

## The Board Characteristics and Firm Value under Economic Sanctions

Narges Sarlak<sup>1</sup>, Zohre Heydari<sup>2</sup>, Somayeh Fathi<sup>3</sup>, Mahnaz  
Ahangary<sup>4</sup>

Received : 2018/12/11

Approved: 2019/04/13

Research Paper

### Abstract

**Objective:** Firms with poor corporate governance, react more extremely to major economic shocks, as compared to firms with good corporate governance. Since there is a direct relation between corporate governance tools and shareholders' value-added, the purpose of this study is to investigate the relation between some corporate governance tools and firm value in terms of economic sanctions. **Methods:** Research hypotheses are tested using a sample of 114 firms listed in Tehran Stock Exchange during the period of 2008-2016 and multiple regression equations and panel data methods through Excel and Eviews9 software. **Finding:** Research findings suggest that there is no significant relation between the Board characteristic and firm value. However, there is a negative and significant relation between the economic sanctions and the firm value. Also, the results show that economic sanctions do not affect the relation between the Board characteristic and firm value. **Conclusion:** Based on the results, economic sanctions have a negative effect on the firm value by restricting business transactions. On the other hand, due to cultural and economic differences of Iran with other countries, the interactive effect of board characteristics and sanctions on the firm value is not significant.

**Keyword:** board size, CEO duality, board independence, firm value, economic sanctions.

**JEL Classification:** E24, M41, O49

DOI:10.22051/jera.2019.23379.2266

<sup>1</sup> Associate prof. of Accounting, University of Qom, Qom, Iran.corresponding author,  
(Sarlak.narges@gmail.com)

<sup>2</sup> Instructor, Department of Accounting, Kosar University of Bojnord, Bojnord, Iran.  
(zheydari67@kub.ac.ir)

<sup>3</sup> Phd Student of Accounting, Faculty of Management and Economic, Shahid Bahonar University of  
Kerman, Kerman, Iran(somayeh.fathi@yahoo.com)

<sup>4</sup> Phd of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Tehran University, Tehran,Iran.  
(mahnaz.ahangary@gmail.com)

<https://jera.alzahra.ac.ir>

## رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی

نرگس سرلک\*، زهره حیدری\*\*، سمیه فتحی\*\*\*، مهناز آهانگری\*\*\*\*

تاریخ دریافت: ۲۰ / ۰۹ / ۹۷

تاریخ پذیرش: ۲۴ / ۰۱ / ۹۸

مقاله پژوهشی

### چکیده

شرکت‌هایی که از راهبری شرکتی نامطلوبی برخوردارند، در مقایسه با شرکت‌های برخوردار از راهبری شرکتی مطلوب، واکنش شدیدتری در برابر شوک‌های بزرگ اقتصادی نشان می‌دهند. از آنجایی که ابزارهای راهبری شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه مستقیمی دارد، هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه برخی از ابزارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی است. فرضیه‌های پژوهش در جامعه‌ای متشکل از ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۵ و با بهره‌گیری از معادلات رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی، با استفاده از نرم افزار اکسل و ۹ Eviews مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد؛ این در حالیست که بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که تحریم اقتصادی بر رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت تأثیر ندارد. براساس نتایج بدست آمده، تحریم‌های اقتصادی با اعمال محدودیت در معاملات تجاری رابطه منفی با ارزش شرکت دارد. از طرفی تفاوت بستر فرهنگی و اقتصادی ایران با بسیاری از کشورهای موجب معنادار نبودن اثر تعاملی تحریم و ویژگی‌های هیئت مدیره بر ارزش شرکت شده است.

**واژه‌های کلیدی:** اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیئت مدیره، ارزش شرکت، تحریم‌های اقتصادی.

طبقه‌بندی موضوعی: E24,M41,O49

10.22051/jera.2019.23379.2266:DOI

\* دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران، نویسنده مسئول، (Sarlak.narges@gmail.com)

\*\* مربی گروه حسابداری، دانشگاه کوثر بجنورد، بجنورد، ایران، (zheydari67@kub.ac.ir)

\*\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان، کرمان، ایران، (somayeh.fathi@yahoo.com)

\*\*\*\* دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران، (mahnaz.ahangary@gmail.com)

<https://jera.alzahra.ac.ir>

### مقدمه نمی

مسائل مربوط به بحران‌های مالی شرکت‌ها از جمله مباحثی است که سرمایه‌گذاران را درباره بازدهی سرمایه‌گذاری خود دچار نگرانی می‌کند. بحران‌های مالی موضوعی است که تأثیر زیادی بر تمامی ذی‌نفعان شرکت می‌گذارد؛ به خصوص بی‌اطمینانی مرتبط با بازده یا بازگشت سرمایه‌گذاری، که می‌تواند شرکت را از دستیابی به منابع محروم سازد. در صدر بحران‌های مالی دهه اخیر، باید بحرانی را قرار دهیم که بر بسیاری از کشورها در سال‌های اخیر تأثیر گذاشته است و اقتصادهای بی‌شماری را به لرزه درآورده است. این بحران که اصطلاحاً «رکود بزرگ» لقب گرفته، اقتصاد جهانی را به‌طور کلی، اما به شیوه‌ای نامتقارن دچار شوک کرده است. برخی کشورها با بدترین سناریو اقتصادی دهه‌های اخیر مواجه شده‌اند. در این زمینه، راهبری شرکتی در سال‌های اخیر در انواع شرکت‌ها و مؤسسات، اهمیت فزاینده‌ای یافته است (ویلانوا و همکاران، ۲۰۱۶).

نتایج برخی تحقیقات از جمله گونزولز و نوز (۲۰۱۵) و ویلانوا و همکاران (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به اخبار راهبری شرکت‌ها، واکنش‌های مثبت یا منفی نشان می‌دهند و شدت آن تا حد زیادی به ماهیت اصول راهبری شرکت‌ها وابسته است. سازوکارهای راهبری شرکتی، که مجموعه‌ای از روابط میان هیئت مدیره، سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان و تلاشی در جهت توازن قدرت میان گروه‌های ذکر شده است، از عوامل بهبود کارایی و ارزش شرکت است (مشکی و سعادت ۱۳۹۴). سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری، بر کمیت، کیفیت و به‌موقع بودن اطلاعات افشا شده از سوی راهبران شرکت‌ها، اتکا می‌کنند. زمانی که اطلاعات از طریق راهبران شرکت به عموم عرضه می‌گردد، این اطلاعات توسط معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران بررسی و تجزیه و تحلیل می‌گردد و بر این اساس، نسبت به خرید و فروش سهام شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌نمایند. نحوه برخورد سرمایه‌گذاران با این اطلاعات و تصمیمات آن‌ها، حجم عرضه و تقاضا یا به نوعی عمق بازار و قیمت پیشنهادی جهت خرید و فروش را شکل می‌دهد. به عبارتی، راهبری شرکتی منسجم و ساختار یافته، از طریق ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت نقش مهمی در جهت‌دهی تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه داشته و ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد (فروغی و همکاران، ۱۳۹۳). سازوکارهای راهبری شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران، رابطه مستقیمی دارد

در نتیجه انتظار ذینفعان و ارزش شرکت، در شرکت‌هایی با راهبری قوی بیشتر می‌شود (حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

شرایط اقتصادی می‌تواند تأثیر با اهمیتی بر بهبود ویژگی‌ها و راهبری شرکتی شرکت‌ها داشته باشد. در سال‌های اخیر، با آغاز بحران مالی بین‌المللی، تعداد طرح‌های مرتبط با شیوه مناسب در مسائل راهبری شرکتی افزایش یافته، که منعکس‌کننده این اعتقاد گسترده است شرکت‌های پذیرفته شده در بورس لازم است به‌درستی و با شفافیت اداره شوند تا ارزش تجاری تولید کرده، اثربخشی اقتصادی را بهبود بخشیده و اعتماد سرمایه‌گذار را تقویت نمایند (ویلانوا و همکاران ۲۰۱۶). شرکت‌هایی که از راهبری شرکتی نامطلوبی برخوردارند، در مقایسه با شرکت‌های برخوردار از راهبری شرکتی مطلوب، واکنش شدیدتری در برابر شوک‌های بزرگ اقتصادی نشان می‌دهند. لاکشان و همکاران (۲۰۱۲) در پژوهش خود عنوان می‌کنند، راهبری شرکتی ضعیف، باعث وقوع بحران مالی و در نهایت ورشکستگی شرکت می‌شود. به گفته بیکاریس و همکاران (۲۰۱۳)، یکی از علل اصلی بحران مالی، شکست راهبری شرکت در راستای دو اصل اساسی راهبری شرکت‌ها (شفافیت و حسابداری) است. در این بین ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره در زمان‌های دشوار و چالش‌انگیز بسیار مهم هستند. به عبارتی، تعداد اعضای هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره و اندازه هیئت‌مدیره در دوره بحران، متغیرهای قابل توجهی هستند که بر ایجاد ارزش شرکت تأثیرگذار هستند. در نتیجه شرکت‌ها باید در مورد ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره خود، زمانی که شرایط اقتصادی نامطلوب هستند، نگران باشند (ویلانوا و همکاران، ۲۰۱۶) به عبارتی به‌نظر می‌رسد ویژگی‌های هیئت‌مدیره، سازوکاری باشد که امر حفاظت و افزایش دارایی‌ها و به‌حد اکثر رساندن بازدهی سرمایه شرکت‌های بزرگ را به‌عهده گیرد. هیئت‌مدیره، سازوکار کنترلی برای شرکت‌ها محسوب می‌شود، به‌طوری که امکان غلبه بر مشکلات نمایندگی که از جدایی مالکیت و مدیریت ناشی شده و منجر به عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد، را فراهم می‌نماید. در این راستا، هیئت‌مدیره به عنوان رابطی بین سهام‌داران و تیم مدیریت، با نظارت به عنوان وظیفه اصلی خود، عمل می‌کند؛ این نهاد گاهی نقش انضباطی را ایفا کرده و در زمانی که عملکردی ضعیف یا منفی وجود داشته، دست به تغییر مدیران اجرایی می‌زند (ویلانوا و همکاران، ۲۰۱۶). با توجه به

مطالب ذکر شده، در این پژوهش به دنبال دستیابی به پاسخ این پرسش هستیم که آیا تحریم اقتصادی بر رابطه ویژگی‌های هیئت‌مدیره و ارزش شرکت تأثیر دارد؟

## ادبیات پژوهش و بسط فرضیه‌ها

### راهبری شرکت و ارزش شرکت

راهبری شرکتی، راهکاری برای کاهش تضاد میان سهام‌داران و مدیران که موجب پنهان شدن عدم تقارن قدرت در اقتصاد سیاسی کشور می‌شود. هم‌چنین به عنوان سیستمی تعریف شده است که اداره و کنترل شرکت‌ها توسط آن، انجام می‌شود. در این سیستم هیئت‌مدیره مسئولیت راهبری بر شرکت را به عهده داشته و نقش سهام‌داران در آن، انتصاب مدیران حاضر در هیئت‌مدیره و حساب‌رسان شرکت است تا بدین طریق از استقرار ساختار راهبری مناسب در شرکت اطمینان حاصل نمایند (تریگر و تریگر، ۲۰۱۲). در تئوری ذینفعان، تأکید راهبری شرکتی بر هدف شرکت است. هدف شرکت در این تئوری ایجاد ارزش برای ذینفعان است.

مجموع ارزش‌ها، شامل ارزش‌های مثبت و منفی ایجاد شده برای هر گروه از ذینفعان می‌باشد و ثابت شده است که تابع ارزش شرکت، میانگین موزون توابع هدف (مطلوبیت) مدیران آن شرکت است (بولو و حساس یگانه، ۱۳۹۱).

ادبیات مربوط به رابطه بین اصول راهبری شرکت و ارزش شرکت‌ها در سال‌های اخیر گسترش یافته است (دمستز و ویلانگا، ۲۰۰۱؛ چارتر و همکاران، ۲۰۰۳؛ نیکلسون و کیل، ۲۰۰۷؛ لفور توپروزو، ۲۰۰۹؛ کمپیل و ورا، ۲۰۱۰). بیشتر این پژوهش‌ها بر مبنای سه پارادایم نظری تحلیل شده توسط نیکلسون و کیل (۲۰۰۷) است: (۱) تئوری نمایندگی، که تحت آن نقش هیئت‌مدیره از طریق اعمال سرپرستی و کنترل، ایجاد می‌شود؛ (۲) نظریه مباشرت، که بر طبق آن هیئت‌مدیره نقش مشاوره‌ای در رابطه با تیم مدیریت ایفا می‌کند؛ و در نهایت، (۳) نظریه وابستگی منابع، بر اساس آن هیئت‌مدیره به عنوان یک رابط بین سازمان و محیط اطراف آن و تسهیل‌کننده جذب منابع، عمل می‌کند (پوچتا و مارتینز، ۲۰۱۵). بسیاری از مطالعات قبلی مربوط به رابطه بین هیئت‌مدیره و ارزش شرکت‌ها بر اساس نظریه نمایندگی بوده است با این حال، از جمله نقش مشاوره هیئت‌مدیره در تجزیه و تحلیل، باعث توجه پژوهشگران اخیر به دیدگاه مباشرتی و اهمیت آن، به ویژه در دوران بحران‌های اقتصادی شده است (پوچتا و

مارتینز (۲۰۱۵). نظریه مباحثی، اثر ترکیب هیئت مدیره بر ایجاد ارزش در شرایط بحران اقتصادی را در بر می‌گیرد. نظریه وابستگی به منابع چهار مزیت اصلی ارتباطات خارجی را بیان می‌کند؛ (۱) تهیه منابع مانند اطلاعات و تخصص؛ (۲) ایجاد کانال‌های ارتباطی با اجزای مهم برای شرکت؛ (۳) تعهدات حمایت از سازمان‌های مهم یا گروه‌های در محیط خارجی؛ و (۴) ایجاد مشروعیت برای شرکت در محیط خارجی (چارتر و همکاران ۲۰۱۰).

نتایج پژوهش اسرا و همکاران (۲۰۱۵) نشان داد که عملکرد شرکت به‌طور قابل ملاحظه‌ای تحت تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی قرار دارد. چانگ و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که سازوکار راهبری شرکتی، معیاری با اهمیت در ورشکستگی شرکت‌ها قلمداد می‌شود. آندا و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که پاداش هیئت مدیره، تخصص هیئت مدیره و حضور در جلسات با افزایش عملکرد همراه است و با هدف حداکثر سازی منافع و مزایای اعضا سازگار است. خدادادی (۱۳۹۱) نشان داد ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت تأثیر دارد. نعمتی و دانشی (۱۳۹۵) دریافتند که حاکمیت شرکتی با تصمیم‌گیری مدیریت مالی و عملکرد شرکت‌ها رابطه دارد. با توجه به مبانی نظری و تجربی مطرح شده، فرضیه اول پژوهش بدین شرح تدوین می‌گردد: "ویژگی‌های هیئت مدیره با ارزش شرکت رابطه دارد."

### تحریم اقتصادی و ارزش شرکت

تحریم‌ها در سیاست بین‌المللی مجموعه اقدامات با ماهیت اجباری هستند که هدف آن‌ها وادار ساختن دولت‌ها به پیروی از خواست و سیاست مورد نظر نهاد صادرکننده تحریم می‌باشد.

تحریم‌ها می‌توانند اقتصادی یا غیراقتصادی باشند (قلی‌زاده و کمیاب، ۱۳۹۴). تحریم‌های اقتصادی شایع‌ترین نوع تحریم‌ها هستند و معمولاً به دو صورت تحریم‌های تجاری و تحریم‌های مالی اعمال می‌شوند. تحریم‌های تجاری، واردات به کشور تحت تحریم و صادرات از آن کشور را محدود می‌کند. علاوه بر این، تمرکز تحریم‌های مالی بر ممنوعیت جریان پول و منابع مالی به درون یا از کشور تحریم شده قرار دارد. رضایی و همکاران (۱۳۹۶) اذعان می‌دارند که تحریم‌ها از لحاظ شرکت‌های تحریم‌کننده شامل تحریم یک جانبه (از سوی یک

کشور علیه کشور هدف اعمال می‌شود) و چندجانبه (از سوی بیشتر از یک کشور علیه کشور هدف اعمال می‌شود) می‌باشد. در مجموع می‌توان بیان کرد که گرچه اقتصاد به‌عنوان مبنای ارزش و قدرت، نقش حیاتی در توسعه واحدهای تجاری و پویایی بازارهای مالی ایفا می‌نماید؛ اما تحریم اقتصادی با ایجاد فضای نابسامان در محیط کسب و کار و محدودیت در انجام معاملات تجاری (وابا و السید، ۲۰۱۴) سبب اختلال در رشد، انعطاف‌پذیری مالی (ژو، چن و چنگ، ۲۰۱۶)، کارآیی فعالیت‌های اقتصادی (اندرسون و زایتمال، ۱۹۸۴)، اشتغال (کاهش تعداد کارکنان به منظور متحمل شدن هزینه‌های کمتر) و سودآوری (عثمانی و دیری، ۲۰۱۶) می‌شود. علاوه بر این، در دوران التهاب اقتصادی با افزایش ریسک و به تبع آن افزایش هزینه معاملاتی، تامین مالی واحدهای تجاری به‌منظور انجام فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌ها با مشکل مواجه می‌شود (صامتی و کارنامه حقیقی، ۱۳۹۲). یافته‌های پیشین این موضوع را تصدیق می‌کنند. بطور مثال، نتایج مطالعات کوینگلو، جانسون چوردیا و شیواکومار (۲۰۰۲) بیانگر آن است که در شرایط رکود اقتصادی میزان رشد فروش، بازده اوراق بهادار، حاشیه سود شرکت‌ها و میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها کاهش می‌یابد. همچنین، نتایج بررسی لئو و واسالو (۲۰۰۰) نشان می‌دهد که سهام‌های با نسبت M/B بالا در دوره‌های رشد اقتصادی با وضعیت خوبی مواجه هستند و در واقع، از عملکردی مناسب و برعکس، در شرایط رکود اقتصادی از وضعیتی نامناسب برخوردارند. همچنین در شرایط تحریم و التهاب اقتصادی، شرکت‌های دانش بنیان کشور کانون اثرات مختلف محیطی خواهند بود. مشکلات فراروی این شرکت‌ها، منجر به نرخ بالای شکست آن‌ها در همان سال‌های اولیه می‌شود (فخاری، سلمانی و دارایی، ۱۳۹۲). بر اساس مطالب فوق فرضیه دوم پژوهش دال بر این‌که "تحریم‌های اقتصادی با ارزش شرکت رابطه منفی دارد" تدوین می‌شود.

### تحریم اقتصادی، ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت

ویلانوا و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند که ساختار و ترکیب هیئت‌مدیره تحت تأثیر شرایط اقتصادی نامطلوب بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارد. همچنین در شرایط بحران اقتصادی استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه هیئت مدیره با خلق ارزش رابطه دارند. لذا فرضیه سوم به صورت سه فرضیه فرعی به شرح زیر بیان می‌شوند:

### تحریم اقتصادی، استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت

استقلال بیشتر، تصویب تصمیمات سخت‌تر مانند بازسازی دارایی‌ها یا عملکرد را بهبود می‌بخشد. فرانسیس و همکاران (۲۰۱۲) دریافتند که استقلال هیئت مدیره می‌تواند کارایی شرکت را ارتقاء بخشیده و در نتیجه عملکرد شرکت در یک دوره بحرانی را بهبود ببخشد.

ارکنز و همکاران (۲۰۱۲) بیان می‌کنند حاکمیت شرکتی تأثیری قابل توجه بر عملکرد شرکت در جریان بحران مالی از طریق سیاست‌های مالی و اتخاذ ریسک شرکت دارد. علاوه بر این، در مواجهه با استرس در شرایط بحران اقتصادی (متفاوت با شرایط پایدار)، بیشتر شرکت‌ها تعداد اعضای هیئت مدیره خود را افزایش می‌دهند، افزایشی که با استقلال بیشتر مرتبط بوده و موجب تأثیر مثبت بر ارزش شرکت‌ها می‌شود. طبق نتایج پژوهش اسن و همکاران (۲۰۱۳) استقلال هیئت مدیره، در زمان بحران رابطه مستقیم با عملکرد شرکت‌های غیرمالی دارد. با توجه به مطالب مطرح شده، باور ما بر آن است که مدیران مستقل می‌توانند منابع بیشتری برای سازمان فراهم آورده و شبکه سازی را بهبود بخشیده و به شکل مثبتی بر عملکرد شرکت تأثیر گذارند. در نتیجه فرضیه فرعی اول به بدین شکل تدوین می‌گردد:

"تحریم‌های اقتصادی بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و ارزش شرکت تأثیر دارد."

### تحریم اقتصادی، اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت

هیئت مدیره بزرگتر دارای امکانات بالایی برای ایجاد ارتباط با محیط خود نسبت به هیئت مدیره کوچکتر است که باعث دستیابی به نتایج مطلوب می‌شود. نیکلسون و کیل (۲۰۰۷) و جکلینگ و جوئل (۲۰۰۹) نتایج خود را بر پایه نظریه وابستگی منابع قرار دادند. این نظریه بیان می‌کند افزایش تعداد مدیران، اطلاعات بیشتری برای تصمیم‌گیری مناسب فراهم می‌آورد. اندازه هیئت مدیره، در یک شرایط بحرانی به نظر می‌رسد در واقع، با نظریه نمایندگی در تضاد باشد، چرا که بسیاری از مطالعات نشان دادند که هیئت‌های کوچکتر ضعیف هستند، از این منظر که احتمال شکست بالاتری دارند. در شرایط فشاری مالی که در آن تامین منابع برای حیات شرکت ضروری می‌گردد، هیئت‌های بزرگتر فرصت‌های بیشتری برای کسب منابع و شبکه سازی را ارائه می‌دهند. قدرت بیشتر در دستان مدیر عامل می‌تواند به مزیت‌های بیشتری بیانجامد که در مواقع بحران از هزینه‌ها بیشتر باشد. ظرفیت پاسخگویی مدیرعامل هنگام



مواجهه با این تغییرات سریع‌تر است، وی انگیزه بیشتری برای برون رفت شرکت از بحران دارد، و به لطف قدرت مضاعفش، وی قادر به اخذ تصمیمات دشوار اما ضروری (بازسازی دارایی‌ها، افزونگی انبوه، و امثال آن) در شرایط ناپایدار، خواهد بود.

باتوجه به مطالب مطرح شده، فرضیه فرعی دوم به صورت زیر تدوین می‌گردد: "تحریم‌های اقتصادی بر رابطه بین اندازه هیئت‌مدیره و ارزش شرکت تأثیر دارد."

### تحریم اقتصادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش شرکت

مزیت‌های وابستگی منابع که با امکان یکی بودن مدیرعامل و رئیس ارائه می‌شود، به مدیران بیرونی مستقل اطلاعاتی مرتبط در رابطه با عملکرد و مسائل مالی شرکت ارائه داده، و می‌تواند مشکلات نمایندگی مربوط به دوگانگی مدیرعامل را جبران کنند. از نظر دوگانگی وظایف، مدیرعاملی که دارای هر دو سمت‌های مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره باشد، نمی‌تواند بر فرایند تولید ارزش تأثیر بگذارد، این در حالی است که در زمان بحران اقتصادی به نظر می‌رسد اثرات بالقوه این دوگانگی قدرت بیشتری برای مقابله با بحران به مدیرعامل دهد. در راستای همین نتیجه، مطالعات دیگری رابطه مثبت بین دوگانگی مدیرعامل و عملکرد را در محیط‌هایی با شرایط سخت و پیچیدگی بالا نشان داده‌اند (چانگک ۲۰۱۵). پژوهش اسن و همکارانش (۲۰۱۳) نشان داد دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تأثیری مثبت و مهم بر عملکرد شرکت‌های غیرمالی در جریان بحران دارد. در واقع آن‌ها تأیید کردند که در مواقع بحران، هیئت‌هایی که اختیارات مدیریتی بیشتری را ارائه نمودند، نتایج بهتری کسب کردند. باتوجه به مطالب مطرح شده، فرضیه فرعی سوم به صورت زیر تدوین می‌گردد: "تحریم‌های اقتصادی بر رابطه بین دوگانگی وظایف مدیرعامل و ارزش شرکت تأثیر دارد."

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش، توصیفی می‌باشد. از حیث هدف نیز این پژوهش در محدوده پژوهش‌های کاربردی و شبه تجربی قرار می‌گیرد. همچنین شیوه‌ی استدلال پژوهش قیاسی استقرایی است. قیاسی به دلیل آنکه برای چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش از مسیر کتابخانه، مقالات و اینترنت استفاده شده و استقرایی به دلیل آنکه جمع‌آوری اطلاعات از مسیر داده‌های اولیه برای قبول یا رد فرضیه‌ها انجام پذیرفته است. جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های حاضر

در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طبق شرایط ذیل همگن شده‌اند. این شرکت‌ها شامل شرکت‌هایی می‌شوند که اطلاعات مالی آن‌ها برای دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۵ در دسترس باشد، تغییر سال مالی و توقف فعالیت نداشته باشند، با توجه به اطلاعات لازم برای پژوهش از یک سال قبل از دوره پژوهش، قبل از سال ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد و به دلیل تفاوت موجود در ماهیت فعالیت‌ها، جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشند. با اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۱۴ شرکت (۱۰۲۶ مشاهده سال - شرکت) از مجموع شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه در دسترس مورد مطالعه قرار گرفت. داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم افزار تدبیر پرداز جمع‌آوری و سپس تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندگانه به کمک نرم افزار اکسل و Eviews انجام شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به ترتیب از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است.

(مدل ۱)

$$Qtobin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BS_{it} + \alpha_2 Duality_{it} + \alpha_3 BI + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(مدل ۲)

$$Qtobin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sanc_{it} + \alpha_2 LEV_{it} + \alpha_3 ROA_{it} + \alpha_4 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

(مدل ۳)

$$Qtobin_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BS_{it} * Sanc_{it} + \alpha_2 Duality_{it} * Sanc_{it} + \alpha_3 BI_{it} * Sanc_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

### متغیر وابسته

$Qtobin_{it}$ : ارزش شرکت، مجموع بدهی‌ها و ارزش بازار سهام تقسیم بر ارزش دفتری دارایی‌ها (ویلانوا و همکاران، ۲۰۱۶).

**متغیر مستقل**

$BS_{it}$ : اندازه هیئت مدیره، برای اندازه‌گیری آن از تعدادی اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود. لازم به ذکر است تعداد هیئت مدیره ۵ یا ۷ نفر است که این موضوع که باعث می‌شود توزیع متغیر شبیه متغیرهای دو مقداری صفر و یک باشد.

$BI_{it}$ : استقلال هیئت مدیره، برای اندازه‌گیری آن از نسبت تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود.

$Duality_{it}$ : دوگانگی وظیفه مدیر عامل می‌باشد و اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره و یا نایب رئیس هم باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر.

**متغیر تعدیلگر**

$Sanc_{it}$ : متغیر ساختگی تحریم، سال‌های دوران تحریم عدد ۱ در غیر این صورت عدد صفر (سال‌های ۹۰، ۹۱، ۹۲ عدد ۱ و سال‌های ۸۷، ۸۸، ۸۹، ۹۳، ۹۴ و ۹۵ عدد صفر). از آنجایی که شدیدترین تحریم‌های اقتصادی به واسطه قطعنامه ۱۹۲۹ شورای امنیت سازمان ملل متحد در سال‌های ۹۰، ۹۱ و ۹۲ اعمال شده‌اند؛ لذا برای سال‌های ذکر شده عدد ۱ و مابقی سال‌ها عدد صفر در نظر گرفته شده است (وصالی و ترابی، ۱۳۸۹).

**متغیر کنترلی**

$LEV_{it}$ : اهرم مالی، جمع کل بدهی‌ها تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها. مدیران شرکت‌ها به دلیل مزایای تامین مالی از طریق بدهی، تمایل دارند از این طریق نیازهای مالی شرکت را تامین کنند، اما تامین مالی از طریق بدهی هزینه بهره را در پی دارد و این موضوع باعث خواهد شد که شرکت‌ها بخشی از درآمدهای خود را در سال‌های آینده صرف پرداخت هزینه‌های تامین مالی کنند. در نتیجه سودآوری آینده آن‌ها کاهش خواهد یافت (ایروتس، ۲۰۰۷).

$ROA_{it}$ : سودآوری، سود خالص بر کل دارایی‌ها (یوسف‌زاده و اعظمی، ۱۳۹۴؛ خان‌محمدی و قره‌داغی، ۱۳۹۳؛ فروغی و آدینه‌جونقانی، ۱۳۹۱).

$Size_{it}$ : اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت. پینروس (۱۹۵۹) و بخاری و همکاران (۲۰۰۵) معتقد هستند که شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل حجم فعالیت گسترده

سودآورتر از شرکت‌های کوچک‌ترند. زیرا شرکت‌های بزرگ‌تر دارای نیروهای متخصص‌اند و این نیروها فعالیت‌های بخش‌های مختلف شرکت را ارزیابی کرده و فعالیت‌های زاید و غیر اقتصادی را حذف می‌کنند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نگاره (۱) آماره‌های توصیفی مرتبط با متغیرهای پیوسته را نشان می‌دهد. مطابق با نتایج حاصله مقدار میانگین متغیر ارزش شرکت ۴/۷۵ می‌باشد، بیشترین ارزش شرکت ۳۲/۴۱ و کمترین ارزش شرکت ۰/۱۷ است. سایر متغیرها نیز به همین صورت تفسیر می‌شوند. شاخص‌های توصیفی محاسبه شده برای متغیرهای کیفی و مجازی شامل درصد فراوانی مطابق نگاره (۲) است. برای مثال شاخص محاسبه شده برای متغیر اندازه هیئت مدیره نشان می‌دهد تقریباً ۷۰٪ از شرکت‌های مورد مطالعه دارای هیئت مدیره ۵ نفره می‌باشند.

نگاره (۱): آمار توصیفی متغیرهای پیوسته پژوهش

متغیرها	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
استقلال هیئت مدیره	BI	۰/۴۹۴۸	۰/۴۲۸۵	۰/۸۰۰۰	۰/۴۰۰۰	۰/۱۴۴۳
ارزش شرکت	Qtobin	۴/۷۵۱۲	۳/۱۵۴۵	۳۲/۴۱۴۲	۰/۱۷۱۱	۲۰/۵۵۹۰
اهرم مالی	Lev	۰/۶۴۱۰	۰/۶۴۲۸	۲/۷۵۰۷	۰/۰۵۶۲	۰/۲۴۰۱
بازده دارایی‌ها	Roa	۱/۰۲۴۴	۰/۹۴۲۶	۱۰۳/۹۵۹۱	-۸/۸۵۰۲	۷/۳۴۳۴
اندازه شرکت	Size	۶/۱۶۹۲	۶/۰۹۴۴	۸/۲۱۳۶	۴/۷۷۹۲	۰/۵۹۷۳

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

نگاره (۲): جدول فراوانی متغیرهای کیفی و مجازی

نماد	درصد فراوانی	
	صفر	یک
اندازه هیئت مدیره (BS)	۶۹/۶۸	۳۰/۳۲
دوگانگی وظیفه مدیرعامل (Duality)	۳۹/۷۶	۶۰/۲۴
متغیر تعدیل گر تحریم (Sanc)	۶۶/۶۷	۳۳/۳۳

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

### ایستایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

به منظور اطمینان از غیر کاذب بودن الگوی رگرسیونی به بررسی ایستایی متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. مطابق با نگاره (۳) در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی سطح معناداری در آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو، کوچکتر از ۰/۰۵ است که نشان دهنده این است که متغیرها پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در الگو باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

#### نگاره (۳): آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

آزمون لوین، لین و چو		نماد متغیر	متغیرها
احتمال	آماره		
۰/۰۰۰۰	- ۶/۰۵۲۹	BS	اندازه هیئت مدیره
۰/۰۰۰۰	- ۶/۷۱۶۸	Duality	دوگانگی وظیفه مدیرعامل
۰/۰۰۰۰	- ۴۶/۵۳۶۰	BI	استقلال هیئت مدیره
۰/۰۰۰۰	- ۱۱/۶۴۳۶	Sanc	متغیر تعدیل گر تحریم
۰/۰۰۰۰	- ۱۲/۶۹۴۰	Qtobin	ارزش شرکت
۰/۰۰۰۰	- ۲۸/۰۷۴۲	Lev	اهرم مالی
۰/۰۰۰۰	- ۱۰/۳۳۳۸	Roa	بازده دارایی‌ها
۰/۰۰۰۰	- ۱۰/۶۸۸۳	Size	اندازه شرکت

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

برای آزمون فرضیات و برآورد الگو، ابتدا برای گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی یا ترکیبی، از آزمون قابلیت ادغام (چاو) استفاده شده است. مطابق نتایج آزمون در نگاره (۴) سطح معنی داری آماره F لیمر، برای هر سه فرضیه ۰/۰۰۰ است که نشان دهنده برتری استفاده از روش داده‌های تابلویی در برابر روش داده‌های ادغام شده است؛ سپس با توجه به پذیرش روش داده‌های تابلویی در برابر داده‌های ترکیبی، آزمون هاسمن برای انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی انجام شده است. با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره

کای- دو برای هر سه فرضیه بیشتر از ۰/۰۵ است، روش رگرسیون با اثرات تصادفی نسبت به روش رگرسیون با اثرات ثابت برتری دارد.

**نگاره (۴): نتایج آزمون F لیمر و هاسمن**

فرضیه ها	آماره F لیمر	احتمال	نتیجه	آماره کای-دو	احتمال	نتیجه
اول	۹/۹۴	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی	۲/۶۳	۰/۸۵	اثرات تصادفی
دوم	۱۰/۰۹	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی	۶/۴۸	۰/۳۷	اثرات تصادفی
سوم	۱۰/۰۵	۰/۰۰۰۰	داده‌های تابلویی	۴/۹۴	۰/۵۵	اثرات تصادفی

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

**آزمون فرضیه‌های پژوهش**

نتایج آزمون فرضیه اول در نگاره (۵) نشان داده شده است.

**نگاره (۵): خلاصه نتایج محاسبات رگرسیون فرضیه اول**

ضرایب برآورد شده	آزمون T		ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	آزمون F		نام متغیر
	سطح معنی داری	آماره آزمون			سطح معنی داری	آماره آزمون	
۵۳/۰۶	۰/۰۰۰۰	۶/۰۰	۰/۰۶۰	۰/۰۶۵	۰/۰۰۰۰	۱۱/۹۴	عرض از مبدا
۰/۵۹	۰/۲۷۶۳	۱/۰۹					اندازه هیئت مدیره
۰/۲۱	۰/۸۴۷۲	۰/۱۹					دوگانگی وظیفه مدیرعامل
-۱/۱۱	۰/۷۵۷۶	-۰/۳۰					استقلال هیئت مدیره
-۴/۲۱	۰/۰۷۸۸	-۱/۷۵					اهرم مالی
۰/۰۸	۰/۲۵۸۷	۱/۱۳					بازده دارایی‌ها
-۸/۰۶	۰/۰۰۰۰	-۷/۰۲					اندازه شرکت

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به سطح معناداری متغیرهای اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و استقلال هیئت مدیره طبق نگاره (۵) مشخص می‌شود که بین ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد. به بیان دیگر، در بورس اوراق بهادار ایران ارزش شرکت تحت تأثیر ابزارهای راهبری شرکتی (ویژگی‌های هیئت مدیره) قرار نمی‌گیرد. بنابراین، فرضیه‌ی نخست پژوهش تأیید نمی‌شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم در نگاره شماره (۶)، نشان داده شده است.

نگاره (۶): خلاصه نتایج محاسبات رگرسیون فرضیه دوم

نام متغیر	آزمون F		تعلیل شده	تعلیل نشده	آزمون T		ضرایب برآورد شده
	آماره آزمون	سطح معنی داری			آماره آزمون	سطح معنی داری	
عرض از مبدا	۱۸/۷۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۸	۰/۰۶۴	۷/۸۳	۰/۰۰۰۰	۵۸/۰۴
تحریم اقتصادی					-۲/۷۰	۰/۰۰۷	-۱/۹۷
اهرم مالی					-۱/۶۵	۰/۰۹۸۵	-۳/۹۵
بازده دارایی‌ها					۱/۰۱	۰/۳۰۹۶	۰/۰۷
اندازه شرکت					-۷/۱۲	۰/۰۰۰۰	-۸/۱۴

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

طبق نگاره (۶) سطح معناداری و آماره t تحریم اقتصادی نشان می‌دهد بین تحریم اقتصادی و ارزش شرکت ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، در شرایط رکود اقتصادی (تحریم) شرکت‌ها اغلب به بدهی بالاتر (نسبت اهرم مالی بالاتر) روی می‌آورند تا بتوانند سهم دارایی مدیر را حفظ نمایند. این امر ریسک و رشکستگی شرکت را افزایش داده و عملکرد شرکت کاهش می‌یابد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه سوم در نگاره شماره (۷)، نشان داده شده است. طبق نگاره (۷)، با توجه به سطح معناداری اثر تعاملی ویژگی‌های هیئت مدیره و تحریم، فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

نگاره (۷): خلاصه نتایج محاسبات رگرسیون فرضیه سوم

نام متغیر	آزمون F		تعلیل شده	تعلیل نشده	آزمون T		ضرایب برآورد شده
	آماره آزمون	سطح معنی داری			آماره آزمون	سطح معنی داری	
عرض از مبدا	۱۲/۴۴	۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۸	۰/۰۶۲	۷/۸۳	۰/۰۰۰۰	۵۸/۰۲
اندازه هیئت مدیره * تحریم					-۱/۵۷	۰/۱۱۶۳	-۰/۳۷
دوگانگی مدیرعامل * تحریم					۱/۲۱	۰/۲۲۴۰	۱/۲۴
استقلال هیئت مدیره * تحریم					-۰/۴	۰/۶۸۴۰	-۰/۹۸
اهرم مالی					-۱/۶۸	۰/۰۹۲۵	-۴/۰۱
بازده دارایی‌ها					۱/۰۱	۰/۳۱۲۲	۰/۰۸
اندازه شرکت					-۷/۱۱	۰/۰۰۰۰	-۸/۱۳

ماخذ: یافته‌های پژوهشگر

### نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه ویژگی‌های هیئت مدیره به عنوان یکی از ابزارهای راهبری شرکتی با ارزش شرکت در شرایط تحریم اقتصادی است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول و سوم پژوهش نشان داد که بین ویژگی‌های هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین اثر تعاملی ویژگی‌های هیئت مدیره و تحریم بر ارزش شرکت معنادار نیست. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش محمدزاده سالطه و همکاران (۱۳۹۴) همسو است.

این در حالیست که در پژوهش ویلانوا و همکاران (۲۰۱۶)، تأثیر معنی‌دار ویژگی‌های هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل) بر ارزش شرکت تأیید گردیده است. بدین معنی که با استفاده از سازوکارهای راهبری شرکتی می‌توان بر مشکلات نمایندگی در شرایط بحران اقتصادی غلبه نمود. همچنین نتایج مطالعه ارکنز و همکاران (۲۰۱۲) نشانگر آن است که شرکت‌هایی با اعضای هیئت مدیره مستقل، تأثیر بیشتری بر عملکرد داشته‌اند که نتایج این پژوهش‌ها با نتیجه پژوهش حاضر هم‌سو نمی‌باشد. گرو و همکاران (۲۰۱۱) در مطالعه خود اینگونه نتیجه‌گیری نمودند که دوگانگی وظیفه مدیر عامل تأثیری منفی بر عملکرد مالی در دوره پیش از بحران داشته و در جریان بحران بی‌تأثیر بوده است. که با نتیجه این پژوهش هم‌سو نمی‌باشد. عدم همسویی نتایج پژوهش حاضر با پژوهش‌های خارجی، ناشی از بستر فرهنگی و اقتصادی متفاوت و وضعیت بازار سرمایه ایران می‌باشد.

نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های ایرانی، بازارهای سرمایه و محافل علمی، هنوز در ابتدای راه خود است و با مفهوم حاکمیت در سایر کشورها فاصله بسیاری دارد و از جانب مدیران، اهتمام و کوشش بیشتری برای راهبری مناسب شرکت و در نتیجه تحت تأثیر قرار گرفتن ارزش شرکت انجام نگرفته است. همچنین به دلیل عدم پاسخگویی مدیران غیرموظف در قبال نهادهای پاسخ‌خواه و ناآگاهی ایشان از وظایف سازمانی، وظایف نظارتی خود را به نحو شایسته‌ای انجام نمی‌دهند. حضور این مدیران در ترکیب اعضای هیئت مدیره بیشتر جنبه تشریفاتی دارد. در نتیجه نمی‌توانند نقش مؤثری در امر راهبری شرکت‌ها ایفا کنند و سبب تغییرات ارزش شرکت شوند. همچنین، نتایج فرضیه دوم پژوهش نشان داد که تحریم اقتصادی منجر به عملکرد ضعیف شرکت می‌شود. به عبارت دیگر، تحریم‌های اقتصادی با ایجاد فضای



نابسامان در محیط کسب و کار و محدودیت در انجام معاملات تجاری سبب اختلال در رشد، انعطاف پذیری مالی، کارآیی فعالیت‌های اقتصادی، اشتغال و سودآوری می‌شود. این نتایج با یافته‌های لئو و واسالو (۲۰۰۰)، کوننگلو، جانسون چوردیا و شیواکومار (۲۰۰۲) مطابقت دارد.

باتوجه به یافته‌های پژوهش، به طور کلی می‌توان گفت برخی از ابزارهای راهبری شرکتی (ویژگی‌های هیئت مدیره) بررسی شده و تاکید شده در نظام نامه راهبری شرکتی مصوب بورس تهران، سبب بهبود ارزش شرکت در ایران نشده است. به بیانی با توجه به نتایج پژوهش، به نظر می‌رسد ویژگی‌های بیان شده در این نظام نامه، نمی‌تواند در بستر خاص فرهنگی اقتصادی ایران، سبب بهبود ارزش شرکت شود که این موضوع هشدار برای سیاست‌گذاران سازمان بورس است و به آن‌ها پیشنهاد می‌شود به بررسی و اثربخشی دقیق نظام نامه راهبری ایران بپردازند. در جهت غنای نتایج این پژوهش به پژوهشگران آتی پیشنهاداتی ارائه می‌شود:

- ۱) پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های بعدی، تحقیقی مشابه با تحقیق حاضر و به تفکیک صنعت انجام پذیرد و نتایج به دست آمده با نتایج این تحقیق مقایسه شود.
- ۲) در این پژوهش ارزش شرکت با استفاده از مدل کیوتوین محاسبه شده است پیشنهاد می‌شود ارزش شرکت را با استفاده از سایر سنج‌های آن مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳) در این پژوهش برخی ابزارهای راهبری شرکتی شامل استقلال هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل مورد بررسی قرار گرفت. پیشنهاد می‌شود، سایر ویژگی‌های راهبری شرکتی شامل کمیته حسابرسی و مالکیت سهام‌داران نهادی و.. مورد بررسی قرار گرفته و با نتایج این پژوهش مقایسه شود.

### منابع

- بولو، قاسم؛ حساس یگانه، یحیی. (۱۳۹۱). ارتباط ارزشی سود و ارزش دفتری و رابطه آن با ساختار مالکیت و وابستگی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- خدادادی، ولی. (۱۳۹۱). تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های بورسی. تحقیقات حسابداری و حسابرسی: ۴ (۱۵).
- خان‌محمدی، محمدحامد؛ قره‌داغی، علی‌اکبر. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای عملکرد شرکت‌های واگذار شده قبل و بعد از واگذاری بر اساس مدل ای اف کیو ام و برخی شاخص‌های مالی. دانش حسابرسی: ۱۴ (۵۷).

- صامتی، مجید؛ کارنامه حقیقی، حسن. (۱۳۹۲). اثر بی‌ثباتی اقتصاد کلان بر رفتار وام‌دهی بانک‌های تجاری، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی: ۱۳ (۴۸)، ۱۲۱-۱۴۵.
- فروغی، داریوش؛ آدینه جونقانی، احمد. (۱۳۹۱). رابطه بین افشای اطلاعات و ارزش شرکت. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی: (۱۵)، ۱۴۷-۱۵۲.
- فخاری، حسین؛ سلمانی داوود؛ دارایی، محمد رضا. (۱۳۹۲). بررسی اثرات تحریم‌های اقتصادی بر عملکرد شرکت‌های دانش بنیان کشور. فصلنامه سیاست علم و فناوری: (۱۹)، ۱-۱۶.
- فروغی، داریوش؛ هاشمی، سید عباس. (۱۳۹۳). بررسی تأثیر نگهداری وجه نقد و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی.
- قلی‌زاده، علی اکبر؛ کمیاب، بهناز. (۱۳۹۴). تخصیص بهینه دارایی‌ها با فرض ناطمینانی‌های اقتصاد کلان و تحریم‌های بین‌المللی علیه ایران. تحقیقات اقتصادی: (۱۱۳)، ۹۵۹-۹۸۸.
- مشکی میقاولی، مهدی؛ هاشمی سعادت، مریم. (۱۳۹۴). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با احتمال وقوع ورشکستگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، پژوهش‌های حسابداری، ۷، ۵۷-۳۷.
- محمدزاده ساطه، حیدر؛ بادآور نهندی، یونس؛ اسماعیل نژاد، مجید. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکت بر ارزش شرکت با تأکید بر کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی: (۱)، ۲۲، ۱۲۵-۱۴۲.
- نعمتی، کریم؛ دانشی، سید روح اله. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی با تصمیم‌گیری مدیریت مالی و عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد مرودشت.
- وصالی، ساناز؛ ترابی، مهرانوش. (۱۳۸۹). اثرات تحریم بانک‌ها بر اقتصاد و سیستم بانکی. بانک و اقتصاد: (۱۱۱)، ۳۸-۴۴.
- یوسف‌زاده، نسرتین؛ اعظمی، زینب. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر مدیریت سرمایه در گردش بر سودآوری شرکت در چرخه‌های مختلف تجاری. مجله دانش حسابداری: ۶ (۲۳)، ۱۴۷-۱۷۱.
- Anderson, C. R. and Zeithaml, C. P. (1984). Stage of the product life cycle, business strategy, and business performance. *Academy of Management Journal*: 27) 1 (5-24).
- Andreou, P. C; Antoniou, c; CHorton, J; Louca, C. (2012). Corporate governance and stock price crashes. Available At URL: <http://www.ssrn.com>
- Bekiaris, M. , Efthymiou, T. , Koutoupis, A. G. (2013). Economic crisis impact on corporate governance & internal audit: the case of Greece. *Corp. Ownersh. Control*: 11 (1) , 64-55.

- Bulu, Q; hasas Yegane, Y. (2012). The Relationship between earning Value and Book Value and Its Relationship with Ownership Structure and Dependency, Master's Thesis, Allameh Tabataba'i University [In Persian].
- Bokhari, Jawaad. , Charlie. , Hudson, Robert. & Keasey, Kevin. (2005). The Predictive ability and Profitability of technical trading rules: Does company size matter? *Economics Letters*. 86 (1). 21-27
- Chang, C. S. , Yu, S. W. , Hung, C. H. (2015). Firm risk and performance: The role of corporate governance. *Rev. Manag. Sci* 9, 141-173.
- Chordia, T. and Shivakumar, L. (2002). Momentum, Business Cycle and Time- Varying Expected Returns. *Journal of Finance*: 57) 2 (,985-1019.
- Carter, D. A. , Simkins, B. J. , Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Financ. Rev.* 38, 33-53.
- Carter, D. A. , D'Souza, F. , Simkins, B. J. , Simpson, W. G. (2010). The gender and ethnic diversity of US boards and board committees and firm financial performance. *Corp. Gov. Int. Rev.* 18 (5) , 396-414.
- Campbell, K. , Vera, A. M. , (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *J. Manag. Gov.* 14, 35-59.
- Demsetz, H. , Villalonga, B. (2001). Ownership structure and corporate performance. *J. Corp. Finance* 7 (3) , 209-233.
- Erkens, D. H. , Hung, M. , Matos, P. (2012). Corporate governance in the 2007-2008 financial crisis: evidence from financial institutions worldwide. *J. Corp. Finance* 18 (1) , 389-411.
- Esra Ahmed, Allam Hamdan. (2015). THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE ON FIRM PERFORMANCE: EVIDENCE FROM BAHRAIN STOCK EXCHANGE. *European Journal of Business and Innovation Research*, (5) 3, 25-48.
- Essen, M. , Engelen, P. J. , Carney, M. (2013). Does good corporate governance help in a crisis? The impact of country- and firmlevel governance mechanisms in the European financial crisis. *Corp. Gov. Int. Rev.* 21 (3) , 201-224.
- Eriotis, Nikolaos. (2007). How firm characteristics affect Capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*. 33 (5) , 321- 331
- Francis, B. B. , Hasan, I. , Wu, Q. (2012). Do corporate boards matter during the current financial crisis? *Rev. Financ. Econ.* 21, 39-52.
- Fakhari, H; Salmani,D; Darayi, M, R. (2013). The Effect of EconomicSanctions on the Performance of Knowledge Based Companies in Iran. *Journal of Science and Technology Policy*: (19) ;16-16 [In Persian].

- Foroughi, D; Hashemi, S, A. (2014). Investigating the effect of holding cash and corporate governance on the value of companies accepted in Tehran Stock Exchange, Master's thesis, Shahid Ashrafi University of Isfahani [In Persian].
- Foroughi, Dariush and Adine Junaghani, Ahmad. (2012). The relationship between the disclosure of information and the value of the company. *Financial Accounting and Audit Research*, 4 (15) , 147-152. (in Persian).
- Ghalizadeh, A; Kamyab, B. (2015). Asset Allocation Assuming Macroeconomic Uncertainty and International Sanctions Against Iran. *Economic Research*: (113) ,959-988 [In Persian].
- Gonzalez, noz Good Governance Code, (2015). Good Governance Code of Listed Companies. *International Review of Financial Analysis*, 19,140-150.
- Grove, H. , Patelli, L. , Victoravich, L. M. , Xu, P. (2011). Corporate governance and performance in the wake of the financial crisis: evidence from US commercial banks. *Corp. Gov. Int. Rev*: 19 (5) ,418-436.
- Jackling, B. , Johl, S. (2009). Board structure and firm performance: evidence from India's top companies. *Corp. Gov. Int. Rev*. 17, 492-509.
- Khanmohammadi, Mohammad Mohammad & Qaradaghi, Ali Akbar. ( 2014). A Comparative Study of the Performance of Entities Issued Before and After Submission based on AFQM Model and some Financial Indicators. *Audit Knowledge*: 14 (57) ;107-128. (in Persian)
- Khodadadi, Vali. (2012). Effect of Corporate Governance Features on Financial Performance and Value of Bourse Companies. *Accounting and Audit Research*: 4 (15) [In Persian].
- Lashkan, A. M. et al. (2012). Corporate governance and corporate failure. *Procedia Economics and Finance*: 2 (1) ;191-198.
- Lefort, F. , Urzúa, F. (2008). Board independence, firm performance and ownership concentration: evidence from Chile. *J. Bus. Res*: 61 (6) , 615-622.
- Liew, J. & Vassalou, M. (2000). Can Book-to Market, Size and Momentum be Risk Factors that Predict Economic Growth. *Journal of Financial Economics*: 57, 221-245.
- Meshki Meghavi, M; Hashemi Saadat, M. (2016). Investigating the relationship between corporate governance and the likelihood of bankruptcy in companies admitted to the Stock Exchange *Accounting Research*,3 (7) , 37-57 [In Persian].

- Mohammadzadeh salteh, H; BadavarNahandi, Y& Ismaelnejad, M. (2015). The Investigation the Effect of Corporate Governance on Firm Value with Emphasis on Investment Efficiency in Listed Firms at Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting And Auditing Review*: 22 (1) , 125-142.
- Nemati, K; Daneshi, S (2017). The Investigation of the Relationship between Corporate Governance and Financial Management and Corporate Performance in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. Master's Degree Program of Marvdasht Azad University. [In Persian].
- Nicholson, G. J. , Kiel, G. C. (2007). Can directors impact performance? A case-based test of three theories of corporate governance. *Corp. Gov. Int. Rev*: 15 (4) , 585---608.
- Osmani, R. & Deari, F. (2016). Firms' financial performances and economic recession: evidence from Macedonian listed companies. *Economic Sciences*: 9 (58) ; 1.
- Pucheta-Martínez, M. C. , (2015). El papel del Consejo de Administración en la creación de valor en la empresa. *Revista de Contabilidad/Spain. Acc. Rev*: 18 (2) , 148-161.
- Penrose, Edith. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford Basil Blackwell. 10. 1093/0198289774. 001. 0001.
- Rezaei, M; Parsa, H; Mehranban, S. (2017). Effect of Economic Growth and Economic Sanctions on Cost stickiness in Companies Accepted in Tehran Stock Exchange: 24 (4) 551-572. [In Persian].
- Sameti, M; karname Haghighi, H. (2013). Effect of macroeconomic instability on lending behavior of commercial banks. *Quarterly Journal of Economic Research*: 13 (48) 121-145 [In Persian].
- Tricker, B. Tricker, R. (2012). *Corporate governance: principle, policies and practices*. Oxford university press, Business and Economic.
- Villanueva-Villar , M., Rivo-López,E ., Lago-Pe nas ,S. (2016). On the relationship between corporate governanceand value creation in an economic crisis: Empiricalevidence for the Spanish case. *BRQ Business Research Quarterly*, 125-170.
- Wahba, H. & Elsayed, K. (2014). The effect of life cycle stage of a firm on the relationship between board size and financial performance. *Managerial and Financial Accounting*: 6 (4).
- Zhou, H. Chen, H. & Cheng, Zh. (2016). Internal Control, Corporate Life Cycle, and Firm Performance. *The Political Economy of Chinese Finance*, <http://dx.doi.org/10.1108/S1569-376720160000017013>.
- Yusufzadeh, Nasrin & Azami, Zeinab. (2015). Investigating the Impact of Working Capital Management on Company Profitability in Different

Business Cycles. Journal of Accounting Knowledge: 6 (23) ,147-171.  
(in Persian).