌مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیأت‌مدیره باید به‌گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیأت‌مدیره و انجام وظایف مختلف هیأت‌مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس‌یگانه، شعری و خسرو نژاد، ۱۳۸۷). شواهد تجربی حاکی از آن است که هیچ‌گونه اتفاق نظری در خصوص اندازه بهینه هیأت‌مدیره وجود ندارد. گرین^۱ (۲۰۰۵) معتقد است که تعداد اعضای هیأت‌مدیره باید محدود باشد تا امکان بحث و تبادل نظر در خصوص مسائل و مشکلات شرکت مهیا گردد. هیأت‌مدیره‌های بزرگ‌تر، از قدرت کمتری برخوردارند. در این‌گونه هیأت‌مدیره‌ها، توافق و اجماع درخصوص یک موضوع خاص بسیار دشوار است. همچنین گودستین و همکاران دریافته‌اند که هیأت‌مدیره‌های کوچک‌تر - بین ۴ الی ۱ عضو می‌توانند مؤثرتر باشند؛ زیرا به واسطه کوچک بودن، قادرند تصمیمات راهبردی به موقع‌تری اتخاذ نمایند. از سوی دیگر، عده-ای دیگر معتقدند که اندازه هیأت‌مدیره باید به میزان کافی بزرگ باشد تا دربردارنده طیفی از مهارت‌ها و تجارب افراد گوناگون باشد، همچنین پژوهش زهرا و پیرس، نیز حاکی از آن است که تعداد بیشتر اعضای هیأت‌مدیره بزرگ‌تر موجب افزایش قابلیت نظارت بر فعالیت‌های مدیران ارشد می‌شود. اما آنچه که مشخص است این است که هیأت‌مدیره باید اندازه‌ای معقول داشته باشد (مرادی و همکاران، ۱۳۹۱).

درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره

در نظریه‌ی نمایندگی^۲، افزایش وظایف و اختیارات هیئت‌مدیره شرکت‌ها به‌صورت جدی‌تری مطرح می‌گردد. راس^۳ (۱۹۷۳)، از زوایای مختلف به نظریه‌ی نمایندگی پرداخت و نهایتاً جنسن و مک‌کلینگ (۱۹۷۶)

¹ Green

² Agency Theory

³ Ross

مبانی نظریه‌ی نمایندگی را مطرح کردند، این نظریه به‌طور کلی به تضاد منافع موجود بین مدیر (کارگزار) و مالک (کارگزار) اشاره دارد. یعنی طرف‌های قرارداد دارای انتظارات منطقی بوده و به دنبال بیشینه سازی منافع خود هستند. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) مستقل در هیئت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به‌عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت، کمک شایان توجهی می‌کند. مدیران غیرموظف (غیراجرایی) با دیدگاهی حرفه‌ای و بی-طرفانه، در مورد تصمیم‌گیری‌های مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند. بدین ترتیب، هیئت مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم، یک سازوکار بالقوه توانمند شرکت به حساب می‌آید (چارو و همکاران^۱، ۲۰۰۱). در مورد نقش مدیران غیرموظف و مشارکت آن‌ها در یک نظام حاکمیت شرکتی پژوهش‌های متعددی انجام شده است. برای مثال، مرک و همکاران^۲ (۱۹۸۸)، در پژوهش خود بیان کردند که وجود مدیران غیرموظف از سوءاستفاده مدیران موظف از موقعیت خود جلوگیری می‌کند. همچنین، آگراوال و نوبر^۳ (۱۹۹۶)، بیان کردند که وجود مدیران غیرموظف، تأثیر مثبتی بر سازوکارهای نظارتی دارد. تحقیقات بسیاری بر روی اثر ترکیب هیأت مدیره از لحاظ مؤلف و غیرمؤلف بودن، بر روی عملکرد مالی شرکت‌ها انجام شده است. اعضای غیرمؤلف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران مؤلف، بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر بگذارد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت مدیره را مدیران مستقل غیرمؤلف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی بیشتری برخوردار خواهد بود.

مالکیت مدیریتی

تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یکی از ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. ارتباط بین سهامداران و مدیران شرکت مملو از تضاد منافی است که از جدایی مالکیت و کنترل، تفاوت اهداف سهامداران و مدیران، و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران ناشی می‌شود. این تضاد منافع به‌وسیله تئوری نمایندگی بیان می‌گردد. رابطه نمایندگی به‌صورت قراردادی که به موجب آن یک یا چند شخص (مالک یا مالکان)، شخص دیگری (نماینده) را برای اجرای بعضی خدمات از جانب خود به کار

¹ Chtourou et al.

² Morck et al.

³ Agrawal & Knoeber

گماشته و اختیار تصمیم‌گیری را به وی تفویض می‌نمایند، تعریف می‌شود (جنسن و مک‌کلینگ^۱، ۱۹۷۶). از آنجا که برخی مالکان، با توجه به میزان مالکیت‌شان، بر شرکت تحت مالکیت‌شان کنترل موثری دارند، ساختار مالکیت (ویژگی‌های مالکان و میزان مالکیت‌شان) یک عنصر بالقوه مهم در حاکمیت شرکتی است. منطقی است فرض کنیم که هم‌پوشانی بیشتر میان مالکیت و کنترل باید منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت گردد. رابطه میان مالکیت، کنترل، و ارزش شرکت بسیار پیچیده است، با این حال داشتن مالکیت از سوی مدیر شرکت می‌تواند به بهبود همسویی منافع مدیران و سهامداران کمک کند. با وجود این، از آنجایی که منافع مدیران و سهامداران کاملاً بر هم منطبق نشده است، مالکیت بیشتر می‌تواند به مدیران آزادی بیشتری برای پیگیری اهداف‌شان بدون ترس از جریمه شدن بدهد، یعنی می‌تواند برای مدیران سنگری باشد.

نقش دوگانه مدیرعامل (جدایی مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره)

در گزارش کادبری^۲ (۱۹۹۲) توصیه شده است که بین اعضای هیئت مدیره، باید توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ‌کس قادر به کنترل بی‌قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد. افزون بر این، تقسیم مسئولیت‌ها در سطح عالی شرکت، باید به روشنی مشخص شده باشد، تا از توازن قوا و حدود اختیارات اعضای هیئت مدیره، اطمینان کافی حاصل شود. در گزارش مزبور قید شده است که اگر سمت‌های ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل برعهده دو شخص مجزا نباشد، آن‌گاه یکی از اعضای ارشد هیئت مدیره باید اعلام کند که شخص مستقل کیست. نبود مدیرعامل شرکت در سمت ریاست هیئت مدیره نقش مهمی در اثربخشی عملکرد هیئت مدیره ایفا می‌کند. وظیفه هیأت‌مدیره تأیید این مطلب است که "آیا مدیران اجرایی شرکت در جهت منافع سهامداران عمل می‌کنند یا خیر؟" در صورتی که برخی از اعضای هیأت‌مدیره، به ویژه رئیس هیأت‌مدیره، خود در پست‌های مدیریت اجرایی در شرکت همچون مدیرعامل، ایفای وظیفه کنند، استقلال و قدرت نظارت آنان بر مدیران اجرایی کاهش یافته و نمی‌توانند وظیفه اصلی خود را به نحو مطلوب انجام دهند. بنابراین جدایی سمت مدیرعامل از ریاست هیأت‌مدیره یکی از لازمه‌های سیستم کارآمد حاکمیت شرکتی بوده و موجب می‌شود که هیأت‌مدیره بتواند به‌طور مستقل و به‌خوبی عملکرد مدیران را مورد ارزیابی و نقد

¹ Jensen & Meckling

² Cadbury

قرار دهند و در نتیجه زمینه را برای بهبود سازوکارهای کنترلی و نظارتی در شرکت فراهم آورد (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹). در راستای برقراری سازوکارهای داخلی حاکمیت شرکتی، جدایی نقش رئیس هیأت‌مدیره از مدیرعامل، عاملی اساسی و حیاتی است (لاپورتا و همکاران، ۱۹۹۹، لین و لیو^۱، ۲۰۰۹) و هرچه سازوکارهای حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر باشد، امکان ترکیب نقش مدیرعامل و رئیس هیأت‌مدیره بیش‌تر می‌گردد (دیچو^۲ و همکاران، ۱۹۹۶).

دوره تصدی مدیرعامل

"مدیرعامل و تیم اجرایی شرکت"، مقایسه تعاریف موجود از این گونه بازیگران در طی دهه‌های گذشته و سال‌های اخیر (همچون تیم هیئت‌مدیره) حاکی از بروز تغییرات گوناگونی در وظایف این گونه افراد است. در نتیجه این تحولات، نقش استراتژیک این گونه تیم‌ها تا حد زیادی کاسته شده و وظایف اجرایی بیشتری برای آنان منظور شده است. این گونه بازیگران در قالب تیمی اجرایی مشتمل بر مدیر ارشد مالی، مدیر ارشد بازاریابی، مدیر ارشد حاکمیتی، مدیر ارشد یادگیری، مدیر ارشد اطلاعاتی، مدیر ارشد عملیاتی، مدیر ارشد منابع انسانی، مدیر ارشد فناوری و ... تحت نظارت مدیر ارشد اجرایی یا به‌عبارتی بهتر مدیرعامل شرکت به فعالیت مشغولند. نکته مهم آن است که هرچه رابطه بین این تیم با تیم هیئت‌مدیره بهتر شود، عملکرد کلی شرکت (با فرض ثبات سایر شرایط) ارتقاء خواهد یافت. مدیرعامل در جایگاهی است که گاهی ترکیب هیئت‌مدیره را کنترل می‌کند. در صورتی که مدیرعامل از قدرت بیشتری برخوردار باشد، توانایی نظارت هیئت‌مدیره کاهش می‌یابد. (لی برتون میلر و میلر^۳، ۲۰۰۶) و در نتیجه فشار بر روی مدیران عامل برای تسریع در رسیدن به نتایج به شدت افزایش یافته است. علاوه بر این تمایل به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدتی که در کوتاه‌مدت سودآوری به همراه ندارند، کاهش یافته است زیرا که مدیران این سودآوری‌های بلندمدت را تنها برای مدیران عامل بعد از خود مفید می‌دانند. یکی از سه عامل ایجاد تضاد بین مدیران و ذینفعان شرکت، تفاوت در افق تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاری بین مدیران و این ذینفعان می‌باشد.

¹ Lin & Liu

² Dechow et al.

³ Le Breton-Miller and Miller

پیشینه تجربی پژوهش

سوارز و سانتا^۱ (۲۰۱۴) به بررسی رابطه میان عملکرد شرکت و ویژگی‌های مدیریت در شرکت‌های خانوادگی خارج بورس پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد رابطه‌ای منفی میان درصد سهام متعلق به مدیران و عملکرد شرکت وجود دارد. اما در شرکت‌هایی که مدیرعامل، رئیس هیئت‌مدیره نیز است این رابطه مثبت است. همچنین اگر مدیرعامل شرکت از خارج از خانواده انتخاب شود در آن‌صورت، در مواردی که مدیرعامل، رئیس هیئت‌مدیره نیز است، این موضوع بر عملکرد شرکت تاثیر منفی دارد. رودریگز و درایسن^۲ (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر ویژگی‌های مدیرعامل بر ارزش شرکت پرداختند. در این پژوهش سن، دور تصدی و جنسیت مدیرعامل بعنوان ویژگی‌های مدیرعامل در نظر گرفته شد و جهت سنجش ارزش شرکت از شاخص کیوتوبین استفاده شد. نتایج پژوهش آنان حاکی از این بود که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. میشری^۳ (۲۰۱۶) به بررسی ویژگی‌های هیئت‌مدیره و افشای اجباری در کشور کویت پرداخت. نتایج تحقیق وی نشان داد که بین اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل، تنوع هیئت‌مدیره و مدیران مستقل با افشای اجباری رابطه معناداری وجود دارد.

عباسیان و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تاثیر دوره تصدی مدیرعامل و ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که بین دوره تصدی مدیرعامل، اندازه هیات‌مدیره، ترکیب اعضای هیئت‌مدیره، تعداد جلسات اعضای هیئت‌مدیره و دانش مالی اعضای هیئت‌مدیره با مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. خدیری (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر مدیریت سود و ارزش شرکت بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره پنج ساله در بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۳ انجام شد که با اجرای روش حذف سیستماتیک از میان کلیه شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۹۹ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. نتایج به‌دست آمده نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی، مدیریت سود واقعی، ارزش شرکت، اجتناب مالیاتی است.

¹ Suarez and Santana

² Rodriguez and Driessen

³ Mishari

روش‌شناسی پژوهش

هدف اصلی این تحقیق بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، بنابراین پژوهش حاضر از لحاظ هدف جزء تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش‌شناسی از نوع تحقیقات همبستگی علی پس از وقوع می‌باشد. همچنین این تحقیق به لحاظ ارتباط با محیط پیرامونی از نوع تحقیقات شبه تجربی می‌باشد. جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۵ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق شرکت‌هایی هستند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

۱. تا پایان اسفندماه سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفندماه باشد.
 ۲. شرکت‌ها نایستی سال مالی خود را در طی دوره‌های موردنظر تغییر داده باشند.
 ۳. شرکت موردنظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
 ۴. اطلاعات مالی موردنیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ به‌طور کامل ارائه کرده باشد.
 ۵. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، حمل‌ونقل، بانک‌ها، بیمه و ... نباشد.
- پس از غربال‌گری جامعه تحقیق و اعمال محدودیت‌های فوق، ۹۶ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب گردیده است. سپس کلیه اطلاعات موردنیاز جهت انجام این پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیرپرداز و نشریه‌های بورس جمع‌آوری گردید. تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها نیز پس از گردآوری داده‌های موردنیاز از طریق نرم‌افزار ایویوز نسخه ۹ انجام شده است.

فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه اول:** بین اندازه هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه دوم:** بین اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه سوم:** بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- فرضیه چهارم:** بین دوگانگی هیئت‌مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

مدل پایه و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیات تحقیق از یک مدل رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده خواهد شد:

$$Q_{Tobin} = \beta_0 + \beta_1(\text{Board Size})_{it} + \beta_2(\text{ID})_{it} + \beta_3(\text{Ownership Board})_{it} + \beta_4(\text{Dual})_{it} + \beta_5(\text{CEO Tenure})_{it} + \beta_6(\text{SIZE})_{it} + \beta_7(\text{LEV})_{it} + \beta_8(\text{ROA})_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آن:

Q_{Tobin} = ارزش شرکت i در سال t .

$(\text{Board Size})_{it}$ = اندازه هیئت مدیره شرکت i در سال t .

$(\text{ID})_{it}$ = درصد مدیران مستقل شرکت i در سال t .

$(\text{Ownership Board})_{it}$ = مالکیت مدیریتی شرکت i در سال t .

$(\text{Dual})_{it}$ = دوگانگی هیئت مدیره

$(\text{CEO Tenure})_{it}$ = دوره تصدی مدیرعامل

$(\text{SIZE})_{it}$ = اندازه شرکت i در سال t .

$(\text{LEV})_{it}$ = اهرم مالی شرکت i در سال

$(\text{ROA})_{it}$ = سودآوری شرکت i در سال t .

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این تحقیق شامل متغیر وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند:

الف) متغیر وابسته

ارزش شرکت (Q_{Tobin}):

این نسبت توسط جیمز توپین (۱۹۶۹) مطرح شد و آماره‌ای است که می‌تواند به‌عنوان نماینده‌ی ارزش شرکت برای سرمایه‌گذاران باشد. در واقع نسبت کیوتوپین از مفاهیم سرمایه‌گذاری در اقتصاد مالی است که از طریق زیر قابل محاسبه می‌باشد:

$$Q = \frac{MVS + BVD}{BVA}$$

MVS: ارزش بازار سهام عادی؛ BVD: ارزش دفتری بدهی‌ها و BVA: ارزش دفتری دارایی‌ها

ب) متغیرهای مستقل

- اندازه هیئت مدیره (Board Size): تعداد اعضای هیات مدیره.
- مدیران مستقل (ID): نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل هیات مدیره.
- مالکیت مدیریتی (Ownership Board): نسبت سهام مدیران به کل سهام.
- دوگانگی هیئت مدیره (تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره): در صورتی که رئیس هیات مدیره مدیرعامل باشد عدد یک و در غیر آن صورت صفر خواهد بود.
- دوره تصدی مدیرعامل: عبارت است از تعداد سال‌هایی که مدیرعامل در یک شرکت حضور داشته است.

ج) متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت^۱: معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" وجود دارد که عبارتند از: مقدار کل دارایی‌ها، میزان فروش و تعداد کل کارکنان. در این پژوهش از لگاریتم کل دارایی‌ها برای اندازه‌گیری متغیر "اندازه شرکت" استفاده می‌شود.

$$\text{Size}_{it} = \text{Log} (A_{it})$$

اهرم مالی^۲: اهرم مالی بیانگر آن است که تامین مالی شرکت به چه میزان از محل بدهی و به چه میزان از محل سرمایه صورت می‌گیرد. در اغلب تحقیقات صورت گرفته برای اندازه‌گیری اهرم مالی از نسبت بدهی به کل دارایی استفاده شده که عبارت است از مجموع بدهی‌ها تقسیم بر مجموع دارایی‌ها.

سودآوری (ROA): که از تقسیم سود خالص به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال به دست می‌آید.

$$\text{ROA}_{it} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{مجموع دارایی‌ها}}$$

¹ Firm Size

² Leverage

یافته‌های پژوهش

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) نشان می‌دهد که میانگین و انحراف معیار متغیر وابسته‌ی ارزش شرکت به ترتیب $۱/۵۰۳$ و $۰/۵۹۳$ است. میانگین و انحراف معیار متغیرهای استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، دوران تصدی مدیرعامل، دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت مدیریتی نیز $۰/۶۷۸$ ، $۰/۱۵۳$ ، $۰/۲۳۹$ ، $۰/۹۸۸$ ، $۰/۷۸۴$ و $۰/۱۹۱$ ؛ $۰/۳۹۳$ و $۰/۶۹۱$ ؛ $۰/۲۰۹$ است؛ با مقایسه ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) این متغیرها، که در واقع متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش حاضر هستند، می‌توان به این نتیجه رسید که در بین متغیرهای مذکور، اندازه هیئت‌مدیره دارای کم‌ترین ضریب تغییرات (پراکندگی) و در نتیجه دارای بیش‌ترین ثبات و پایداری در طی دوره پژوهش بوده است و لذا این معیار از قابلیت اطمینان بالاتری در طی دوره پژوهش برخوردار است. در ارتباط با متغیرهای کنترلی نیز باید گفت که میانگین نسبت اندازه شرکت $۱۳/۸۱۷$ و میانگین متغیر اهرم مالی $۰/۶۳۹$ است؛ لذا می‌توان ادعا کرد که بخش عمده‌ای از ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی را بدهی تشکیل می‌دهد. از سوی دیگر برای اکثر متغیرهای پژوهش حاضر میانگین و میانه‌ی متغیرها نزدیک به هم است. این امر بیانگر آن است که متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ارزش شرکت	$Q\ TOBIN_{jt}$	$۱/۵۰۳$	$۱/۳۲۰$	$۳/۸۱۰$	$۰/۴۹۰$	$۰/۵۹۳$
استقلال هیئت مدیره	ID_{jt}	$۰/۶۷۸$	$۰/۶۰$	$۱/۰۰۰$	$۰/۲۰۰$	$۰/۱۵۳$
اندازه هیئت مدیره	$BORD\ SIZE_{jt}$	$۵/۰۰۰$	$۵/۰۰۰$	$۷/۰۰۰$	$۵/۰۰۰$	$۰/۲۳۹$
دوران تصدی مدیرعامل	CEO Tenure	$۰/۹۸۸$	$۰/۷۹۴$	$۲/۶۵۹$	$۰/۰۰۰$	$۰/۷۸۴$
دوگانگی وظایف مدیرعامل	$Dual_{jt}$	$۰/۱۹۱$	$۰/۰۰۰$	$۱/۰۰۰$	$۰/۰۰۰$	$۰/۳۹۳$
مالکیت مدیریتی	Ownership Board	$۰/۶۹۱$	$۰/۷۳۳$	$۰/۹۹۵$	$۰/۰۱۲$	$۰/۲۰۹$
اهرم مالی	$LEVE_{jt}$	$۰/۶۳۹$	$۰/۶۵۱$	$۲/۰۷۷$	$۰/۰۱۲$	$۰/۲۴۲$
بازده دارایی‌ها	RAO	$۰/۱۰۱$	$۰/۰۸۱$	$۰/۵۶۰$	$۰/۳۳۹$	$۰/۱۲۵$
اندازه واحد تجاری	$SIZE_{jt}$	$۱۳/۸۱۷$	$۱۳/۶۴۵$	$۱۸/۴۵۴$	$۱۰/۰۳۱$	$۱/۴۵۷$

پایایی متغیرهای کمی پژوهش

به جهت بررسی پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون آزمون لوین، لین و چو استفاده شده و نتایج در جدول (۲) درج شده است. با توجه به نتایج ارائه شده در جدول (۲) متغیرهای کمی پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ از پایایی لازم برخوردار می‌باشند.

جدول (۲): نتایج آزمون پایایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره‌ی آزمون لوین، لین و چو	سطح معناداری
ارزش شرکت	Q TOBIN _{it}	-۹/۵۳۱	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	ID _{it}	-۶/۰۲۲	۰/۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	BORD SIZE _{it}	-۶/۵۰۴	۰/۰۰۰
دوران تصدی مدیرعامل	CEO Tenure	-۶۱/۵۹۳	۰/۰۰۰
دوگانگی وظایف مدیرعامل	Dual _{it}	-۱۲/۶۸۷	۰/۰۰۰
مالکیت مدیریتی	Ownership Board	-۱۱/۴۵۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEVE _{it}	-۲۰/۸۱۴	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	RAO	-۱۵/۶۹۲	۰/۰۰۰
اندازه واحد تجاری	SIZE _{it}	-۲۲/۳۰۶	۰/۰۰۰

مأخذ: نتایج تحقیق

آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول (۳) و با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۵۷/۶ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل تحقیق ۵۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین، با توجه به اینکه مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل تحقیق (۱/۷۰۲) بوده و از آن جایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می‌باشد می‌توان نتیجه گرفت باقیمانده‌ها مستقل از هم می‌باشند. لذا فرض صفر مبنی بر عدم وجود همبستگی بین جملات خطا تأیید می‌شود. و در نهایت آماره‌ی F به دست آمده (۸/۵۷۸) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول (۳) از برآورد الگوی تحقیق، ضریب

متغیر اندازه هیئت مدیره برابر ۰/۴۴۱ است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) این متغیر ۰/۰۰۰ است. لذا با توجه به آن که سطح معناداری این متغیر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین این فرضیه که بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده می‌توان گفت که، افزایش اندازه هیئت مدیره منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود.

جدول (۳): نتایج حاصل از برآورد الگوی تحقیق

متغیر	نماد	ضریب متغیر	آماره T	سطح خطا
عرض از مبدأ	C	-۳/۳۴۵	۴/۲۷۱	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	ID _{jt}	۰/۳۸۶	۲/۶۹۰	۰/۰۰۷
اندازه هیئت مدیره	BORD SIZE _{jt}	۰/۴۴۱	۵/۲۱۸	۰/۰۰۰
دوران تصدی مدیرعامل	CEO Tenure	۰/۰۷۷	۲/۶۸۱	۰/۰۰۷
دوگانگی وظایف مدیرعامل	Dual _{jt}	-۰/۱۵۶	۲/۳۹۷	۰/۰۱۶
مالکیت مدیریتی	Ownership Board	۰/۲۶۶	۲/۲۳۸	۰/۰۲۵
اهرم مالی	LEVE _{jt}	۰/۷۳۹	۴/۹۷۳	۰/۰۰۰
بازده دارایی‌ها	RAO	۰/۷۷۵	۲/۹۵۹	۰/۰۰۳
اندازه واحد تجاری	SIZE _{jt}	۰/۱۱۳	۲/۴۵۹	۰/۰۱۴
ضریب تعیین		۰/۶۵۲		
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۷۶		
آماره‌ی دوربین- واتسون		۱/۷۰۲		
آماره‌ی F		۸/۵۷۸		
احتمال آماره‌ی F		۰/۰۰۰		

منبع: یافته‌های تحقیق

ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره برابر ۰/۳۸۶ است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) این متغیر ۰/۰۰۷ است. لذا با توجه به آن که سطح معناداری این متغیر کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین این فرضیه که

بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده می‌توان گفت که، افزایش استقلال هیئت مدیره منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. ضریب متغیر مالکیت مدیریتی برابر $0/266$ است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) این متغیر $0/025$ است. لذا با توجه به آن که سطح معناداری این متغیر کمتر از سطح خطای $0/05$ است. بنابراین این فرضیه که بین مالکیت مدیریتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده می‌توان گفت که، افزایش مالکیت مدیریتی منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. ضریب متغیر دوگانگی وظایف مدیرعامل برابر $0/156-$ است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) این متغیر $0/016$ است. لذا با توجه به آن که سطح معناداری این متغیر کمتر از سطح خطای $0/05$ است. بنابراین این فرضیه که بین دوگانگی وظایف مدیرعامل و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب منفی به دست آمده می‌توان گفت که، افزایش دوگانگی وظایف مدیرعامل منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. همچنین، ضریب متغیر دوره تصدی مدیرعامل برابر $0/077$ است. مقدار احتمال (یا سطح معناداری) این متغیر $0/007$ است. لذا با توجه به آن که سطح معناداری این متغیر کمتر از سطح خطای $0/05$ است. بنابراین این فرضیه که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه معناداری وجود دارد، پذیرفته می‌شود. با توجه به ضریب مثبت به دست آمده می‌توان گفت که، افزایش دوره تصدی مدیرعامل منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود.

نتیجه گیری و پیشنهادها

در این پژوهش به رابطه بین ویژگی‌های هیئت مدیره و دوره تصدی مدیرعامل بر ارزش شرکت پرداخته شد. نتایج حاصل از این بررسی نشان می‌دهد که هیئت مدیره در ارتقای عملکرد و ارزش شرکت نقش بااهمیتی ایفا می‌کند. خصوصیات هیئت مدیره از قبیل اندازه هیئت مدیره از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی است که نشان می‌دهد حاکمیت شرکتی خوب منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. بنابراین نتایج حاصل از این فرضیه از تصور رایجی که معتقد است هیئت مدیره کوچکتر باعث افزایش اثرگذاری فعالیت‌های کنترلی و در نهایت افزایش ارزش شرکت می‌شود، حمایت نمی‌کند. ون و همکاران¹ (۲۰۰۳)، در تحقیقات خود به این نتیجه

¹ Van et al

رسیدند که اندازه هیئت‌مدیره رابطه مثبت و معنی‌داری با ارزش شرکت‌ها دارد. و از آنجا که اعضای غیرموظف، هیچ‌گونه منفعی در شرکت ندارند پس تصمیم‌گیری‌های آنها بدون تعصب و جهت‌گیری خاصی بوده و در نتیجه منجر به عملکرد بهتر شرکت و افزایش در ارزش شرکت خواهد شد. بیسلی^۱ (۱۹۹۶)، شواهدی ارائه نمود که شرکت‌های دارای هیئت‌مدیره با اکثریت اعضاء غیرموظف کمتر درگیر تقلب‌های حسابداری هستند. نتایج حاصل از تحقیقات اکانل و کرامر^۲ (۲۰۱۰) و فعلی (۱۳۸۷)، به وجود رابطه مثبت و معنی‌دار اعضاء غیرموظف هیئت‌مدیره بر ارزش شرکت‌ها اشاره دارد که موافق با نتیجه حاصل از این پژوهش می‌باشد. همچنین مشایخی (۲۰۰۷) و چنگ (۲۰۰۸)، در تحقیقات خود با این نتیجه رسیدند که جدایی نقش مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره (مسئولیت دوگانه) بر ارزش شرکت تاثیر معنی‌داری دارد که نتایج آنها با یافته‌های این پژوهش مطابقت دارد. و نیز با افزایش دوره تصدی مدیرعامل ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد زیرا از طریق افزایش دوره تصدی مدیرعامل می‌توان منافع مدیران و سهامداران را همسو نموده و مدیران فقط بر روی سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت متمرکز نشوند و با سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بلندمدت ارزش شرکت را افزایش دهند.

نتایج این پژوهش با یافته‌های مت‌نور و سولانگ (۲۰۱۰)، اکانل و کرامر (۲۰۱۰) و فعلی (۱۳۸۷)، تاکر و خدادادی (۱۳۹۱) و میولر و اسپیتز (۲۰۰۶)، ریچتر و دالتون (۱۹۹۱)، برگ و اسمیت (۱۹۷۸) و رودریگز و درایسن (۲۰۱۶) همخوانی دارد.

منابع

۱. احمدپور، احمد و جوان، سعید، (۱۳۹۳)، "بررسی ساختار مالکیت و رابطه میان پاداش هیأت‌مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره دوم، صص ۱۷-۳۲.
۲. برادران حسن‌زاده، رسول و عظیمی، مینا، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر ارزش شرکت در بین ۵۰ شرکت برتر بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، صص ۱۵۸-۱۷۱.

¹ Beasley

² O'Connell & Cramer

۳. تاکر، رضا و ولی خدادادی. (۱۳۹۱). تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت - های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵.
۴. تنانی، محسن و رجبی، هادی. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیأت‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال ششم، شماره ۲۳، صص ۸۶-۱۰۳.
۵. حاجیها زهره و حسنعلی اخلاقی (۱۳۹۲) "بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت سال ششم، شماره هفدهم.
۶. حساس یگانه، یحیی؛ شعری، صابر؛ و سیدحسین خسرونژاد (۱۳۸۷) "رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها و اندازه شرکت با مدیریت سود" مطالعات حسابداری، شماره ۲۴.
۷. حساس یگانه، یحیی و مرادی، محمد و اسکندر، هدی، (۱۳۸۷)، رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۲۲-۱۰۷.
۸. خدری، غزاله، (۱۳۹۵). بررسی تاثیر مدیریت سود و ارزش شرکت بر اجتناب مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد واحد اهواز.
۹. دیانتی دیلمی، زهرا؛ مرادزاده فرد، مهدی و مظاهری، علی. (۱۳۹۲). اثر دوره تصدی مدیریت بر ارزش شرکت، هزینه‌های نمایندگی و ریسک اطلاعاتی. پژوهش تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۹، صص ۲۱-۳۹.
۱۰. عباسیان، شهرام، صفتی، فرید. غیاثوند، علیرضا. (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر دوره تصدی مدیرعامل و ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی ایده‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
۱۱. فعلی، مریم، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت"، دانشگاه تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
۱۲. مرادی مهدی، مجتبی سعیدی و حمیدرضا رضایی (۱۳۹۱) "بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیأت‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی" پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال دوم، شماره ۷
13. Aggarwal, A., Knoeber, C. (1996), Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, and pp: 377-397.

14. Antia Murad. Christos Pantzalis. Jung Chul Park b. (2010) CEO decision horizon and firm performance: An empirical investigation. *Journal of Corporate Finance* 1-14.
15. Berg, S. V., and Smith, S. K., (1978). CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership, Directors and boards, spring. PP 34-39.
16. Beasley, M.S. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud". *The Accounting Review* 71(4), 443-465.
17. Cadbury Committee, (1991). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Gee, London, UK).
18. Chtourou, sonda marakchi. Luice, courteau and jean, bedard, (2001), "Corporate governance and earning management", SSRN.
19. Dechow, P.M., R.G. Sloan and A.P. Sweeney (1996). Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by SEC. *Contemporary Accounting Research* 13:1-36.
20. Ebrahim, A.M. (2004). The Effectiveness of corporate governance, institutional ownership, and audit quality as monitoring devices of earnings management, Ph.D Dissertation, The state university of New Jersey.
21. Fama, E., (1980), "Agency problems and the theory of the firm", *Journal of Political Economy* 88, PP. 288-307.
22. Fama, E. F. and M.C. Jensen. (1983). The Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26:301-325.
23. Green, S. (2005). "Sarbanes Oxley and the Board of Directors." JohnWiley & Sons, Inc, Hoboken. New Jercy.
24. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.
25. Khalil, R.W., Syedzulfiqar, A. SH., Hussain, Z. (2012). Impact of Ownership Structure on Firm Performance Evidence from Non-Financial Listed Companies at Karachi Stock Exchange, *International Research Journal of Finance and Economics*. 84, pp 6-13.
26. La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F.; and A. Shleifer, (1999)," Corporate Ownership around the World. ", *Journal of Finance*, Vol. 2, 471-517.
27. Lawler E., Finegold, D., Benson, G., Conger, J. (2002). "Corporate Boards: Keys Effectiveness". *Organizational Dynamics*, 30(4):301-324.
28. Le Breton-Miller, I. Miller, D. (2006). Why do some family businesses out-compete? Governance, long-term orientations, and sustainable capability. *Entrepreneurship Theory and Practice* 30, 731-746.

29. Lin, Z. J., & Liu, M. (2009). The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol. 18, pp 44 – 59.
30. Mat nor, F., and Sulong, Z. (2010). Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing* Vol.6, No.1, PP 18-36.
31. McClelland PL. Liang X. Barker III VL (2010). CEO commitment to the status quo: replication and extension using content analysis. *Journal of Management*; 36,125-177.
32. Mishari M. Alfraih, (2016), The effectiveness of board of directors' characteristics in mandatory disclosure compliance, *Journal of Financial Regulation and Compliance*, Vol. 24 Iss 2 pp 1 – 34.
33. Mnif A., (2009), "Corporate governance and management earnings forecast quality: evidence from French IPOS", University of Sfax, High School of Commerce, Sfax, Tunisia, Web page: <http://hal.archivesouvertes.fr/>
34. Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny, (1988), Management ownership and market valuation, *Journal of Financial Economics* 20, 293-315.
35. Mueller, E. and A. Spitz (2006). "Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises." *German Economic Review*. Issue 2, pp. 2-18.
36. O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). The Relationship Between firm Performance and Board Characteristics in Ireland, *European Management Journal*.
37. Rodriguez, j c., Driessen, j. (2016). The impact of CEO characteristics on firm value, *Journal of Management*, 12, pp 78-90.
38. Suarez, K.C., and Santana, J, M., (2014) Board composition and performance in Spanish non-listed family firms: The influence of type of directors and CEO duality.
39. Tsia, W.H., Hung J.H., Kuo, Y.C., and Kou L. (2006) CEO Tenure in Taiwanese Family and Nonfamily Firms: An Agency Theory Perspective, *Family Business Review*, Vol.19, Issue 1, pages 11–28.