

دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق) دوره جدید، سال نوزدهم، شماره 4، پاییز و زمستان 1391

ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مهدی مرادی*

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد

امین رستمی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد

چکیده

در این پژوهش ارتباط بین برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها پس از عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس داده‌های 70 شرکت طی سال 1381 تا 1387 بررسی شده است. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی شامل ساختار مالکیت (به عنوان مثال، مالکیت نهادی، و مالکیت مدیریتی) و ترکیب هیئت مدیره (به عنوان مثال، درصد اعضای غیر موظف یا استقلال هیئت مدیره، و نقش دوگانه مدیر عامل) می‌باشد. عملکرد مالی با معیارهای نسبت بازده دارایی‌ها و Q توین اندازه گیری می‌شود. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های مطرح شده در این پژوهش داده‌های تابلویی است.

یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت‌ها پس از انتشار اولیه دارند. به علاوه حضور مدیران غیر اجرایی (غیر موظف) عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. با این حال، هیچ رابطه‌ای بین نقش دوگانه مدیر عامل و عملکرد شرکت مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: ساختار مالکیت، ترکیب هیئت مدیره، عملکرد شرکت، عرضه اولیه سهام، بورس اوراق بهادار تهران، داده‌های تابلویی.

The Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance after Initial Public Offerings: Evidence from Companies Listed in Tehran Stock Exchange (TSE)

Mahdi Moradi

*Assistant Professor in Accounting,
Ferdowsi University of Mashhad*

Amin Rostami

*M.A. in Accounting, Ferdowsi
University of Mashhad*

Abstract

In this study, the relationship between the some of corporate governance mechanisms and corporate financial performance after Initial Public Offerings (IPOs) in Tehran Stock Exchange (TSE), based on data from 70 companies during the years 1381–1387 (2003–2009) are examined. Corporate governance mechanisms includes Ownership structure (i.e., Institutional ownership, Managerial ownership), and Board composition (i.e., the percentage of Non executive director or Board independence, and CEO duality) in order to evaluation of the, return on asset and Tobin's Q is used. Statistical method used to test hypotheses is panel data approach. Findings show that institutional ownership and managerial ownership are positively related with firm performance after going public. Moreover, the percentage of non executive director improves firm performance. However, there is no relationship between CEO duality and firm performance.

Keywords: Ownership Structure, Board Composition, Firm Performance, Initial Public Offering, Tehran Stock Exchange, Panel Data.

JEL: G30

1. مقدمه

حاکمیت شرکتی شامل انواع گوناگونی از توافقی‌ها و ساز و کارهای سازمانی و همچنین رویه‌های ایجاد تعادل در قدرت و مسئولیت سهامداران شرکت، مدیریت، هیئت مدیره و کارکنان است (Lin & Liu, 2009). در این بین، ساختار و ترکیب سهامداران شرکت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و جدایی مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر

حاکمیت شرکتی است (Liu & sun, 2005). از اهداف حاکمیت شرکتی، افزایش ضریب اطمینان فعالیت‌های شرکت و سیاست‌های مدیریت در راستای منافع سهامداران به طور مشخص و به طور کلی تمامی ذی‌نفعان است. بنابراین می‌توان انتظار داشت که بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها رابطه معناداری وجود داشته باشد.

بررسی ادبیات تجربی، رشد مطالعاتی که به بررسی تأثیر یک یا چند ساز و کار حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها می‌پردازد را نشان می‌دهد، اما تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پس از انتشار اولیه، زمینه‌ای مبهم و گمنام است. از این رو، عرضه اولیه زمینه مناسبی برای مطالعات حاکمیت شرکتی فراهم می‌کند (Gurunlu, 2009).

عرضه عمومی اولیه¹ (IPO) نقطه عطف مهمی در چرخه حیات شرکت است (Ritter & Welch, 2002). IPO به اولین زمانی که شرکت‌ها از سرمایه‌گذاران پراکنده، پول جمع‌آوری می‌کنند اشاره دارد (Jain & kini, 1999). شرکت‌هایی که قصد IPO را دارند، با تصمیمات حاکمیتی مهمی روبرو هستند. عواملی که بر این تصمیمات اثر می‌گذارند، باعث افزایش درک ما در مورد چگونگی تبدیل شرکت‌های خصوصی به عمومی می‌شود (Engel et al., 2002). قبل از IPO، بسیاری از شرکت‌ها مالکیت داخلی زیاد و سرمایه‌گذاران خصوصی محدودی دارند. بنابراین، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مانند هیئت مدیره برای به دست آوردن منابع به جای نظارت، استقرار یافته است (Welbome & Andrews, 1996). نتیجه عرضه عمومی بنگاه‌ها، جدایی مالکیت و کنترل است. مالکیت داخلی در طول زمان کاهش می‌یابد و در نتیجه مشکلات نمایندگی ایجاد می‌شود (Frye, 2002). بنابراین، IPO زمان تغییر قابل توجه در حاکمیت شرکت‌هاست (Baker & Gomper, 2003). فرای (2002) اشاره کرد که IPOs یک فرصت منحصر به فرد جهت بررسی این مطلب است که چگونه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی طراحی شوند تا با مشکلات نمایندگی مقابله کنند. پس از IPO، یک شرکت ممکن است جهت هم‌سویی منافع سهامداران داخلی و خارجی چندین ساز و کار حاکمیت شرکتی اتخاذ کند. انتظار می‌رود پس از IPO، تمرکز مالکیت سهامداران بزرگ، پاداش مدیران اجرایی و استقلال هیئت مدیره

1- Initial Public Offering (IPO)

افزایش یابد، زیرا انگیزه‌های بالاتری جهت به حداکثر رساندن ارزش شرکت وجود دارد (گرونلو، 2009).

برخلاف کشورهای با اقتصاد توسعه یافته‌تر، به نظر می‌رسد هدف اصلی واحدهای تجاری ایرانی بهینه سازی منافع گروه وسیعی از سهامداران¹ (مانند تامین کنندگان کالا، کارمندان، دولت و به طور کلی جامعه) است، تا حداکثر کردن منافع سهامداران². از سوی دیگر، موضوع خصوصی سازی و واگذاری شرکت‌های تحت مالکیت دولت به بخش خصوصی (اصل 44 قانون اساسی)، یکی از مسائل روز و با اهمیت اقتصاد ایران می‌باشد. لذا به نظر می‌رسد ایران محیطی مناسب برای بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها پس از انتشار اولیه باشد. هدف ما پاسخ به این سؤالات است که آیا درصد مالکیت نهادی، درصد مالکیت مدیریتی، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و نقش دو گانه مدیرعامل با عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه، رابطه معناداری دارد یا خیر؟

در ادامه مقاله شامل بخش‌های زیر است: پیشینه تحقیق و تدوین فرضیه‌های پژوهش، توصیف نمونه‌ها و روش پژوهش، یافته‌های پژوهش، جمع بندی و نتیجه گیری.

2. پیشینه تحقیق و تدوین فرضیه‌های پژوهش

1-2. ساختار مالکیت

تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهامداران شرکت، یکی از ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست که در قالب ابعاد مختلف نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، سهامداران نهادی و درصد مالکیت آن‌ها، مالکیت مدیریتی، سهامداران خصوصی و دولتی قابل بررسی است (Monks & Minow, 2008). در این پژوهش مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

1-1-2. مالکیت نهادی

1- stakeholders

2- shareholders

ساختار منسجم سازمانی و شبکه پیچیده مالکانه سرمایه‌گذاران نهادی، این گروه از سرمایه‌گذاران را از سایر سهام‌داران بیشتر متمایز می‌سازد. از یک طرف، این سهام‌داران بزرگ و با نفوذ شده‌اند و تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند و می‌توانند منافع گروه‌های سهام‌داران را هم‌سو کنند که عموماً در چارچوب نظریه‌ی نمایندگی معرفی می‌شود؛ شلايفر و ویشنی (Shleifer & Vishny, 1986)، پوند (Pound, 1988)، و نو (Noe, 2002) بیان داشته‌اند که مالکان نهادی به وسیله نظارت بر عملکرد یا حتی کنترل غیر مستقیم شرکت از طریق مدیریت، نقش کلیدی در حداقل کردن تضادهای نمایندگی ایفا می‌نمایند. از سوی دیگر، چنین تمرکزی می‌تواند اثرات منفی هم داشته باشد، مانند دسترسی به اطلاعات محرمانه که عدم تقارن اطلاعاتی بین آنان و سهام‌داران کوچک‌تر را ایجاد می‌کند. هم‌چنین، سرمایه‌گذاران نهادی با وجود بنیه مالی قوی، می‌توانند جایگزین مناسبی برای دولت تلقی گردند و به عنوان یکی از ساز و کارهای اصلی تسریع در امر خصوصی سازی مطرح باشند.

عمده مطالعات انجام شده در اقتصادهای نو ظهور و بازارهای سهام کمتر توسعه یافته نشان می‌دهد که اولاً رابطه مثبتی بین تمرکز مالکیت و عملکرد شرکت وجود دارد و ثانیاً سرمایه‌گذاران نهادی (اشخاص حقوقی) در نظارت بر عملکرد موسسه مؤثرتر از سهام‌داران دولتی و انفرادی هستند (Xu & Wang, 1999). مک کانل و سرواس (McConnell & Servaes, 1990) و کیوگورسکی (Krivogorsky, 2006) تأیید می‌کنند که تأثیر سرمایه‌گذار نهادی بر ارزش شرکت به طور کلی مثبت است. نویسی و نیکر (Navissi & Naiker, 2006) نشان دادند که سرمایه‌گذاران نهادی انگیزه بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند. بنابراین، حضورشان رابطه مثبت بر ارزش شرکت خواهد گذاشت. ایزدینیا و رسائیان (Izadinia & Rasaeian, 2010) نیز به این نتیجه دست یافتند که مالکیت نهادی با متغیرهای عملکرد شرکت شامل ROA و Qtobin رابطه مثبت معناداری دارد. در مقابل، مشایخی و بزاز (Mashayekhi & Bazaz, 2008) و نمازی و کرمانی (Namazi & Kermani, 2008) به این نتیجه دست یافتند که مالکیت نهادی با متغیرهای عملکرد شرکت شامل ROA، ROE و Qtobin رابطه منفی معناداری دارد. با عنایت به توضیحات فوق فرضیه زیر تدوین شد:

H₁: بین درصد مالکیت نهادی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود

دارد.

2-1-2. مالکیت مدیریتی

طبق نظریه همگرایی منافع¹، مالکیت زیاد با ارزش بازار شرکت رابطه دارد. جنسن و مک لینگ (Jensen & Meckling, 1976) معتقد بودند مالکیت مدیران شرکت در سهام آن، به هم سوسازی منافع سهامداران و مدیران کمک می‌کند. این مهم باعث می‌شود تا تعارض بین مدیران و سهامداران کاهش یابد و مدیران تلاش کنند که منابع شرکت به سمت منافع سهامداران میل یابد. حتی اگر مدیران مالکیت بیشتری در اختیار داشته باشند، ممکن است تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام دهند. جنسن (Jensen, 1993) بیان می‌کند که اگر مدیران مالکیت قابل توجهی از سهام را دارا باشند، کنترل‌های داخلی مؤثرتر خواهد بود. در مقابل، فرضیه سنگربندی (جبهه گیری)² حاکی از آن است که ارزش بازار رابطه منفی با مالکیت بالای سهام دارد. همان‌طور که مالکیت مدیران افزایش می‌یابد، آن‌ها منافع سهامداران دیگر را در نظر نمی‌گیرند. بنابراین، مالکیت بالای هیئت مدیره عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد (Morck et al., 1988).

مک کانل و و سرواس (1990)، کویی و مک (Cui & Mak, 2002) دریافتند که بین مالکیت مدیریت و عملکرد شرکت رابطه غیر خطی وجود دارد. نمازی و کرمانی (2008) به این نتیجه دست یافتند که مالکیت مدیریتی با متغیرهای عملکرد شرکت شامل ROA، ROE و Qtobin رابطه منفی معناداری دارد. میولر و اسپیتز (Spitz, 2006 & Mueller) در پژوهش خود نشان دادند که عملکرد شرکت‌های با درصد مالکیت مدیریتی بالای 40 درصد، در حال بهبود می‌باشد. دراکوس و بکریس (Drakos & Bekiris, 2010) به این نتیجه رسیدند که مالکیت مدیریتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. با عنایت به توضیحات فوق فرضیه زیر تدوین شد:

H₂: بین درصد مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود

دارد.

2-2. ترکیب هیئت مدیره

1- convergence-of-interests hypothesis

2- entrenchment hypothesis

فاما و جنسن (Fama & Jensen, 1983) استدلال می کنند که هیئت مدیره مؤثرترین مکانیزم کنترل داخلی برای نظارت بر رفتار مدیریت ارشد است. با این حال، بررسی ادبیات موجود در مورد نقش ساختار هیئت مدیره بر عملکرد شرکت به نتایج متفاوتی منجر شده است. در این پژوهش از بین ویژگی های متعددی که در مورد هیئت مدیره مطلوب در ساختار حاکمیت شرکتی مطرح است، دو ویژگی، یعنی وجود مدیران غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره (به عنوان شاخص استقلال هیئت مدیره) و نقش دو گانه مدیر عامل (عدم وجود مدیر عامل به عنوان رئیس هیئت مدیره) مورد بررسی قرار می گیرد.

2-2-1. استقلال هیئت مدیره (درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره)

از دیدگاه نمایندگی، هیئت مدیره مستقل به شرکت هایی که عرضه اولیه سهام دارند کمک می کند تا مشکلات نمایندگی را کاهش داده و عملکرد شرکت را بالا ببرند. شلنگر و همکاران (Schellenger et al., 1989)، دیلی و دالتون (Daily & Dalton, 1992)، مشایخی و بزاز (2008)، عمران (Omran, 2009)، اکنل و کرامر (O'Connell & Cramer, 2010) و ایزدی نیا و رسائیان (2010) به این نتیجه دست یافتند که حضور مدیران خارجی (غیر موظف) عملکرد شرکت را بهبود می بخشد. در مقابل برخی از شواهد از تئوری نمایندگی حمایت نمی کند. آنگ و همکاران (Ang et al., 2000) مشکلات نمایندگی را در شرکت های کوچک مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که هیئت مدیره مستقل باعث افزایش هزینه های نمایندگی می شود. یرماک (Yermak, 1996)، اگراول و نوبر (Agrawal & Knober, 1996)، کلاین (Klein, 1998)، اریکسون و همکاران (Erickson et al., 2005) و سو (Hsu, 2010) رابطه ای منفی بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد شرکت یافتند. با این حال، ویر و همکاران (Weir et al., 2001) نقش ترکیب هیئت مدیره را در عملکرد شرکت بی اهمیت قلمداد کرده اند. نتایج پژوهش فوسبرگ (Fosberg, 1989)، هرملین و وایزباخ (Hermalin & Weisbach, 1991)، وافیس و تئودورو (Vafeas & Theodorou, 1998)، بیهاجات و بلک (Bhagat & Black, 2002)، دالویچ و هربرت (Dulewicz & Herbert, 2004) و بالاتبات و همکاران (Balatbat et al., 2004) نیز مؤید عدم وجود رابطه بین وجود اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت بوده است. با عنایت به توضیحات فوق فرضیه زیر تدوین شد:

H₃: بین درصد مدیران غیر موظف و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود دارد.

2-2-2. نقش دوگانه مدیر عامل (جدایی مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره)

در گزارش کدبری (Cadbury Report, 1991) قید شده است که اگر مسئولیت ریاست هیئت مدیره و مدیریت عامل بر عهده دو شخص مجزا نباشد، آن گاه یکی از اعضای ارشد هیئت مدیره باید اعلام کند که شخص مستقل کیست. عدم وجود مدیر عامل شرکت در سمت ریاست هیئت مدیره نقش مهمی در اثربخشی عملکرد هیئت مدیره ایفا می کند (Organization for Economic Cooperation & Development, 1998).

در بسیاری از کشورها، مدیر عامل همزمان در نقش رئیس هیئت مدیره قرار دارد. به عنوان مثال در 70 تا 80 درصد از شرکت‌های آمریکایی، مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره شخص واحدی هستند (Rhoders et al., 2001) اما رویه‌های حاکمیت شرکتی رایج در اروپا، این دو نقش را تفکیک کرده و تنها در 10 درصد از شرکت‌های انگلیسی، مدیر عامل همزمان رئیس هیئت مدیره است (Coles et al., 2001). در آسیا وضعیت ما بین آمریکا و اروپاست. طبق آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی ایران نیز رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل شرکت نباید شخص واحدی باشد (The Iranian Code of Corporate Governance, 2005).

از دیدگاه نظری، هنگامی که مدیر عامل در جایگاه رئیس هیئت مدیره قرار می‌گیرد، تضاد منافع به وجود می‌آید (Petra, 2005). هم‌چنین در چنین حالتی، عملکرد نظارتی هیئت مدیره کاهش می‌یابد (Agrawal & Chadha, 2005). به عبارت دیگر، ترکیب نقش ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل، مبین عدم جدایی کنترل و نظارت از مدیریت است (فاما و جنسن، 1983). بنابراین انتظار می‌رود که با جدایی هیئت مدیره و مدیر عامل، عملکرد بهتر شود، اما نتایج پژوهش‌های تجربی در این خصوص حاوی نتایج متفاوتی است. بوید (Boyd, 1995)، بالیگا و همکاران (Baliga et al., 1996)، کولز و همکاران (2001)، گیلان و همکاران (Gillan et al., 2003)، بالاتبات و همکاران (2004) و رودیگر و دیگران (Rüdiger et al., 2010) نشان دادند که جدایی نقش ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل شرکت، رابطه مثبت معناداری با عملکرد شرکت دارد. از سوی دیگر، جدایی نقش رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل، هزینه‌هایی از قبیل عدم

هماهنگی و قدرت تصمیم‌گیری پایین‌تر را در بردارد که می‌تواند به طور معکوس بر عملکرد شرکت تأثیر گذارد. چانگ و لنگ (Chang & Leng, 2004) و راجدی و الگاید (Rachdi & Elgaied, 2008) نشان دادند که بین عملکرد شرکت و جدایی نقش ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل، رابطه‌ای منفی وجود دارد. نتایج پژوهش برگ و اسمیت (Berg & Smith, 1978)، بریکلی و دیگران (Brickley et al., 1997)، مشایخی و بزاز (2008) و سو (2010) نشان داد که هیچ‌گونه مزایای عملکردی برای جدایی نقش رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل وجود ندارد. با عنایت به توضیحات فوق فرضیه زیر تدوین شد:

H₄: بین نقش دو گانه مدیر عامل و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه رابطه معناداری وجود

دارد.

3. روش شناسی پژوهش

3-1. جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری پژوهش متشکل از کلیه شرکت‌هایی است که از ابتدای سال 1381 تا انتهای سال 1387 برای نخستین بار اقدام به عرضه عمومی اولیه سهام خود در بورس اوراق بهادار تهران کرده‌اند. برای انتخاب نمونه آماری پژوهش آن دسته از عرضه‌های جامعه آماری انتخاب شدند که کلیه شرایط زیر را داشتند:

1- سال مالی شرکت‌های مورد بررسی منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

2- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری

نباشد.

3- شرکت مورد نظر طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار

گرفته باشد.

از طرفی عرضه‌های اولیه که دسترسی به داده‌های مورد نیاز این پژوهش در مورد آن‌ها ممکن نبود، حذف شدند. با توجه به این شرایط در نهایت 70 عرضه عمومی اولیه به عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شدند. جدول 1 ساختار نهایی شرکت‌های نمونه را نشان می‌دهد.

3-2- روش گردآوری داده‌ها

سپس داده‌های پژوهش از طریق داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار و با استفاده از نرم افزارهای دنا سهم، صحرا و تدبیرپرداز جمع‌آوری گردید.

جدول (1): ساختار شرکت‌های نمونه

تعداد	به تفکیک صنایع
20	خودرو و ماشین آلات
18	صنایع کانی و معدنی
14	صنایع شیمیایی
10	صنایع فلزی
5	صنایع غذایی
3	سایر صنایع
تعداد	به تفکیک سال پذیرش
13	1381
25	1382
20	1383
2	1384
3	1385
4	1386
3	1387
70	جمع

مأخذ: گردآوری تحقیق

3-3. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش با توجه به نوع داده‌ها و روش‌های تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش داده‌های تابلویی استفاده شد. بر اساس این روش، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سو، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی 1381 الی 1387 آزمون می‌شوند. برای آزمون فرضیه 1 تا 4 از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده گردید:

$$(1) ROA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{i,t} + \alpha_2 MO_{i,t} + \alpha_3 NED_{i,t} + \alpha_4 DUAL_{i,t} + \alpha_5 PFIRM_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$(2) QTOBIN_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 IO_{i,t} + \alpha_2 MO_{i,t} + \alpha_3 NED_{i,t} + \alpha_4 DUAL_{i,t} + \alpha_5 PFIRM_{i,t} + \alpha_6 LEV_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 AGE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول (2): تعریف متغیرها

متغیرها	علامت اختصاری	تعریف
بازده دارایی‌ها	ROA	سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها.
Q توبین	Qtobin	حاصل جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها
مالکیت نهادی	IO	درصد سهام نگهداری شده به وسیله سهامداران نهادی
مالکیت مدیریتی	MO	درصد سهام نگهداری شده به وسیله اعضای هیئت مدیره
استقلال هیئت مدیره	NED	نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره
نقش دو گانه مدیر عامل	DUAL	یک متغیر دو وجهی که شامل یکسان بودن رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل (عدد یک) و یکسان نبودن آن‌ها (عدد صفر) است
عملکرد سال قبل	PFIRM	بازده دارایی‌ها (سود قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها) در سال قبل
اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌ها
اهرم مالی	LEV	نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها
عمر شرکت	AGE	لگاریتم طبیعی سال‌های عمر شرکت از ابتدای تأسیس

متغیر وابسته در این تحقیق عملکرد شرکت می‌باشد که با دو معیار ROA و نسبت Q توبین اندازه‌گیری می‌شود. ROA، به عنوان معیار مالی، در تحقیقات قبلی حاکمیت شرکتی به طور وسیع به کار رفته است (یرماک، 1996؛ کلاین، 1998؛ وافیس و تئودورو، 1998؛ و اکنل و کرامر، 2010). همانند سایر تحقیقات (یرماک، 1996؛ هرملین و وایزباخ، 1991؛ فاجیو و لاسفر، 1999؛ دی آندرس و دیگران، 2005 و اکنل و کرامر 2010) از Q توبین به عنوان یک معیار ترکیبی، که اجزاء عملکرد مبتنی بر بازار و مبتنی بر حسابداری، هر دو را منعکس می‌سازد استفاده شده است.

متغیرهای مستقل در این تحقیق مالکیت نهادی (IO)، مالکیت مدیریتی (MO)، استقلال هیئت

مدیره (NED) و نقش دوگانه مدیر عامل (DUAL) می‌باشد¹ و متغیرهای کنترلی شامل عملکرد قبلی شرکت (PFIRM)، اندازه شرکت (SIZE)، عمر شرکت (AGE) و اهرم مالی (LEV) است. جدول (2) تعریف متغیرها را نشان می‌دهد.

موارد زیر نیز در معادله رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفت:

1- خود همبستگی با استفاده از آماره دوربین واتسن 2- مقدار ضریب تعیین 3- معنی داری مدل با آماره F و ضرایب آن با آماره t

با آزمون‌های مختلف، مانند آزمون بروش - پاگان² و هاسمن³، نیز می‌توان مدل مناسب تخمین را برگزید. نتایج آزمون‌های انجام شده حاکی از انتخاب روش اثرات تصادفی⁴ برای تخمین مدل رگرسیون جهت فرضیه‌های مذکور است. پس از انتخاب مدل باید نسبت به پایا بودن سری‌های زمانی و غیر کاذب بودن رگرسیون اطمینان حاصل کرد (Baltagi, 2005).

4. یافته‌های پژوهش

4-1. ایستایی یا پایایی

در ابتدا به بررسی ایستایی یا پایایی متغیرهای وابسته و کنترل پژوهش پرداخته شد. پایایی متغیرهای پژوهش بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. به منظور بررسی پایایی، از آزمون‌های لوین، لین و چو (Levin, Lin & Chu, 2002)، ایم، پسران و شین (Im, Pesaran & Shin, 2003) و فیلیپس - پرون (Phillips & Perron, 1988) استفاده شد. بر اساس این آزمون‌ها، چون مقدار احتمال کمتر از 5% است، کلیه متغیرهای وابسته و کنترل پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح، پایا بوده‌اند.

1- لازم به ذکر است که اندازه هیئت مدیره (تعداد کل مدیرانی که عضو هیئت مدیره می‌باشند) در شرکت‌های نمونه عمدتاً 5 نفر بوده و لذا به عنوان متغیر مستقل مورد بررسی قرار نگرفت.

2- Breusch and pagan

3- Hausman

4- Random Effect

2-4. آمار توصیفی

میانگین (میانه) معیارهای عملکرد شامل نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت Q توین به ترتیب 0/16/0/16 و 1/89/1/47 می‌باشد. میانگین (میانه) متغیرهای مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی به ترتیب 78/28/85 و 71/75/74 می‌باشد، که نشان از مشارکت بالای مالکان نهادی در سرمایه و ترکیب هیئت مدیره در شرکت‌های ایرانی پس از انتشار اولیه دارد. میانگین (میانه) درصد مدیران مستقل عضو هیئت مدیره حدود 69% (80%) می‌باشد که با نتایج پژوهش اریکسون و همکاران (2005) و سو (2010) که میانگین (میانه) درصد مدیران مستقل عضو هیئت مدیره به ترتیب حدود 69% (70%) و 70% (71%) درصد است، مشابه می‌باشد. میانگین (میانه) نقش دوگانه مدیر عامل 0/06 (0) می‌باشد. این نتیجه تأیید می‌کند که در اکثر شرکت‌های نمونه مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره شخص واحدی نمی‌باشد و ماده 3 آیین نامه نظام راهبری شرکتی مبنی بر این که «وظایف، اختیارات و مسئولیت‌های رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل باید به طور صریح و روشن مشخص شده و تداخلی با یکدیگر نداشته باشند» توسط عمده این شرکت‌ها رعایت شده است. میانگین (میانه) اهرم مالی به ترتیب 62% (59%) درصد است که مؤید این است که شرکت‌های ایرانی به شدت به بدهی وابسته‌اند و ریسک عدم پرداخت آن‌ها بالاست. سن شرکت به طور متوسط برای شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در نمونه عدد 2/83 (17/1 سال) است. جدول (3) آمار توصیفی داده‌ها را نشان می‌دهد.

3-4. همبستگی

جدول (4) همبستگی پیرسون برای متغیرهای استفاده شده در این پژوهش را نشان می‌دهد. شایان ذکر است که همبستگی مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی در سطح بالا و همبستگی سه متغیر عملکرد (ROA, Qtobin, PFIRM) در سطح متوسطی می‌باشد. ضریب همبستگی سایر متغیرها، در سطح پایینی است. استقلال هیئت مدیره همبستگی مثبت و معناداری با Qtobin دارد که نشان می‌دهد شرکت‌ها از حضور مدیران خارجی بهره‌مندند. مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت (ROA, Qtobin) همبستگی مثبت اما بی‌معنی دارند. سن شرکت با معیارهای عملکرد شرکت (ROA, Qtobin) همبستگی معناداری ندارد، اما اندازه شرکت و اهرم مالی همبستگی منفی و معناداری با معیارهای عملکرد شرکت به ترتیب Qtobin و ROA دارند. به

علاوه، بین مالکیت نهادی و مالکیت هیئت مدیره با نقش دوگانه مدیر عامل و اندازه شرکت همبستگی مثبت و با عمر شرکت همبستگی منفی معناداری وجود دارد.

جدول (3): آمار توصیفی داده‌ها

متغیرهای وابسته	حداقل	میانه	میاتگین	حداکثر	انحراف معیار
بازده دارایی‌ها	-0/15	0/16	0/16	0/65	0/11
Qتوبین	0/45	1/47	1/89	9/76	1/29
متغیرهای مستقل					
مالکیت نهادی	0	85	78/28	99/99	20/18
مالکیت مدیریتی	5	74/75	71	100	21/16
استقلال هیئت مدیره	0/2	0/8	0/69	1	0/16
نقش دوگانه مدیر عامل	0	0	0/06	1	0/24
متغیرهای کنترلی					
عملکرد سال قبل	-0/18	0/17	0/19	0/88	0/13
اندازه شرکت	10/19	12/83	12/92	17/55	1/31
اهرم مالی	0/04	0/59	0/62	2/91	0/27
عمر شرکت	1/38	2/77	2/83	4/02	0/61

مأخذ: محاسبات تحقیق

4-4- نتایج رگرسیون

نتایج حاصل از برآورد معادله رگرسیون با استفاده از دو معیار مختلف عملکرد شرکت (یعنی ROA و Qtobin)، در جدول 5 نشان داده شده است. با توجه به آماره F و P-Value به دست آمده می‌توان نتیجه گرفت که کلیه مدل‌ها معنادار است. ضریب تعیین (R^2) برای متغیرهای ROA و Qtobin به ترتیب برابر 0/51 و 0/34 می‌باشد، یعنی 51% و 34% از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح است. به علاوه، عدد مربوط به دوربین - واتسن هنگامی که ROA و Qtobin متغیر وابسته است به ترتیب برابر 1/74 و 1/61 می‌باشد که نشان‌دهنده عدم وجود خطای خود همبستگی در مدل‌هاست.

جدول (4): ماتریس همبستگی

	ROA	Qtobin	IO	MO	NED	DUAL	PFIRM	SIZE	LEV	AGE
ROA	1									
Qtobin	0.415**	1								
	0.000									
IO	0.099	0.062	1							
	0.089	0.288								
MO	0.020	0.093	0.855**	1						
	0.735	0.121	0.000							
NED	0.094	0.196**	-0.062	-0.039	1					
	0.116	0.001	0.288	0.518						
DUAL	-0.003	-0.121*	0.162**	0.180**	-0.074	1				
	0.923	0.032	0.007	0.003	0.221					
PFIRM	0.608**	0.391**	0.031	-0.065	-0.143*	0.076	1			
	0.000	0.000	0.603	0.269	0.015	0.211				
SIZE	-0.041	-0.178**	0.191**	0.186**	0.040	0.323**	-0.076	1		
	0.496	0.003	0.001	0.002	0.507	0.000	0.211			
LEV	-0.316**	0.051	0.045	0.073	-0.077	-0.044	-0.126*	0.79	1	
	0.000	0.396	0.457	0.226	0.205	0.468	0.028	0.195		
AGE	0.065	0.037	-0.179**	-0.195**	-0.025	-0.089	0.015	0.035	-0.095	1
	0.269	0.542	0.003	0.001	0.679	0.142	0.801	0.560	0.111	

** و * به ترتیب نشان دهنده معناداری در سطح 0/01 و 0/05

مأخذ: محاسبات تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه 1 رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی را نشان می‌دهد، زیرا ضریب متغیر مستقل در هر دو برآورد رگرسیون مثبت است. وقتی ROA و Qtobin متغیرهای وابسته هستند، رابطه بین معیارهای عملکرد و مالکیت نهادی از نظر آماری به ترتیب در سطوح 10% و 5% معنادار است. نتیجه به دست آمده با پژوهش ایزدی‌نیا و رسائیان (2010) مطابقت دارد و با پژوهش‌های مشایخی و بزاز (2008) و نمازی و کرمانی (2008) مطابقت ندارد. نتیجه حاصله حاکی از آن است که با حضور مؤثر سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالکیت شرکت‌ها و افزایش نفوذ، کنترل و نظارت آن‌ها، تفکر غالب کسب سود بوده و عملکرد شرکت‌ها بهتر می‌شود. هم‌چنین، پس از عرضه اولیه شرکت‌ها اطلاعات بیشتری در رابطه با عملکرد خود و

سودهای آتی گزارش می کنند، زیرا الزامات گزارشگری روشن و مفصلی برای این شرکت‌ها وجود دارد.

جدول (5): نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

		ROA	Qtobin
Intercept	β	0.178	1.147
	(t)	(2.19)**	(1.97)**
IO	β	0.001	0.002
	(t)	(1.72)*	(1.82)**
MO	β	0.001	0.002
	(t)	(1.63)*	(1.73)**
NED	β	0.015	0.922
	(t)	0.41	(2.69)***
DUAL	β	-0.021	-0.187
	(t)	-1.06	-0.89
PFIRM	β	0.494	2.874
	(t)	(13.61)***	(8.69)***
SIZE	β	0.004	-0.190
	(t)	0.86	(-2.64)***
LEV	β	-0.106	0.178
	(t)	(-4.11)***	0.84
AGE	β	0.014	0.209
	(t)	(1.92)**	(2.69)**
R ²		0.51	0.34
Adjusted R ²		0.49	0.31
F		30.56***	14.37***
DW		1.74	1.61
0/1 و 0/05، 0/01 به ترتیب نشان دهنده معناداری در سطح ***، ** و * به ترتیب نشان دهنده معناداری در سطح 0/1 و 0/05 و 0/1			

مأخذ: محاسبات تحقیق

نتایج حاصل از آزمون فرضیه 2 نیز رابطه مثبت بین عملکرد شرکت و مالکیت مدیریتی نشان می دهد، زیرا ضریب MO برای این رگرسیون‌ها مثبت و وقتی ROA و Qtobin متغیرهای وابسته

هستند، به ترتیب در سطوح 10% و 5% معنادار است. روی هم رفته، نتایج برآوردی از فرضیه 2 به خوبی پشتیبانی می‌کنند و بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که رابطه معنادار مثبتی بین عملکرد مالی و مالکیت مدیریتی وجود دارد. نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج پژوهش نمازی و کرمانی (2008) مطابقت ندارد.

همان طور که در بخش تجزیه و تحلیل همبستگی مشاهده شد، همبستگی مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی در سطح بالایی است که دلیل آن می‌تواند داشتن نماینده توسط مالکان نهادی در هیئت مدیره باشد. هم چنین نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل رگرسیون برای متغیرهای مذکور تا حدودی هم‌سو و مشابه است. نتایج حاصل از فرضیه 2 حاکی از آن است که با حضور سرمایه‌گذاران در ساختار هیئت مدیره، عملکرد شرکت‌ها بهتر می‌شود. در توجیه نتیجه فوق می‌توان بیان داشت که مالکیت مدیران شرکت در سهام آن، سبب هم‌سوسازی منافع سهامداران و مدیران و از بین رفتن تعارض بین آن‌ها پس از عرضه اولیه شده و مدیران تلاش می‌کنند که منابع شرکت به سمت منافع سهامداران میل یابد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه 3 رابطه مثبت و معناداری بین عملکرد شرکت و درصد مدیران غیر اجرایی را (مستقل) نشان می‌دهد. زیرا وقتی Qtobin متغیر وابسته است، ضریب NED مثبت و در سطح 1% معنادار است. نتیجه حاصل نشان می‌دهد که پیش‌بینی نظریه نمایندگی مبنی بر وجود رابطه مثبت بین مدیران مستقل و عملکرد شرکت در محیط ایران نیز صدق می‌کند. نتیجه به دست آمده با پژوهش اکنل و کرامر (2010) مطابقت دارد و با پژوهش سو (2010) مطابقت ندارد.

در نهایت بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه 4 رابطه معناداری بین عملکرد شرکت و نقش دوگانه مدیر عامل مشاهده نگردید. نتیجه حاصل با نتایج پژوهش‌های مشایخی و بزاز (2008) و سو (2010) مطابقت دارد و با پژوهش بالاتبات و همکاران (2004) مطابقت ندارد.

در مورد متغیرهای کنترلی مشخص گردید که متغیر عملکرد سال قبل (PFIRM)، ارتباط مثبتی با عملکرد شرکت داشته است که با پژوهش سو (2010) مطابقت ندارد. اندازه شرکت رابطه منفی معناداری با عملکرد شرکت (متغیر Qtobin) دارد که نتیجه حاصل با نظریه هاگن (Haugen, 2001) مبنی بر این که شرکت‌های بزرگ، ریسک کمتر و در نتیجه بازده کمتری دارند و با پژوهش سو (2010) مطابقت دارد، و با پژوهش مشایخی و بزاز (2008) و گرونلو (2009) مطابقت

ندارد. همچنین، اهرم مالی بر عملکرد شرکت (متغیر ROA) اثر منفی معناداری داشته است که با پژوهش چانگ و لنگ (2004) مطابقت دارد و با پژوهش‌های مشایخی و بزاز (2008)، گرونلو (2009) و سو (2010) مطابقت ندارد. سن شرکت نیز رابطه مثبت معناداری با عملکرد شرکت دارد که با نتایج پژوهش گرونلو (2009) از لحاظ نوع رابطه مطابقت دارد اما از لحاظ معناداری مطابقت ندارد.

5. نتیجه گیری و جمع بندی

این پژوهش به بررسی ارتباط بین برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه سهام به عموم در اقتصاد نو ظهور ایران پرداخت. مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، استقلال هیئت مدیره و نقش دوگانه مدیر عامل به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و ROA و Q توپین به عنوان معیارهای عملکرد مالی شرکت استفاده شد. برای آزمون فرضیات از اطلاعات مالی گزارش‌های سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال 1381 الی 1387 استفاده شد.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت نهادی رابطه مثبتی با عملکرد شرکت پس از انتشار اولیه دارد. به عبارت دیگر با ورود سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت بهبود می‌یابد. این پژوهش هم‌چنین رابطه مثبتی بین مالکیت هیئت مدیره و عملکرد شرکت یافت که با توجه به همبستگی بالای مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی (به دلیل اینکه عمدتاً مالکان نهادی نماینده‌ای در هیئت مدیره دارند)، نتیجه حاصله قابل انتظار بود. از نتایج دیگر پژوهش وجود رابطه مثبت و معنادار بین عملکرد شرکت و نسبت مدیران غیراجرایی (غیر موظف) در هیئت مدیره است. اگرچه این نتیجه با پیش‌بینی‌های نظریه نمایندگی سازگار است اما، برخی از تحقیقات در کشورهای دیگر رابطه معناداری بین این متغیرها نیافته‌اند. در نهایت، یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین نقش دوگانه مدیر عامل و عملکرد شرکت وجود ندارد.

References:

- [1] Agrawal, A., & Chadha, S. (2005). **Corporate Governance and accounting Scandals**. Law and Economics Journal, 48: 371-406.
- [2] Agrawal, A., & Knober, C. R. (1996). **Firm Performance and**

- Mechanisms to Control Agency Problem Between Managers and Shareholders.** *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (3), 377-397.
- [3] Ang, J. S., Rebel, A. C., & James, W. L. (2000). **Agency Costs and Ownership Structure.** *Journal of Finance*, 55: 81-106.
- [4] Baker, M., & Gomper, P.A. (2003). **The Determents of Board Structure at the Initial Public Offerings.** *Journal of Law and Economics*, 46, 569-598.
- [5] Balatbat, M., Taylor, S. L., & Walter, T. S. (2004). **Corporate Governance, Insider Ownership and Operating Performance of Australian Initial Public Offerings.** *Accounting and Finance Journal*, 44: 299-328.
- [6] Baliga, B.R., Moyer, R.C., & Rao, R.S. (1996). **CEO Duality and Firm Performance: What's the Fuss?** *Strategic Management Journal*, 17, 41-43.
- [7] Baltagi, B. H. (2005). **Econometric Analysis of Panel Data.** 3rd Edition, United Kingdom: Wiley Publishers.
- [8] Berg, S. V., & Smith, S. K. (1978). **CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership** , *Directors and Boards* 3, 34-39
- [9] Bhagat, S., & Black, B. (2002). **The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance.** *Corporation Law Journal*, 27: 231-274.
- [10] Boyd, B. K. (1995). **CEO Duality and Firm Performance: A Contingency Model.** *Strategic Management Journal*, 16, 301-312.
- [11] Brickley, J. A., Coles, J. L., & Gregg, J. (1997). **Leadership Structure: Separating the CEO and Chairman of the Board,** *Journal of Corporate Finance*, 3: 189-220.
- [12] Cadbury Committee, (1991). **Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance** (Gee, London, UK).
- [13] Chang, A., & Leng, A. (2004). **The Impact of Corporate Governance Practices on Firms' Financial Performance: Evidence from Malaysian Companies,** *ASEAN Economic Bulletin* (December 1), 308-318.
- [14] Coles, J.W., McWilliams, V.B., & Sen, N. (2001). **An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance.** *Journal of Management*, 27: 23-50.
- [15] Cui, H., & Mak, Y. T. (2002). **The Relationship Between Managerial Ownership and Firm Performance in High R&D Firms,** *Journal of corporate finance*, 8, pp. 313-336
- [16] Daily, C.M., & Dalton, D. R. (1992). **The Relationship Between Governance Structure and Corporate Performance in Entrepreneurial Firms.** *Journal of Business Venturing*, 7, 375-386.
- [17] De Andres, P., Azofra, V., & Lopez, F. (2005). **Corporate Boards**

- in OECD Countries: Size, Composition, Functioning and Effectiveness.** *Corporate Governance: An International Review* 13(2), 197–210.
- [18] Drakos, A. A., & Bekiris, F. V. (2010). **Corporate Performance, Managerial Ownership and Endogeneity: A Simultaneous Equations Analysis for the Athens Stock Exchange.** *Research in International Business and Finance* 24: 24–38.
- [19] Dulewicz, V., & Herbert, P. (2004). **Does the Composition and Practice of Boards of Directors Bear any Relationship to the Performance of Their Companies.** *Corporate Governance: An International Review* 12(3), 263–280.
- [20] Engel, E., Gordon, E. A., & Hayes, R. M. (2002). **The Role of Performance Measure and Monitoring in Annual Governance Decision in Entrepreneurial firms.** *Journal of Accounting Research*, 40(2), 485-518.
- [21] Erickson, J., Park, Y.W., Reising, J., & Shin, H. H. (2005). **Board Composition and firm Value Under Concentrated Ownership: The Canadian Evidence.** *Pacific-Basin Finance Journal*, 13, 387–410.
- [22] Faccio, M., & Lasfer, M. A. (1999). **Managerial Ownership, Board Structure and Firm Value: The UK evidence.** Cass Business School Research Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=179008>.
- [23] Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). **Separation of Ownership and Control.** *Journal of Law and Economics*, 16: 301-325.
- [24] Fosberg, R. (1989). **Outside Directors and Managerial Monitoring.** *Akron Business and Economic Review*, 20: 24–32.
- [25] Frye, M. B. (2002). **The Evolution of Corporate Governance: Evidence From Initial Public Offerings.** Working paper. University of Central Florida.
- [26] Gillan, S. L., Jay C. H., & Laura T. S. (2003). **Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions,** Working paper.
- [27] Gurunlu, M. (2009). **The Evolution of Corporate Governance Mechanisms After Going Public: Evidence from Turkish Panel Data,** *International Journal of Economic Perspectives*, Volume 3, Issue 1, 59-82.
- [28] Haugen, R. (2001). **Modern Investment Theory.** 5th ed. Prentice Hall/ United Kingdom.
- [29] Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). **The Effect of Board Composition and Direct Incentives on firm Performance,** *Financial Management* 21, 101-112.
- [30] Hsu, H. (2010). **The Relationship Between Board Characteristics and Financial Performance: An Empirical Study of United States Initial Public Offerings.** *International Journal of Management*, Vol, 27.

- [31] Im, K. S., Pesaran, M. H., & Shin, Y. (2003). **Testing for Unit Roots in Heterogeneous Panels.** *Journal of Econometrics.* No. 115, pp. 53-74.
- [32] Izadinia, N., & Rasaeian, A. (2010). **Survey the Relationship Between Some Corporate Governance Instruments and Economic and Financial Measures of Performance.** *Journal of Accounting Knowledge,* No. 1, pp 53-72. (in Persian)
- [33] Jain, B. A., & Kini, O. (1999). **The Life Cycle of Initial Public Offering Firms.** *Journal of Business Finance & Accounting,* 26(9), 1281-1317.
- [34] Jensen, M. (1993). **The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems.** *Journal of Finance* 48,831-880.
- [35] Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure.** *Journal of Financial Economics,* Vol. 3, pp. 305-360.
- [36] Klein, A. (1998). **Firm Performance and Board Committee Structure,** *The Journal of Law and Economics* 41,275-303.
- [37] Krivogorsky, v. (2006). **Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe,** *International Journal of Accounting* 41, 176-197.
- [38] Levin, A., Lin, C. F., & Chu, J. (2002). **Unit Root Tests in Panel Data: Asymptotic and Finite Sample Properties.** *Journal of Econometrics.* No.108, pp. 1-24.
- [39] 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.
- [40] Liu, G. S., & Sun, P. (2005). **The Class of Owners and its Impacts on Corporate Performance: a Case of State Shareholding Composition in Chinese Public Corporations.** *Corporate Governance.* Vol. 13, pp. 46-71.
- [41] Mashayekhi, B., & Bazaz, M. S. (2008). **Corporate Governance and Firm Performance in Iran.** *Journal of Contemporary Accounting & Economics* Vol 4, No 2, 156-172.
- [42] McConnell, J., & Servaes, H. (1990). **Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate value,** *Journal of Financial Economics* 27,595-612.
- [43] Monks, R. A. G., & Minow, N. (2008). **Corporate Governance,** edition 4, part 2, chapter2.
- [44] Morck, R., Schleifer, A., & Vishney, R. W. (1988). **Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis.** *Journal of Financial Economics,* Vol. 20, pp. 293-315.
- [45] Mueller, E., & Spitz, A. (2006). **Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private**

- Enterprises.** German Economic Review. Issue 2, pp. 2-18.
- [46] Namazi, M., & Kermani, E. (2008). **Investigating the Effects of Ownership Structure on the Performance of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange.** The Iranian Accounting and Auditing Review, No. 53, pp 83-100. (in Persian)
- [47] Navissi, F., & Naiker, V. (2006). **Institutional Ownership and Corporate Value.** Managerial Finance, Vol. 32, pp. 247-257.
- [48] Noe, T. (2002). **Institutional Activism and Financial Market Structure,** Review of Financial studies, 15, 289-319.
- [49] O'Connell, V., & Cramer, N. (2010). **The Relationship Between firm Performance and Board Characteristics in Ireland,** European Management Journal.
- [50] Organization for Economic Cooperation & Development (1998). OECD 1998a OECs Economic Surveys, Netherlands, Paris: **OECD.**
- [51] Omran, M. (2009). **Post-Privatization Corporate Governance and Firm Performance: The Role of Private Ownership Concentration, Identity and Board Composition.** Journal of Comparative Economics, 37:658–673
- [52] Petra, S. T. (2005). **Do Outside Independent Directors Strengthen Corporate Boards?** Corporate Governance, 5: 55-72.
- [53] Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). **Testing for a Unit Root in Time Series Regression.** Biometrika. No. 75, pp. 335-346.
- [54] Pound, J. (1988). **Proxy Contests and the Efficiency of Shareholder Oversight,** Journal of Financial Economics, Vol. 20, pp. 237-66.
- [55] Rachdi, H., & Elgaied, M. (2008). **Composition, Structure of Board of Directors and Performance: The Case of American Firms,** Available at SSRN:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1209442.
- [56] Rhoders, D. L., rechner P. L., & sundaramurthy, C. (2001). **A Metaanalysis Leadership Structure and Financial Performance: are Two Heads Better than one?** Corporate Governance an International Review. 9: 311-319.
- [57] Ritter, J. R., & Welch, L. (2002). **A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations.** The Journal of Finance, 57 (4), 1795-1839.
- [58] Rüdiger, F., & Stulz, R. M. (2010). **Why Do Firms Appoint CEOs as Outside Directors?** Journal of Financial Economics, In Press, Corrected Proof, Available online 11 March 2010.
- [59] Schellenger, M. H., Wood, D. D., & Tashakori A. (1989). **Board of Director Composition, Shareholder Wealth, and Dividend Policy.** Journal of Management, 15 (3), 457-467.
- [60] Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1986). **Large Shareholders and Corporate Control,** Journal of Political Economy, No 94, pp. 461-489.

- [61] **The Iranian Code of Corporate Governance** (2005). Available at <http://iranbourse.com>. (in Persian)
- [62] Vafeas, N., & Theodorou, E. (1998). **The Relationship Between Board Structure and Firm Performance in the UK**. *British accounting Review* 30, 383–407.
- [63] Weir, C., Laing, D., & McKnight, P. J. (2001). **An Empirical Analysis of the Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of UK Firms**. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=286440>.
- [64] Welbourne, T. M., & Andrews, A. L. (1996). **Predicting the Performance of Initial Public Offerings: Should Human Resource Management be in the Equation?** *Academy of Management Journal*, 39 (4), 891-920.
- [65] Xu, X., & Wang, Y. (1999). **Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies**, *China Economic Review*, 10, 75-98.
- [66] Yermak, D. (1996). **Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors**. *Journal of Financial Economics*, 40; 185-211.

Received: 10 Oct 2011

Accepted: 23 Dec 2012