



## بررسی اثر تغییر مدیر عامل بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه

محمدعلی بیداری<sup>۱</sup>، سپیده فنایی<sup>۲</sup>

هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی (مسئول مکاتبات)

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی

### چکیده

هدف اصلی تحقیق حاضر شناسایی تأثیر تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ می باشد که در این راستا تغییر مدیرعامل به عنوان متغیر وابسته و عملکرد و ارزش شرکت به عنوان متغیرهای مستقل می باشند. اهرم مالی، اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، تأمین مالی کوتاه مدت و تأمین مالی بلندمدت نیز به عنوان متغیرهای کنترل می باشند. نمونه آماری تحقیق شامل ۱۵۹ شرکت می باشد. روش پژوهش از نوع توصیفی-همبستگی با رویکرد کاربردی بوده و روش گردآوری اطلاعات در بخش مبانی نظری از روش کتابخانه ای و در بخش آزمون فرضیات از روش اسنادکاوی صورتهای مالی است. به طور کلی روش آزمون فرضیات از طریق آزمون همبستگی و رگرسیون چندگانه می باشد. نتایج تحقیق نشان داد تغییر مدیرعامل تأثیر معکوس و معناداری بر عملکرد و ارزش شرکتهای بورسی تهران دارد. نتایج متغیرهای کنترلی نیز نشان داد متغیرهای سطح نگهداشت وجه نقد، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری داراییها بر عملکرد و ارزش شرکتهای تأثیر مستقیم و معناداری دارند. همچنین تأثیر اهرم مالی بر عملکرد و ارزش شرکتهای، معکوس و معنادار می باشد.

**واژگان کلیدی:** تغییر مدیرعامل، عملکرد شرکت، نرخ بازده داراییها، نسبت کیوتوبین



## ۱. بیان مسأله

مدیرعامل نقش کلیدی در اداره هر شرکتی دارد. در شرکت های کوچک و متوسط مدیرعامل مالک و همه کاره یک شرکت محسوب می شود و در شرکت های بزرگ شخصی است که از سوی هیات مدیره برای سیاست گذاری و اداره یک شرکت تعیین می شود. به همین روی تغییر مدیرعامل ها تغییرات اساسی در هر شرکت به ویژه وضعیت مدیریت آن دارد. از مسائل مهمی که به دلیل رسوایی های مالی اخیر در سطح شرکت های مطرح و بزرگ دنیا توجه زیادی را به خود جلب نموده، موضوع تغییر مدیران عامل آن ها بوده است. معمولاً مدیران عامل، مواضع خود را به دلایل مختلف، از جمله عملکرد ضعیف که یکی از شایع ترین دلایل برکناری است، از دست می دهند (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۲).

سرمایه گذاران خواهان آگاهی از عملکرد شرکت های سرمایه گذاری می باشند. هر چه اطلاعات بیشتری در دسترس باشد و هر چه مهارت بیشتری در استفاده از اطلاعات موجود وجود داشته باشد، ارزیابی صحیح تری از عملکرد سازمان ها صورت خواهد گرفت. در صورت نبود شناخت کافی از فعالیت های مختلف شرکت و فقدان معیاری مناسب برای سنجش عملکرد هر شاخه نمی توان تصمیم گیری خوبی انجام داد. در صورتی که سرمایه گذاران از نتایج تصمیمات خود دچار ضرر و زیان شوند، ممکن است از بازار خارج شوند. یکی از پیامدهای مهم خروج سرمایه گذاران از بازار، کوچک شدن بازار و محدود شدن سرمایه تزریق شده به بازار خواهد بود. در صورت وقوع این امر، بازار سرمایه قادر به کمک به اقتصاد از طریق تزریق منابع لازم برای توسعه زیرساخت ها نخواهد بود؛ بنابراین ارزیابی عملکرد مالی شرکت های سرمایه گذاری یکی از مهمترین مسائل پیش روی سرمایه گذاران بوده و شناخت و تحلیل همه شاخه های فعالیت شرکت های سرمایه گذاری برای ارزیابی عملکرد مالی ضروری خواهد بود. براساس تحقیق ماچدار<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) یکی از عوامل مؤثر بر عملکرد شرکتها؛ تغییر مدیرعامل و مالکیت مدیریتی در شرکت می باشد (پیرویان و زراء نژاد، ۱۳۹۹).

وظیفه مدیران، افزایش دارایی های سهامداران است. لیکن مدیرانی که مالکیت قابل توجهی در شرکت ندارند، ممکن است انگیزه لازم را برای افزایش دارایی سهامداران نداشته باشند و تصمیماتی بگیرند که در نهایت به سود سهامداران نباشد. چنین تضادهایی به مشکل نمایندگی منتهی می شود و این امر می تواند هزینه های قابل ملاحظه ای را به سهامداران تحمیل نماید. دولت ها سعی می کنند تا با واگذاری قسمتی از سهام شرکت های تحت تملک خود به بخش خصوصی، امکان افشای مناسب اطلاعات مالی را فراهم سازند، ولی همچنان به عنوان سهامدار عمده باقی می مانند تا در انتخاب عهده مدیران شرکت تاثیر گذار باشند و در نهایت این مدیران به نمایندگی از سوی آنها به اداره شرکت پردازند (باباجانی و عبدی، ۱۳۸۹).

<sup>۱</sup>. Machdar



بررسی نقش عملکرد مالی شرکت و شاخص‌های آن در تغییر مدیر عامل در ساختار شرکت‌های ایرانی از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. این مهم، علاوه بر تعیین اهمیت عملکرد مالی مدیر عامل در ابقا وی، در قیاس با سایر عوامل مانند قدرت و سیاست‌های سازمانی، می‌تواند منجر به شناسایی نقاط ضعف و توسعه دستورالعمل‌ها و رهنمودهایی برای بهبود سیستم حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شود. در این پژوهش به دنبال آزمون این موضوع هستیم که آیا با شکل‌گیری رابطه نمایندگی در شرکت‌ها و سپردن اختیارات نامحدود به مدیران عاملی که در واقع مالک شرکت نیستند، سهامداران (مالکان موسسه) می‌توانند با ارزیابی شاخص‌های مالی شرکت‌ها، نسبت به برکناری و اخراج مدیران عاملی که همگام با منافع ذینفعان و سهامداران حرکت نمی‌کنند و منجر به عملکرد ضعیف شرکت‌ها شده‌اند، اقدام نمایند یا خیر؟ زیرا، می‌توان استدلال نمود که مدیران عامل با اختیارات وسیعی که دارند، می‌توانند منافع کوتاه مدت و بلند مدت سازمان را حفظ کرده یا آن‌ها را به نفع خود ضایع سازند. از این رو، با ارزیابی عملکرد مدیران عامل، ذینفعان از صحت عملکرد مدیر و میزان تحقق اهداف سازمان آگاهی می‌یابند. به همین خاطر باید در مورد شرکت‌های ایرانی نیز این نحوه برخورد با عملکرد مدیران عامل صورت پذیرد و به دلیل این که شرکت‌های ایرانی نیز از وجود تعارض میان صاحبان شرکت‌ها و مدیران مستثنی نبوده، لازم است که ارتباط بین شاخص‌های مالی و تغییرات مدیران عامل در شرکت‌های ایرانی مورد بررسی قرار گیرد (خداپرست شیرازی و همکاران، ۱۳۹۱).

با توجه به مطالب ارایه شده هدف اصلی تحقیق حاضر پاسخ به این سؤال می‌باشد که تغییر مدیرعامل چه تأثیری بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

## ۲. پیشینه تحقیق

اسدی و منتی منجق تپه (۱۳۹۸) طی پژوهشی مدیریت سود را در سال تغییر مدیریت و دوره‌های پیرامون آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۰ بررسی نموده‌اند. در این پژوهش با استفاده از الگوی تعدیل شده جونز، اقلام تعهدی اختیاری برآورد و به کمک آزمون مقایسه میانگین (آماره  $t$ )، تحلیل واریانس و آزمون ضریب رگرسیون (آماره  $F$ )، فرضیه‌ها مورد آزمون قرار گرفته‌اند. نتایج پژوهش، مدیریت مثبت سود در سال قبل از تغییر مدیریت را تأیید کرده، ولی شواهدی از مدیریت منفی سود در سال تغییر و مدیریت مثبت سود در سال بعد از تغییر، به دست نیامده است. اره کش سلماسی (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تاثیر ویژگی مدیرعامل از جمله دوگانگی مدیرعامل، تجربه مدیرعامل و تنوع جنسیتی مدیرعامل بر عملکرد بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. جامعه آماری کلیه بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ می‌باشد که با استفاده از رگرسیون خطی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد که ویژگی‌های مدیرعامل بر عملکرد بانک تاثیر معناداری دارد و بانک‌ها برای عملکرد بهتر از مدیران مرد استفاده کنند



## 7<sup>th</sup> International Conference on Management, Accounting and Economic Development

September 20, 2021

همچنین تجربه بالای مدیران باعث بهبود عملکرد بانک شده که این نشان دهنده این می‌باشد که باید به مدیران فرصت داد که عملکرد واقعی خودشان را نشان دهند و هرچقدر تجربه کاری آن‌ها بالا می‌رود عملکرد بانک‌ها نیز بهتر می‌گردد و علاوه بر این این تحقیق نشان داد که مردها عملکرد بهتری در اداره بهتره بانک‌ها دارند و می‌توانند عملکرد بانک رو بهبود بخشند. محیبی فر (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تاثیر تغییرات مدیرعامل و حسابرس بر کیفیت سود پرداخته است. جامعه آماری شرکت های بورس اوراق بهادار تهران و دوره آزمون بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ انتخاب شده است. یافته های تحقیق با استفاده از روش رگرسیون چندگانه نشان می دهد که تغییر مدیرعامل منجر به تغییر کیفیت سود می گردد. همچنین نتیجه آزمون فرضیه ها نشان داد که کیفیت سود با متغیرهای اندازه موسسه حسابرسی، سود آوری و اهرم مالی رابطه مستقیم و با اندازه شرکت های دارای روابط سیاسی رابطه معکوس دارد. همچنین بین متغیرهای تغییر حسابرس، تغییر مدیریت و رشد فروش با کیفیت سود در این پژوهش رابطه معناداری پیدا نشد.

ای بی ئی<sup>۱</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی با عنوان تغییر مدیر عامل و عملکرد شرکت در ژاپن انجام داده و در این پژوهش، وی به بررسی تغییر مدیر عامل شرکت و ارتباط آن با عملکرد شرکت پرداخته است. به طور کلی، وی دریافته، خطر تغییر برای مدیران عامل ژاپنی در مراحل اولیه تصدی مدیر عامل شرکت کم و در اواسط مدت زمان تصدی افزایش می‌یابد و ابزارهای مختلف عملکرد شرکت، تغییر مدیر عامل شرکت را به طور متفاوت تحت تأثیر قرار می‌دهد. فارل و ویدبی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) پژوهشی با عنوان تأثیر انتظارات عملکرد شرکت بر تغییر مدیر عامل شرکت و تصمیمات جایگزینی انجام داده و تغییر مدیر عامل و اتخاذ تصمیم برای جانشینی مدیر عامل را از طریق دیدگاه‌های مختلف با بررسی نقش انتظارات عملکرد، تجزیه و تحلیل نموده‌اند. آن‌ها با استفاده از نمونه ای متشکل از ۴۰۱۵ سال - شرکت، رابطه معکوس بین احتمال تغییر مدیر عامل و یک سال از خطاهای پیش بینی تحلیلگران صنعت یافته‌اند. تجزیه و تحلیل های آنان نشان داده، هیئت مدیره هنگام تصمیم گیری در مورد تغییر مدیر عامل شرکت بر تفاوت عملکرد مورد انتظار تمرکز می‌کند و به تنهایی بر عملکرد شرکت متمرکز نیست. ژائو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین عملکرد مالی و تغییر مدیرعامل پرداخته‌اند. به منظور انجام تجزیه و تحلیل‌های آماری، از تکنیک رگرسیون لجیت استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه، حاکی از آن است که شاخص‌های مالی شرکت‌ها رابطه معکوس معنی‌داری با احتمال تغییر مدیر عامل در این شرکت‌ها دارد. براساس شاخص نایجل کرک در رگرسیون لجیت عملکرد مالی در حدود ۱۰ درصد و سایر عوامل بیش از ۹۰ درصد تغییرات مدیر عامل در شرکت‌های مورد بررسی را تبیین نموده است. مورفی و زیمرمن<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) رفتار طیف گسترده ای از متغیرهای مالی پیرامون خروج مدیر عامل از شرکت را مستند و میزان تغییر در متغیرهای بالقوه اختیاری که با عملکرد ضعیف اقتصادی توضیح و تفسیر می‌شوند، به جای تشخیص مستقیم

1. Abt

2. Farel and Vidbei

3. Zou and et al

4. Morphi and Zimmerman



مدیریتی برآورد نموده‌اند. به منظور انجام این مطالعه، آنان تغییرات چهار متغیر اختیاری (یعنی متغیرهایی که به صورت بالقوه بر آن‌ها مدیریت اعمال می‌شود، مانند هزینه‌های تحقیق و توسعه، تبلیغات، هزینه‌های سرمایه‌ای و ارقام تعهدی حسابداری) را مورد مطالعه قرار دادند. به طور کلی، آنان شواهدی ارائه نمودند که تغییرات مربوط به تغییر در هزینه‌های تحقیق و توسعه، تبلیغات، هزینه‌های سرمایه‌ای، و ارقام تعهدی حسابداری با توجه به عملکرد ضعیف می‌باشد و تا حدی است که مدیران خروجی یا ورودی در مورد این متغیرها اعمال اختیارات می‌کنند. پافر و وینت رپ<sup>۱</sup> (۲۰۲۰) پیشنهاد کرده‌اند که نتایج متناقض موجود در مطالعات قبلی رابطه بین عملکرد شرکت و تغییر مدیر عامل شرکت، ممکن است، به دلیل توجه ناکافی به نوع شاخص عملکرد استفاده شده توسط افراد مسئول برای تصمیم‌گیری تغییر مدیر عامل شرکت، یعنی، هیئت مدیره باشد و بر این باورند، مطالعه آن‌ها، می‌تواند برای تجزیه و تحلیل پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران مالی در مورد عملکرد شرکت‌های بزرگ، به عنوان جانشینی برای انتظارات اعضای هیئت مدیره به کار رود و پس از آن رابطه پیش‌بینی با تغییر مدیر عامل مورد بررسی قرار می‌گیرد. یافته اصلی این پژوهش، حاکی از آن بوده است، تغییر مدیر عامل زمانی رخ می‌دهد که گزارش درآمدها سالانه هر سهم کم تر از انتظارات باشد. برای نمونه در این مطالعه از تعداد ۴۰۸ مدیر عامل که سن آن‌ها کم تر از سن بازنشستگی بوده است، اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌های بزرگ، قادر به پیش‌بینی تغییر مدیر عامل شرکت بوده است.

### ۳. فرضیه‌ها، مدل و متغیرهای تحقیق

۱. تغییر مدیر عامل بر عملکرد شرکت در بازار سرمایه اثر دارد.
۲. تغییر مدیر عامل بر ارزش شرکت در بازار سرمایه اثر دارد.

مدلهای رگرسیونی آزمون فرضیات نیز بصورت زیر می‌باشد:

$$1) ROA_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CEO\ turnover_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 lev_{i,t} + \beta_4 cash_{i,t} + \beta_5 LTD_{i,t} + \beta_6 STD_{i,t} + \beta_7 MBE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$2) Q_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 CEO\ turnover_{i,t} + \beta_2 size_{i,t} + \beta_3 lev_{i,t} + \beta_4 cash_{i,t} + \beta_5 LTD_{i,t} + \beta_6 STD_{i,t} + \beta_7 MBE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Q= ارزش شرکت، ROA= عملکرد شرکت، CEO turnover= تغییر مدیر عامل، size= اندازه شرکت، lev= اهرم مالی، cash= سطح نگهداشت وجه نقد، MBE= نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری داراییها، LTD= تأمین مالی بلندمدت، STD= تأمین مالی کوتاه مدت

<sup>1</sup>. Poffer and Vint repe



### الف) متغیرهای وابسته:

- ۱) عملکرد شرکت: در این پژوهش؛ معیار سنجش عملکرد شرکت، نرخ بازده داراییها می باشد. نرخ بازده داراییها از تقسیم سودخالص به جمع کل داراییهای شرکت بدست می آید (هایمن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۲).
- ۲) ارزش شرکت: در این پژوهش؛ معیار سنجش ارزش شرکت، نسبت کیوتوین می باشد. نسبت کیوتوین از رابطه زیر به دست می آید:

$$\text{Tobin's } Q = \frac{\text{VOCSILOY} + \text{EMVOPSILOY} + \text{BVLTLILOY} + \text{BVCLILOY}}{\text{BVTALLOY}}$$

VOCSILOY : ارزش سهام عادی در پایان سال، EMVOPSILOY : برآورد ارزش بازار سهام ممتاز در پایان سال، BVCLILOY : ارزش دفتری بدهی های جاری در پایان سال، BVTALLOY : ارزش دفتری کل داراییها در پایان سال، BVLTLILOY : ارزش دفتری بدهی های بلند مدت در پایان سال، با توجه به اینکه در بورس اوراق بهادار تهران سهام ممتاز وجود ندارد، ارزش EMVOPSILOY برابر صفر در نظر گرفته می شود (واعظ و همکاران، ۱۳۹۵).

### ب) متغیر مستقل: تغییر مدیرعامل

مدیر عامل شرکتهای اغلب به علت عملکرد ضعیفی که در اداره شرکت داشته اند برکنار می شوند و این امر در شرکتهای بورسی تهران نیز صادق می باشد. تغییر مدیرعامل یک متغیر مجازی است که شرکتهای طی دوره مورد بررسی در صورت تغییر مدیر عامل، عدد یک را اختیار می کند و در غیر این صورت این مقدار برابر با صفر خواهد شد.

### ج) متغیرهای کنترل:

- ۱) **اهرم مالی:** در این پژوهش، برای اندازه گیری اهرم مالی شرکت از تقسیم ارزش دفتری بدهیهای بلندمدت بر کل داراییها استفاده می شود (رسایان و حسینی، ۱۳۸۷).
- ۲) **اندازه شرکت:** اندازه شرکت از طرق مختلفی مانند داراییها محاسبه می شود که در این پژوهش از طریق داراییها محاسبه شده است. یعنی لگاریتم نپری کل داراییها به عنوان معیار سنجش اندازه شرکت می باشد (مجتهدزاده و سعادت آبادی، ۱۳۹۰).
- ۳) **سطح نگهداشت وجه نقد:** طبق پژوهش کری و همکاران (۲۰۱۳)، سطح نگهداشت وجه نقد از طریق فرمول زیر قابل محاسبه خواهد بود:

$$\text{DiffCas}_{i,t} = \frac{\text{سپرده های دیداری نزد بانک} + \text{موجودی کالا}}{\text{ارزش دفتری جمع کل دارایی ها}}$$

<sup>1</sup> . Haveman



- ۴) **نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری داراییها:** نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری نشاندهنده میزان رشد شرکت می باشد که از تقسیم ارزش بازار داراییها به ارزش دفتری داراییها محاسبه می شود.
- ۵) **تأمین مالی کوتاه مدت شرکت:** تأمین مالی کوتاه مدت به میزان وامهای کوتاه مدت و کمتر از ۵ سال شرکت اشاره دارد که دقیقاً از صوتهای مالی شرکت استخراج می شود.
- ۶) **تأمین مالی بلندمدت شرکت:** تأمین مالی بلند مدت به میزان وامهای بلند مدت و بیش از ۵ سال شرکت اشاره دارد که دقیقاً از صوتهای مالی شرکت استخراج می شود.

#### ۴. جامعه و نمونه آماری

- جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تعداد ۶۱۲ شرکت می باشند.
- در پژوهش حاضر از روش نمونه برداری حذف سیستماتیک (غربالگری) استفاده گردیده است که از جامعه آماری مورد نظر، شرکت های نمونه با توجه به شرایط و محدودیت های زیر انتخاب گردیده است:
۱. برای انتخاب نمونه همگن، شرکت ها باید قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس تهران پذیرفته شده باشند و از ابتدای سال ۱۳۹۴ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گرفته باشد که تعداد ۱۷۷ شرکت از نمونه آماری حذف شدند.
  ۲. به منظور انتخاب شرکت های فعال، معاملات این شرکت ها در طول سالهای ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ در بورس بیش از چهار ماه دچار وقفه نشده باشد که تعداد ۱۳۲ شرکت از نمونه آماری حذف شدند.
  ۳. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به اسفند باشد که تعداد ۸۷ شرکت از نمونه آماری حذف شدند.
  ۴. بین سالهای ۱۳۹۴ الی ۱۳۹۸ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند که تعداد ۷۷ شرکت از نمونه آماری حذف شدند.
  ۵. جزو صنایع سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، بانک و لیزینگ نباشد که تعداد ۲۷ شرکت از نمونه آماری حذف شدند.
- با اعمال شرایط فوق، تعداد ۱۵۹ شرکت به عنوان نمونه مورد مطالعه در این پژوهش، انتخاب شدند.



## ۵. تجزیه و تحلیل داده ها

### ۵-۱- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نگاره ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	چولگی	کشیدگی
عملکرد شرکت	۷۹۵	۰/۲۵۴۹	۰/۱۶۷۲	-۰/۰۱۰۹	۰/۵۱۵۹	۳/۱۲۳	۴/۸۹۰
ارزش شرکت	۷۹۵	۰/۲۶۳۷	۰/۲۴۱۱	۰/۱۲۵۳	۰/۷۹۳۲	۰/۶۶۶	۰/۵۵۳۱
تغییر مدیرعامل	۷۹۵	۰/۲۱۵۴	۰/۱۲۵۲	۰	۱	۲/۰۰۳	۱/۲۱۲
اندازه شرکت	۷۹۵	۱۲/۱۲۱۸	۲/۰۵۳۶	۹/۵۱۰۷	۱۷/۲۹۶۵	۴/۰۰۲	۳/۲۱۱
سطح نگهداشت وجه نقد	۷۹۵	۰/۲۹۵۶	۰/۰۴۱۹	۰/۲۲۵	۰/۴۷۶	۲/۵۹۳	۱/۱۷۷
اهرم مالی	۷۹۵	۰/۵۹۲۴	۰/۲۳۰۴	-۳/۳۳۱۶	۳/۶۴۸۲	۲/۳۳۷	۲/۱۷۲
تأمین مالی کوتاه مدت	۷۹۵	۰/۳۰۰۹	۰/۱۸۶۹	۰/۰۸۶۸	۰/۶۶۱۴	۴/۳۷۶	۳/۲۱۹
تأمین مالی بلند مدت	۷۹۵	۰/۴۹۸۵	۰/۱۹۹۳	۰/۱۶۵۸	۰/۷۲۳۱	۲/۱۶۵	۴/۵۴۷
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۷۹۵	۵/۶۹۸۷	۱/۳۰۹۲	۲/۳۲۷۶	۹/۲۴۶۵	۵/۴۳۹۸	۷/۳۲۷۶

با توجه به نگاره ۱ میانگین عملکرد و ارزش شرکت‌های نمونه به ترتیب برابر با ۰/۲۵۴۹ و ۰/۲۶۳۷ بوده است. کمترین و بیشترین مقدار عملکرد شرکت (نرخ بازده داراییها) به ترتیب برابر با -۰/۰۱۰۹ و ۰/۵۱۵۹ می‌باشد. کمترین و بیشترین مقدار ارزش شرکت (نسبت کیوتوین) نیز به ترتیب برابر با ۰/۱۲۵۳ و ۰/۷۹۳۲ است. با توجه به نگاره آماره توصیفی متغیرهای تحقیق؛ بالاترین میانگین مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین میانگین مربوط به متغیر تغییر مدیرعامل می‌باشد. بالاترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین انحراف معیار مربوط به متغیر سطح نگهداشت وجه نقد می‌باشد.





## ۲-۵) آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق

نگاره ۲: نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
عملکرد شرکت	۷۹۵	۴/۶۱۶	۰/۰۰۰
ارزش شرکت	۷۹۵	۳/۴۳۲	۰/۰۰۰

با توجه به این که برای متغیرهای عملکرد و ارزش شرکت، سطح اهمیت آماره K-S کمتر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه  $H_0$  مبنی بر نرمال بودن توزیع این متغیرها در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که متغیرهای عملکرد و ارزش شرکت از توزیع نرمال برخوردار نمی باشند.

نرمال بودن متغیر وابسته، شرط لازم برای مدل های رگرسیون است، بنابراین لازم است قبل از آزمون فرضیه ها این متغیر نرمال سازی شود. در این پژوهش برای نرمال سازی داده ها از تابع الکارتیم استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون K-S بعد از فرآیند نرمال سازی داده ها به شرح نگاره می باشد.

نگاره ۳: نتایج آزمون نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق بعد از فرآیند نرمال سازی

متغیر	تعداد (N)	آماره (K-S)	سطح اهمیت (Sig)
عملکرد شرکت	۷۹۵	۱/۶۷۰	۰/۱۰۱
ارزش شرکت	۷۹۵	۱/۷۱۸	۰/۰۸۴

با توجه به نگاره ۳ از آن جایی که بعد از نرمال سازی داده ها سطح اهمیت (Sig.) آماره کولموگروف-اسمیرنف برای متغیرهای وابسته بالاتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۱۰۱ و ۰/۰۸۴)، بنابراین فرضیه  $H_0$  در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید شده و بیان گر این است که متغیرهای عملکرد و ارزش شرکت بعد از فرآیند نرمال سازی، دارای توزیع نرمال می باشند.

## ۳-۵) آزمون های پیش فرض رگرسیون چندگانه

الف) بررسی هم خطی میان متغیرهای تحقیق

جدول ۴: آزمون هم خطی

متغیرها	مقدار ویژه	شاخص وضعیت
تغییر مدیرعامل	۲.۱۲۱	۳.۸۳۲
اندازه شرکت	۲.۱۰۹	۴.۲۱۷
سطح نگهداشت وجه نقد	۲.۲۱۴	۴.۲۱۷

۵.۷۷۳	۲.۶۵۸	اهرم مالی
۵.۹۸۸	۲.۷۸۹	تأمین مالی کوتاه مدت
۶.۳۷۶	۲.۹۲۸	تأمین مالی بلند مدت
۶.۹۸۳	۲۱۸.۲	ارزش بازار به ارزش دفتری

بر اساس قواعد اماری آزمون همخطی؛ مقادیر ویژه نزدیک به صفر و شاخص وضعیت بیشتر از ۱۵ همبستگی داخلی پیش بینی ها زیاد است و تغییرات کوچک در مقادیر داده ها، منجر به تغییرات بزرگ در برآورد ضریب معادله رگرسیون منجر می شود. مقادیر ویژه نشان دهنده ی احتمال همبستگی داخلی بین متغیرها می باشد. شاخص وضعیت بیشتر از ۱۵ نشان دهنده احتمال هم خطی بین متغیرهای مستقل است و مقادیر بیش از ۳۰ بیانگر مشکل جدی در استفاده از رگرسیون در وضعیت موجود می باشد (حساس یگانه و دیگران، ۱۳۸۸).

با توجه به جدول از آن جایی که مقدار ویژه برای متغیرهای تحقیق نزدیک به صفر نمی باشد (بالتر از ۲) و شاخص وضعیت برای همه متغیرها کمتر از ۱۵ می باشد؛ بنابراین مشکل همخطی بین متغیرهای تحقیق وجود ندارد.

### ب) آزمون چاو و هاسمن

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا  $F$  مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می شود. نتایج حاصل از این آزمون ها در نگاره های زیر ارائه شده است.

نگاره ۵: نتایج آزمون چاو و هاسمن مدل اول

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۷۹۵	$F$	۴/۱۷۷	۶	۰/۰۰۰
هاسمن	۷۹۵	$\chi^2$	۴/۴۰۲	۶	۰/۰۰۰

نگاره ۶: نتایج آزمون چاو و هاسمن مدل دوم

آزمون	تعداد	آماره	مقدار آماره	درجه آزادی	P-Value
چاو	۷۹۵	$F$	۳/۰۹۳۲	۶	۰/۰۰۰



۰/۰۰۰	۶	۳/۰۷۰۵	$\chi^2$	۷۹۵	هاسمن
-------	---	--------	----------	-----	-------

با توجه به نتایج آزمون چاو؛ چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد؛ فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان گر این است که می توان از روش داده های پانل استفاده نمود.

هم چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن؛ چون سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد؛ فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و فرضیه  $H_1$  پذیرفته می شود. لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

### ج) آزمون نرمال بودن باقیمانده های مدل رگرسیون، همسانی واریانس و عدم خودهمبستگی بین جملات باقیمانده

یکی از این آزمون ها، آزمون جارکیو- برا می باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارکیو- برا حاکی از این است که باقیمانده های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد.

یکی دیگر از مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک همسانی واریانس باقیمانده ها می باشد. در صورتی که واریانس ها ناهمسان باشند برآورد کننده خطی نااریب بوده و کم ترین واریانس را نخواهد داشت. در این مطالعه برای بررسی همسانی واریانس ها از آزمون برش پاگان استفاده شده است. با توجه به سطح اهمیت این آزمون که کوچک تر از ۰/۰۵ می باشد، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و می توان گفت مدل دارای مشکل ناهمسانی واریانس می باشد. در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

هم چنین در این مطالعه برای آزمون همبسته نبودن باقیمانده ها که یکی از مفروضات تجزیه و تحلیل و تحلیل رگرسیون می باشد و خود همبستگی نامیده می شود از آزمون دورین واتسون (D-W) استفاده شده است. با توجه به نتایج اولیه برآورد مدل مقدار آماره دورین واتسون از آنجایی که مابین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد می توان نتیجه گرفت باقیمانده ها مستقل از هم می باشند.

علاوه بر این، برای آزمون این که مدل دارای رابطه خطی است و این که آیا مدل مورد نظر تحقیق از نظر رابطه خطی بودن و یا غیر خطی بودن درست تبیین شده است یا خیر از آزمون رمزی استفاده گردیده است. با توجه به این که سطح اهمیت آزمون رمزی بزرگ تر از ۰/۰۵ می باشد، بنابراین فرضیه صفر این آزمون مبنی بر خطی بودن مدل تأیید شده و مدل دارای خطای تصریح نمی باشد. خلاصه نتایج آزمون های فوق در نگاره های زیر ارائه شده است.



نگاره ۷: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل اول

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
<i>P-Value</i>	<i>F</i>	D		<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	$\chi^2$
۰/۶۲۳۸	۳/۴۷۲۲	۲/۴۲۱		۰/۰۰۰	۳/۰۸۴۵	۰/۳۴۱۲	۱/۳۴۳۵

نگاره ۸: نتایج آزمون‌های مربوط به مفروضات آماری مدل دوم

آماره Ramsey		آماره Durbin-Watson		آماره Breusch-Pagan		آماره Jarque-Bera	
<i>P-Value</i>	<i>F</i>	D		<i>P-Value</i>	<i>F</i>	<i>P-Value</i>	$\chi^2$
۰/۴۴۲۱	۴/۱۷۶۵	۱/۹۱۸		۰/۰۳۰۲	۲/۴۹۳۱	۰/۱۵۳۴	۱/۶۹۳۲

با توجه به نتایج حاصل از آزمون‌های چاو و هاسمن و نتایج آزمون مفروضات آماری رگرسیون کلاسیک، مدل تحقیق با استفاده از روش داده‌های پانل و به صورت اثرات ثابت برآورد می‌شود.

۵-۴-۴- آزمون فرضیه های تحقیق

۵-۴-۱- آزمون فرضیه اول تحقیق

جدول ۹: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی‌دار
متغیر وابسته	ROA	عملکرد شرکت	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	-۱/۷۴۴	-۲/۶۴۸	۰/۰۲۵
متغیر مستقل	CEO turnover	تغییر مدیرعامل	-۰/۴۴۰*	-۴/۷۸۸	۰/۰۰۰
متغیرهای کنترل	size	اندازه شرکت	۰/۶۲۷*	۳/۹۹۵	۰/۰۰۰
	lev	اهرم مالی	-۰/۷۲۲*	-۴/۹۰۴	۰/۰۰۰
	cash	سطح نگهداشت وجه نقد	۰/۵۸۷*	۳/۸۵۴	۰/۰۰۰
	LTD	تأمین مالی کوتاه مدت	۰/۳۸۵	۱/۷۹۸	۰/۰۶۵
	STD	تأمین مالی بلند مدت	۰/۳۰۹	۱/۴۷۷	۰/۱۷۷
	MBE	ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۲۶*	۴/۸۴۳	۰/۰۰۰

-	-	۲/۴۲۱	دوربین واتسون	
۰/۰۰۰	-	۸/۷۴۲	F آماره	
-	-	۰/۶۳۲	ضریب تعیین	R Square
-	-	۰/۶۳۰	ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square

\*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همانگونه که این نگاره نشان می دهد، از آنجایی که سطح معناداری تغییر مدیرعامل، اندازه شرکت، اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کمتر از ۰/۰۵ می باشد؛ بنابراین این متغیرها بر عملکرد شرکت تأثیر معناداری دارند. با توجه به ضریب متغیرها؛ تأثیر اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر عملکرد شرکت، مستقیم و معنادار است. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای تأمین مالی بلند مدت و کوتاه مدت بالاتر از ۵ درصد می باشد؛ این دو متغیر بر عملکرد شرکت تأثیری ندارند.

منفی بودن ضریب متغیر تغییر مدیرعامل (۰/۴۴۰-) حاکی از تأثیر معکوس تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتها می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی تغییر مدیرعامل، عملکرد شرکت به میزان ۰/۴۴۰ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه اول پژوهش می توان نتیجه گرفت که تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتها تأثیر معکوس و معناداری دارد.

با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰)؛ بنابراین الگوی رگرسیون برازش (محاسبه) شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۶۳/۲ درصد از تغییرات عملکرد شرکت را توضیح می دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد (۲/۴۲۱)، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

#### ۵-۴-۲- آزمون فرضیه دوم تحقیق

##### جدول ۱۰: نتایج حاصل از رگرسیون چندمتغیره

نوع متغیر	نماد	نام متغیر	ضریب	آماره t	سطح معنی دار
متغیر وابسته	Q	ارزش شرکت	-	-	-
مقدار ثابت	$\alpha$	آلفا	-۲/۱۰۹	-۴/۲۵۴	۰/۰۰۰
متغیر مستقل	CEO turnover	تغییر مدیرعامل	-۰/۶۲۷*	-۳/۵۰۶	۰/۰۰۰
	size	اندازه شرکت	۰/۳۱۵*	۴/۱۰۳	۰/۰۰۰

۰/۰۰۰	-۳/۶۶۷	-۰/۴۱۸*	اهرم مالی	lev	متغیرهای کنترل
۰/۰۳۱	۲/۲۵۴	۰/۴۹۹*	سطح نگهداشت وجه نقد	cash	
۰/۰۸۸	۱/۷۳۶	۰/۲۹۶	تأمین مالی کوتاه مدت	LTD	
۰/۱۵۴	۱/۵۱۹	۰/۱۸۵	تأمین مالی بلند مدت	STD	
۰/۰۰۱	۲/۹۳۱	۰/۲۷۷*	ارزش بازار به ارزش دفتری	MBE	
-	-	۱/۹۱۸	دوربین واتسون		D.W
۰/۰۰۰	-	۸/۷۴۲	آماره F		
-	-	۰/۵۸۸	ضریب تعیین		R Square
-	-	۰/۵۸۷	ضریب تعیین تعدیل شده		Adjusted R Square

\*: سطح معنی داری برابر با ۰/۰۵ می باشد.

همانگونه که این نگاره نشان می دهد، از آنجایی که سطح معناداری تغییر مدیرعامل، اندازه شرکت، اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کمتر از ۰/۰۵ می باشد؛ بنابراین این متغیرها بر ارزش شرکت تأثیر معناداری دارند. با توجه به ضریب متغیرها؛ تأثیر اندازه شرکت، سطح نگهداشت وجه نقد و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بر ارزش شرکت، مستقیم و معنادار است. با توجه به اینکه سطح معناداری متغیرهای تأمین مالی بلند مدت و کوتاه مدت بالاتر از ۵ درصد می باشد؛ این دو متغیر بر ارزش شرکت تأثیری ندارند. منفی بودن ضریب متغیر تغییر مدیرعامل (-۰/۶۲۷) حاکی از تأثیر معکوس تغییر مدیرعامل بر ارزش شرکتها می باشد؛ به طوری که با افزایش ۱ واحدی تغییر مدیرعامل، عملکرد شرکت به میزان ۰/۶۲۷ واحد کاهش می یابد. بنابراین با توجه به تجزیه و تحلیل های صورت گرفته در ارتباط با تایید فرضیه دوم پژوهش می توان نتیجه گرفت که تغییر مدیرعامل بر ارزش شرکتها تأثیر معکوس و معنادار دارد. با توجه به اینکه سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ می باشد (۰/۰۰۰)؛ بنابراین الگوی رگرسیون برازش (محاسبه) شده معنادار است و با توجه به ضریب تعیین، این متغیرها ۶۳/۲ درصد از تغییرات عملکرد شرکت را توضیح می دهند. آماره دوربین واتسون نیز چون بین ۱/۵ تا ۲/۵ می باشد (۱/۹۱۸)، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

## ۶. بحث و نتیجه گیری

بر اساس نتایج فرضیه اول تحقیق؛ تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معکوس و معنادار دارد و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که شرکتها طی دوره زمانی تحقیق؛ اقدام به تغییر مدیرعامل کرده اند؛ با کاهش نرخ بازده داراییها روبه رو شده و عملکرد شرکت کاهش یافته است.



نتایج این تحقیق با تحقیقات کنین و هی<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) و ژائو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۹) مطابقت دارد زیرا در این تحقیقات ارتباط معکوسی بین تغییر مدیرعامل و عملکرد شرکت یافت شد.

نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات لندریانسری و هارتنو<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) و هیلیر و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، پافر و وینت رپ<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) متناقض می باشد زیرا نتایج این تحقیق نشان داده که تغییر مدیرعامل تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد.

براساس نتایج فرضیه دوم تحقیق؛ تغییر مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معکوس و معناداری دارد و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که شرکت‌هایی که طی دوره زمانی تحقیق؛ اقدام به تغییر مدیرعامل کرده اند؛ با کاهش ارزش روبه رو شده اند.

سرمایه گذاران و فعالان بازار سرمایه با تغییر مدیرعامل نسبت به فعالیت های شرکت بدبین شده و این امر موجب کاهش اعتماد فعالان بازار سرمایه به فعالیت‌های شرکت می گردد زیرا عموماً علت تغییر مدیرعامل را ناشی از مشکل نمایندگی و کاهش عملکرد شرکت می دانند که این امر می تواند سقوط قیمت سهام و در نهایت کاهش ارزش شرکت را در بر داشته باشد.

نتایج این فرضیه با تحقیقات ایشاک و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۲) و ژانگ<sup>۷</sup> (۲۰۱۵) مطابقت دارد؛ زیرا در این تحقیقات ارتباط معکوسی بین تغییر مدیرعامل و ارزش شرکت یافت شد.

نتایج این فرضیه با نتایج تحقیق فریدل و رزبو<sup>۸</sup> (۲۰۱۶) متناقض می باشد؛ زیرا نتایج این تحقیق نشان داده که تغییر مدیرعامل تأثیری بر ارزش شرکت ندارد.

## ۷. پیشنهادهای کاربردی تحقیق

براساس نتایج فرضیه اول تحقیق مبنی بر تأثیر معکوس تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکت‌ها، به سیاستگذاران بورس تهران توصیه می شود شرکتها را ملزم به افشای اطلاعات تغییر مدیران عامل و دلایل این تغییر کنند زیرا این امر می تواند موجب کاهش مشکل نمایندگی و مانع از سلب اعتماد سرمایه گذاران به شرکت می گردد. همچنین بر مبنای پژوهش حاضر پیشنهاد می شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری عوامل مالی و تغییر مدیران عامل شرکتها، فعالان بازار بورس، اعضا هیئت مدیره شرکتها، سهامداران، اعتباردهندگان و ... با مباحث تغییر و برکناری مدیران عامل بیش تر آشنا شده تا بتوانند آن را به شکل بهینه تری مدیریت نمایند.

1. Conyon & He

2. Zou and et al

3. Linderiansery and haretno

4. Hilier and et al

5. Poffer and Vint repe

6. Ishak & Et al

7. Zhang

8. Fridel and Resbo



براساس نتایج فرضیه دوم تحقیق مبنی بر تأثیر معکوس تغییر مدیرعامل بر ارزش شرکتها، به مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران توصیه می شود در صورت امکان کمتر اقدام به تغییر مدیرعامل کنند؛ زیرا این امر براساس تئوری علامت دهی این علامت را برای فعالان بازار سرمایه می فرستد که احتمالاً شرکت با مشکلات داخلی و نمایندگی مواجه شده و در شرایط وضعیت نامطلوبی می باشد. بنابراین به هیئت مدیره شرکتها توصیه می شود جهت کاهش احتمال تغییر مدیرعامل در شرکت، تفکیک پست مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره و همچنین انتخاب مدیرعامل توانا و آگاه با بازار سرمایه؛ را مد نظر قرار دهند.

### ۸. پیشنهاد جهت تحقیقات آتی

با توجه به نتایج تحقیق به دانشجویان پیشنهاد می شود موضوع این پژوهش را در زمینه های زیر انجام دهند:

۱. بررسی تأثیر تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتها به تفکیک صنعت در بورس تهران
۲. بررسی تأثیر تغییر مدیرعامل بر عملکرد شرکتها طی مراحل چرخه عمر در بورس تهران
۳. مطالعه تأثیر مالکیت نهادی بر روی روابط بین تغییر مدیرعامل و عملکرد شرکتها در بورس تهران
۴. بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر رابطه بین تغییر مدیرعامل و عملکرد شرکتها در بورس تهران

### فهرست منابع و مأخذ:

#### الف: منابع فارسی

۱. بابایی زکیلی، محمدعلی و ژایلا احمدوند، (۱۳۹۴)، "بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۶، صص ۶۰
۲. پیرویان، افسانه و منصور زراء نژاد، (۱۳۹۹)، "بررسی ارتباط ساختار بازار بر عملکرد صنعت بیمه در ایران"، تازه های جهان بیمه. سال شانزدهم، شماره ۱۷۶، صص ۱۸-۴.
۳. حساس یگانه، یحیی، نادر مظلومی و نسیم کردستانی، (۱۳۹۲)، "نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت های بیمه (خصوصی) در ایران"، پژوهشنامه بیمه. سال بیست و هشتم، شماره ۲، صص ۱-۲۴.
۴. رضائی، فاطمه (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد". پایان نامه ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا
۵. رهبری، مهسا (۱۳۹۹)، "مطالعه میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه ی کارشناسی ارشد، دانشکده ی حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی





۶. رئیسی، زهره (۱۳۹۷)، "رابطه‌ی بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت". پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی
۷. شهبکی تاش، محمد نبی، (۱۳۹۶)، "بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل دیتا"، مجله اقتصادی، شماره ۹ و ۱۰، صص ۲۴-۵.
۸. شیروانی حامد و سروش یار افسانه (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تمرکز مالکیت در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه راهبرد مدیریت مالی. دوره ۷، شماره ۱ - شماره پیاپی ۲۴ بهار ۱۳۹۸. صفحه ۱۶۵-۱۸۴.
۹. صالحی مهدی و بخشیان عسل و داوطلب طوسی فتانه (۱۳۹۶). پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. تأثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت در صنعت بیمه.
۱۰. قنبری، فرحناز (۱۳۹۶)، "بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد.
۱۱. مهرانی، ساسان، احد حسینی، حسن حیدری و احمدپویانفر، (۱۳۹۲)، "بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات مالی، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۱۴۸-۱۲۹.
۱۲. نیکو مرام، هاشم، فریدون رهنمای رودپشتی و عارفه مصحفی، (۱۳۹۱)، "ارزیابی کاربرد تئوری توازن پایدار در ساختار سرمایه شرکت"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۴(۱۵)، صص ۴۲-۲۱.
۱۳. واعظ، سید علی، سیروس کراهی مقدم و مهدی الهائی سحر، (۱۳۹۵)، "بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال هشتم، شماره ۷، صص ۱۳۵-۱۴۷.

### ب: منابع لاتین

- Adelstein, Jennifer, and Steward Clegg. 2018. Code of ethics: A stratified vehicle for compliance. *Journal of Business Ethics* 138: 53-66.
- Antonio Mi'nguez-Vera, Juan Francisco Marti'n-Ugedo, (2019), "Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for The Spanish Market Management". *International Review of Financial Analysis*, No. 16, PP. 81-98.
- Bistrowa, Julia, and Natalja Lace. 2017. Corporate governance best practice and stock performance: Case of CEE Companies., *Cybernetics and Informatics* 10: 63-69.
- Chang, Allan. 2018. Analysis on corporate governance compliance standards in New Zealand—A qualitative study on disclosures using content analysis and interviews. *Journal of Financial Regulation and Compliance* 26: 505-25.
- Chang, R., Firth, M. and Kim, J.B. (2018), Institutional monitoring and opportunistic earnings management, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8, pp. 29-48.



- Chen, Victor Zitian, Jing Li, and Daniel Shapiro. 2020. Are OECD-prescribed “good corporate governance practices” really good in an emerging economy? *Asia Pacific Journal of Management* 28: 115–38.
- Chong ,Dazhi, Shi ,Hui, Fu,Liuliu, Ji ,Hao , Yan ,Gongjun,(2020), The impact of XBRL on information asymmetry: evidence from loan contracting, *Journal of Management Analytics*, 4 (2):145–158.
- Cohen,L 2020. Corporate governance and firm operating performance. Working Paper, Georgia State University
- Crisostomos. U. Brando. O 2019.. Corporate governance codes: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review* 24: 222–41.
- Elgharbawy, Adel, and Magdy Abdel-Kader. 2016. Does compliance with corporate governance hinder corporate entrepreneurship? *Corporate Governance* 16: 765–84.
- Esqueda, k. conner,L 2020. Contracting about Private Benefits of Control. Columbia Law and Economics Research Paper No. 436.
- Fotaki, Maria, Spyros Lioukas, and Irini Voudouris. 2019. Ethics is destiny: Organizational values and compliance in corporate governance. *Journal of Business Ethics*.
- Huu Nguyen, Anh, Duong Thuy Doan, and Linh Ha Nguyen. 2020. Corporate governance and agency cost: Empirical evidence from Vietnam. *Journal of Risk and Financial Management* 13: 103.
- Justin, W., Sami, H. & Zhou, H. (2020). Corporate Governance and Operating Performance of Chinese Listed Firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Volume 20, Issue 2, , Pages 106–114
- Kasperit, Thomas, Kerstin Lopatta, and Dennis Onnen. 2017. Shareholder value implications of compliance with the German corporate governance code. *Managerial and Decision Economics* 38: 166–77
- Khan, Haroon ur Rashid, Waqas Bin Khidmat, Osama Al Hares, Naeem Muhammad, and Kashif Saleem. 2020. Corporate governance quality, ownership structure, agency costs and firm performance. Evidence from an emerging economy. *Journal of Risk and Financial Management* 13: 154.
- Song , K. Sarhan, Ahmed, and Collins Ntim. 2018 2020. Firm- and country-level antecedents of corporate governance compliance and disclosure in MENA countries. *Managerial Auditing Journal* 33: 558–85.
- Wijaya , P.Gaur, Sanjaya, Hanoku Bathula, and Deeksha Singh. 2020. Ownership concentration, board characteristics and firm performance: A contingency framework. *Management Decision* 53: 911–31.
- Zehing. P. 2017. Textual construction of comparative space: How analyst corporate governance reports redefine and create “best practice”. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 31: 1794–827.