



## تأثیرات حضور زنان در هیئت مدیره بر ارزش شرکت و عملکرد مالی

سحر سپاسی<sup>۱</sup>

لیلا عبدلی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۴/۱۱/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۰۹/۲۱

### چکیده

این مقاله در پی پاسخ به این سؤال است که آیا زنان در هیئت مدیره منافع اقتصادی برای شرکت به ارمغان می‌آورند. به منظور روشن شدن این مسئله، این پژوهش به بررسی اثرات مستقیم و غیرمستقیم زنان در هیئت مدیره بر ارزش شرکت پرداخته است. با استفاده از یک مدل رگرسیونی چند متغیره اثر زنان در هیئت مدیره بر ارزش شرکت و عملکرد مالی شرکت برآورد شده است. شواهدی مستقیمی به دست نیامد که وجود یک نماینده زن در هیئت مدیره به طور مستقیم بر ارزش شرکت اثر بگذارد. با این حال، اثرات غیرمستقیم یافته شده است، بدین ترتیب که زنان در هیئت مدیره به طور مثبت بر عملکرد مالی (که به وسیله بازده دارایی‌ها و فروش اندازه‌گیری شده) اثر می‌گذارند که به طور کلی بیانگر این است که زنان در هیئت مدیره بر عملکرد مالی (که به نوبه خود مرتبط با ارزش شرکت است) اثر می‌گذارند و از این طریق ارزش شرکت را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** هیئت مدیره، عملکرد مالی، ارزش شرکت، تنوع جنسیتی.

۱- استادیار حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات. [sepasi@modares.ac.ir](mailto:sepasi@modares.ac.ir)

۲- کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس.

## ۱- مقدمه

بسیاری از مطالعات در زمینه هیئت مدیره دارای تنوع جنسیتی (هر دو جنس زن و مرد) بر اساس این ایده می‌باشد که نمایندگی زنان، ارزش شرکت را بهبود می‌بخشد با این حال، مطالعات آکادمیک نتیجه‌گیری متضاد با توجه به رابطه بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت فراهم نموده است. برخی مطالعات یافته‌اند که شرکت با تنوع جنسیتی هیئت مدیره عملکرد بهتری خواهند داشت چرا زنان دارای ویژگی منحصر به فردی از منابع و سرمایه انسانی برای کسب‌وکار به ارمغان آورده‌اند (کمپبل و مینگیوزورا<sup>۱</sup> ۲۰۰۸) در حالی که مطالعات دیگر تأثیر مخالف پیدا کردند (برن و استروم<sup>۲</sup> ۲۰۱۰؛ آدامز و فریرا<sup>۳</sup> ۲۰۰۹) و بعضی دیگر هیچ رابطه‌ای نیافتند (کارتر و همکاران<sup>۴</sup> ۲۰۱۰). این مطالعه به منظور بحث در مورد اینکه آیا انتصاب زنان در هیئت مدیره اثرات مثبتی در ارزیابی شرکت دارد یا خیر، صورت گرفته است. متفاوت از مطالعات دیگر، نه تنها اثر مستقیم بلکه اثر غیرمستقیم زنان در هیئت مدیره بر ارزش شرکت را مورد پژوهش قرار داده است. حضور زنان در هیئت مدیره از دو منظر اجتماعی و اقتصادی قابل بحث است، از نظر اجتماعی زنان حق فرصت برابر همانند مردان در پست‌های مدیریتی دارند (ون در والت و اینگلی<sup>۵</sup> ۲۰۰۳)؛ و از نظر اقتصادی سازمان به دور از جنسیت افراد باید به دنبال گزینش افراد اصلح برای پست‌های مدیریتی خود باشد. تبعیض جنسیتی باعث خواهد شد که سازمان از منابع انسانی به نحو احسن استفاده ننماید (سینگ و همکاران<sup>۶</sup> ۲۰۰۱). مطالعات نشان می‌دهد که زنان از مهارت‌های ارزشمندی برخوردار هستند که منجر به بهبود عملکرد شرکت می‌شود که آن نیز بر ارزش شرکت اثر مثبت خواهد داشت (هیز و همکاران<sup>۷</sup> ۲۰۰۹؛ کمپبل و مینگیوز- ورا<sup>۸</sup> ۲۰۰۸).

## ۲- مبانی نظری پژوهش

تئوری‌های در رابطه با ارتباط میان زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت، به بررسی متداول‌ترین نظریه‌های مورد استفاده برای حمایت از این دیدگاه که تنوع جنسیتی در هیئت مدیره دارای مزایای اقتصادی برای کسب‌وکار می‌باشد، پرداخته است.

## ۲-۱- تئوری نمایندگی

پیدایش نظریه نمایندگی، جدایی مدیریت و مالکیت است (برل و مینز<sup>۸</sup> ۱۹۳۲). در این نظریه سهامداران و مدیران قرارداد مشخص را امضا می‌کنند که چگونه مدیران باید منابع مالی سهامداران را استفاده نمایند و چگونه بازده بین آن‌ها تقسیم شود (جنسن و مک اینز<sup>۹</sup> ۱۹۷۶). نظارت مؤثر هیئت مدیره می‌تواند تخصیص نامناسب منابع مالی را کاهش دهد در نتیجه ارزش سهام را بهبود بخشد. تأثیر مثبت نظارت هیئت مدیره بر ارزش شرکت در مطالعات بسیاری مورد بررسی قرار گرفته است (به عنوان مثال، گیلان<sup>۱۰</sup> ۲۰۰۶). اگر حضور زنان نظارت هیئت مدیره را بهبود بخشد، در نتیجه نمایندگی زنان در هیئت مدیره منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. هیلمن و دالیزل<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۳)، استدلال می‌کنند که هیئت مدیره

به انواع مهارت‌ها، اطلاعات و نظارت اجرای مؤثر نیاز دارد. پژوهش‌ها نشان می‌دهند که زنان در نظارت هیئت مدیره اثری مثبت دارند، آدامز و فریرا (۲۰۰۹)، نشان می‌دهند که هیئت مدیره با مدیران زن تلاش بیشتری برای نظارت بر عملکرد اختصاص می‌دهند. کارتر و همکاران (۲۰۰۳)، نشان می‌دهند که تنوع جنسیتی استقلال هیئت مدیره که منجر به بهبود نظارت است را افزایش می‌دهد.

## ۲-۲- تئوری وابستگی به منابع

با توجه به نظریه نمایندگی، نقش اساسی هیئت مدیره نظارت است. نظریه وابستگی به منابع نشان می‌دهد که هیئت مدیره عملکرد مهمی در تسهیل دسترسی به منابع که برای موفقیت شرکت حیاتی است، دارد (ففر و سالانچیک<sup>۱۲</sup> ۱۹۷۸). عملکردهای اولیه هیئت مدیره عبارت‌اند از: (الف) ارائه مشاوره و مشورت، (ب) ایجاد مشروعیت برای شرکت در محیط خارجی، (ج) ایجاد کانال‌های ارتباطی بین شرکت و نهادهای خارجی و (د) دسترسی به تعهدات یا حمایت از عناصر مهم خارج از شرکت است. برای به حداکثر رساندن عملکرد، هیلمن و همکاران (۲۰۰۰) نشان می‌دهند که هیئت مدیره باید تنوع مدیران؛ که عبارت‌اند از: سهامداران داخلی، کارشناسان کسب‌وکار و متخصصان پشتیبانی را داشته باشند، آن‌ها استدلال می‌کنند که هیئت مدیره متنوع منابع بیشتر برای شرکت می‌آورند که در نتیجه منجر به عملکرد و ارزش بهتر شرکت می‌شود. شرکت با اعضای هیئت مدیره متنوع‌تر دسترسی بیشتر به منابع دارد که به کاهش وابستگی خارجی، کاهش عدم اطمینان و بهبود اعتبار کمک می‌کند و منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شوند (هیلمن و دالیزل ۲۰۰۳) و همچنین آن‌ها دریافته‌اند که مدیران زن در شرکت‌های آمریکای مهارت‌های گوناگون و تجربه به هیئت مدیره می‌آورند، آنان نتیجه گرفتند که مدیران زن آفریقایی-آمریکایی نسبت به مردان سفید پوست سابقه کسب‌وکار کمتر اما رتبه‌های پیشرفت بیشتر و پیوستن به چندین هیئت مدیره را دارند. بعلاوه داشتن مدیران زن مشروعیت خارجی شرکت را افزایش می‌دهد زیرا بدین معنی است که شرکت برابری جنسیتی و اهمیت زنان در کار و بازار محصول که در ارزش شرکت منعکس می‌شود را در نظر گرفته است. بیلیمُر<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۰) استدلال می‌کند که داشتن یک هیئت مدیره با جنسیت متنوع نشانه‌های از موفقیت مدیران زنش بر ارزش شرکت است.

## ۲-۳- تئوری سرمایه انسانی

سرمایه انسانی مجموعه‌ای از ویژگی‌ها، تجارت، دانش، خلاقیت، نوآوری و انرژی معرفی می‌نمایند که افراد جهت سرمایه‌گذاری در کار خود انتخاب می‌کنند (لسلی و ودرلی<sup>۱۴</sup> ۲۰۰۳). سرمایه انسانی عبارت است از سرمایه‌گذاری بر روی منابع انسانی جهت افزایش بازدهی آن‌ها که این هزینه با هدف بهره‌برداری در آینده انجام خواهد شد. از این رو است که: سازمان یادگیرنده سرمایه‌گذاری بر روی افراد را انتخاب می‌کنند به این خاطر که افراد در واقع سرمایه‌های انسانی با ارزشی می‌باشند که دارای کیفیت‌های متفاوتی هستند (بورود و تومولو<sup>۱۵</sup> ۲۰۰۴). به طور کلی می‌توان گفت که سرمایه سازمانی مجموعه‌ای منسجم از ویژگی‌های کیفی

تحصیلی، مهارتی و فرهنگی افراد سازمانی است که سبب ایجاد ارزش افزوده برای سازمان گردد. از آنجا که توانایی و مهارت افراد به عملکرد بهتر و بهره‌وری سازمان کمک می‌کند آیا انتخاب مدیران زن به‌عنوان یک سرمایه انسانی منجر به افزایش عملکرد شرکت می‌شوند. مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که زنان کمتر از مردان به دلیل آموزش و تجربه کاری کم به عنوان اعضای هیئت مدیره انتخاب می‌شوند (برک<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۰). پترسون و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۷)، شرکت‌های ایالات‌متحده بررسی نمودند و یافتند که مدیران زن و مرد هر دو به یک اندازه واجد شرایط برای مدیریت هستند. محققان همچنین نشان می‌دهند که مدیران زن و مرد به عنوان مدیران کارشناسان کسب‌وکار و یا متخصص، برابر در طبقه‌بندی هیئت مدیره هستند (هیلمن و همکاران<sup>۱۸</sup>، ۲۰۰۰). پترسون و همکاران (۲۰۰۷)، یافتند که مدیران آفریقایی-آمریکایی نقش‌های مختلف در هیئت مدیره نسبت به مدیران قفقازی دارند و این یک پیامد سرمایه انسانی منحصر به فرد است. به طور کلی، شواهد نشان می‌دهد که زنان و مردان به یک اندازه برای عملکرد هیئت مدیره واجد شرایط هستند و زنان یک منبع با ارزش سرمایه در هیئت مدیره هستند. نظریه سرمایه انسانی پیش‌بینی کرد که عملکرد توسط تنوع جنسیت هیئت مدیره به عنوان یک نتیجه از تنوع و سرمایه انسانی منحصر به فرد که هر فردی دارد، تأثیر خواهد داشت و آن بهبود در عملکرد هیئت مدیره است که به احتمال زیاد تأثیر مثبت بر ارزش شرکت می‌گذارد.

#### ۲-۴- تئوری روانشناسی اجتماعی

در روانشناسی اجتماعی، وضعیت و تأثیر گروه‌های اقلیت (مانند زنان) در زمینه اجتماعی بررسی شده است. به معنی تنوع در هیئت مدیره که ممکن است اثرات مثبت و یا منفی بر سازمان داشته باشد (وستفال و میلتنون<sup>۱۹</sup>، ۲۰۰۰). برخی شواهد نشان می‌دهد که اعضای هیئت مدیره اقلیت، مانند مدیران زن، ایجاد انگیزه و دارای تفکر واگرایی تشویق کننده در دیگر اعضای هیئت مدیره به منظور طیف وسیع‌تری از راه‌حل‌های بالقوه ایجاد می‌نمایند (موسکویچی و فایوچکس<sup>۲۰</sup>، ۱۹۷۲؛ نمت<sup>۲۱</sup>، ۱۹۸۶)؛ اما دیدگاه روانشناسی اجتماعی نیز پیش‌بینی کرد که اعضای گروه اکثریت می‌تواند نفوذ بیش از حد در تصمیم‌گیری اعمال کنند و اغلب مقاومت در برابر نفوذ اعضای اقلیت می‌کنند (تانفورد و پنرود<sup>۲۲</sup>، ۱۹۸۴). تسویی و همکاران<sup>۲۳</sup> (۱۹۹۲) یافتند که جنسیت و نژاد متنوع در میزان تعهد کاریشان تأثیرگذار می‌باشد. ویلیامز و اوریلی<sup>۲۴</sup> (۱۹۹۸) نشان می‌دهد که اعضای گروه‌های ناهمگن همکاری کمتر و درگیری‌های احساسی بیشتر را تجربه می‌کنند. این استدلال‌ها نشان می‌دهد که حضور اقلیت مدیران زن برای تصمیم‌گیری در هیئت مدیره زمان بیشتری مصرف می‌کنند و اثر منفی در ارزش شرکت دارد. به طور کلی، نظریه روانشناسی اجتماعی نشان می‌دهد که زنان در هیئت مدیره ممکن است ارزش شرکت را تحت تأثیر مثبت یا منفی قرار دهند. به عنوان مثال، وستفال و میلتنون (۲۰۰۰) نتیجه گرفتند که مدیران اقلیت تأثیر بیشتری در تصمیم‌گیری هیئت مدیره از مدیران اکثریت تنها در صورتی که تجربه اقلیت در هیئت مدیره دیگر و یا اگر آن‌ها ارتباط اجتماعی قوی با مدیران اکثریت داشته باشند را دارند.

### ۳- پیشینه پژوهش

بخش عمده‌ای از پژوهش‌ها به بررسی نتایج اقتصادی در شرکت‌هایی که مدیران زن در هیئت مدیره‌شان دارند، پرداخته‌اند. استدلال اصلی ارائه ارتباط مثبت بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت این است که زنان بهره‌وری هیئت مدیره بهبود را می‌بخشند و منابع متمایز به شرکت عواملی که موجب افزایش ارزش شرکت است را به وجود می‌آورند. هیئت مدیره دو عملکرد مهم، نظارت و ارائه دسترسی به منابع را دارند (هیلمن و دالزیل ۲۰۰۳). اگر حضور زنان در هیئت مدیره افزایش یابد تحقق این عملکردها است و پس ممکن است که انتصاب زنان در هیئت مدیره ارزش شرکت را افزایش دهد. بهبود در نظارت هیئت مدیره انتظار می‌رود به دلیل: (الف) زنان سرمایه انسانی منحصر به فرد هستند که تنوع مهارت‌ها و تجارب را در هیئت مدیره به ارمغان می‌آورند (ترجیسن و همکاران ۲۰۰۹؛ هیلمن و دالزیل ۲۰۰۳؛ بلیمریا ۲۰۰۰)؛ (ب) زنان تصمیم‌گیری و سبک رهبری را بهبود می‌بخشند (راسنر ۱۹۹۰)، (ج) زنان استقلال هیئت مدیره را افزایش می‌دهند (کارتر و همکاران ۲۰۰۳) و (د) زنان رفتار هیئت مدیره را بهتر ترویج می‌دهند (کلارک ۲۰۰۵). مطابق با این دیدگاه که زنان اثربخشی نظارت بر هیئت مدیره را افزایش می‌دهند، آدامز و فریرا (۲۰۰۹) نشان دادند که هیئت مدیره با حضور مدیران زن بهتر خدمت می‌کنند و هیز و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که زنان در هیئت مدیره یک تأثیر مثبت بر کنترل وظایف دارند. زنان خلاق-متفکر و ایده‌های جدید را ارائه می‌دهند (هیز و همکاران ۲۰۰۹؛ هیز و سلبرگ ۲۰۰۶)؛ زنان توجه بیشتری به مسائل کیفی از قبیل مسئولیت‌های اجتماعی و انسان‌دوستی دارند (هافیس و تورگوت ۲۰۱۳، بر و همکاران ۲۰۱۰؛ ویلیامز ۲۰۰۳). زنان بینش قوی‌تر از اخلاق کسب‌وکار دارند (مکاب و همکاران ۲۰۰۶)؛ زنان یک بخش مهمی از منبع سرمایه انسانی در کار و محصول در بازار هستند (بلیمریا و ویلر ۲۰۰۰؛ ماتیس ۲۰۰۰)؛ و آن‌ها مشروعیت خارجی را بهبود می‌بخشند (بلیمریا ۲۰۰۶).

اگرچه پژوهش‌های که در بخش قبلی ارائه شده به طور مستقیم یک رابطه مثبت بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت پیش‌بینی نمی‌کند، اما بینشی در مورد مزایای بالقوه که زنان برای شرکت به ارمغان می‌آورند، فراهم می‌آورند. مطابق با این نظریه، چند مطالعات تجربی شواهدی یافتند که حضور زنان در هیئت مدیره اثرات مثبت بر ارزش شرکت و عملکرد مالی دارد. ارهاردت و همکاران ۲۰۰۳ یافتند یک رابطه مثبت بین مدیران زن در شرکت‌های آمریکا و عملکرد مالی (بازده دارایی و بازده سرمایه‌گذاری) وجود دارد. کارتر و همکاران (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که حضور زنان در هیئت مدیره همبستگی مثبت با ارزش شرکت دارد. به همین ترتیب، کمپبل و مینگیوز ورا ۲۰۰۸ نشان می‌دهند که وجود زنان در هیئت مدیره شرکت‌های اسپانیایی ارزش شرکت را افزایش می‌دهند. الیس و کیز ۲۰۰۳ نشان دادند که وجود زنان در هیئت مدیره و در پست‌های مدیریتی اثر مثبت با بازده غیرعادی دارند.

با این حال، برخی از مطالعات تجربی هیچ ارتباط بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت نیافتند و برخی حتی یک رابطه منفی پیدا کردند. زهرا و استانتون ۱۹۸۸ هیچ ارتباط بین مدیران زن شرکت‌های

ایالات متحده و بازده دارایی، حاشیه سود، فروش به حقوق صاحبان سهام، سود در هر سهم و سود تقسیمی نیافتند.

مطالعات دیگر نشان می‌دهد که انتصاب مدیران زن ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. آدامز و فریرا (۲۰۰۹)، یافتند اگرچه حضور زنان در هیئت مدیره اثربخشی هیئت مدیره شرکت‌ها ایالات متحده بهبود داده است، اما تأثیر منفی بر ارزش شرکت می‌گذارند. تفسیر آن‌ها این است که تنوع جنسیتی هیئت مدیره باعث می‌شود نظارت بیش از حد دشوار شود که منجر به ارزیابی منفی بر ارزش است. بُرن و استروم<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۰) نتایج مشابه برای شرکت‌های نروژی گزارش کردند و نتیجه گرفتند که جنسیت متنوع در هیئت مدیره تصمیم‌گیری و اثربخشی هیئت مدیره را مختل می‌نماید. اسمیت و همکاران<sup>۴۰</sup> (۲۰۰۶) و شارادر و همکاران<sup>۴۱</sup> (۱۹۹۷)، نیز یک رابطه منفی بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت یافتند.

نتایج متضادی هم با این پژوهش‌ها وجود دارد که زنان در هیئت مدیره به طور مستقیم بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند و از سوی دیگر این ارزیابی به وسیله حسابداری مبتنی بر اندازه‌گیری مالی به دست آمده است. در واقع، مطالعات متعددی استفاده از حسابداری مبتنی بر اندازه‌گیری عملکرد مالی مانند بازده دارایی، بازده سرمایه‌گذاری و بازده فروش و ارزش شرکت مانند اندازه‌گیری Q توبین را استفاده نموده‌اند. به عنوان مثال کارتر و همکاران (۲۰۱۰)، یافتند که حضور زنان در هیئت مدیره ارتباط مثبت با بازده دارایی دارد اما با Q توبین ندارد، بر مبنای این یافته‌ها، نتیجه گرفتند که هیچ ارتباط با عملکرد شرکت ندارند. آدامز و فریرا (۲۰۰۹) با استفاده از Q توبین و بازده دارایی به عنوان شاخصی برای ارزش شرکت و عملکرد شرکت استفاده نمودند، نتایج نشان داد که زنان در هیئت مدیره اثر منفی دارند.

در زمینه عملکرد مالی و ارزش شرکت بدون در نظر گرفتن جنسیت هیئت مدیره در داخل کشور نیز پژوهش‌های گوناگونی صورت گرفته است.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت پرداختند. برای آزمون فرضیات اطلاعات لازم جمع‌آوری گردیده و ارزش سرمایه فکری شرکت‌ها بر اساس مدل پالیک و عملکرد مالی با استفاده از سه شاخص کیو توبین، نسبت قیمت به درآمد و نرخ رشد محاسبه شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان دهنده ارتباط معنی‌دار بین سرمایه فکری و دو شاخص عملکرد مالی (نسبت قیمت به درآمد و نرخ رشد) می‌باشد.

رسولی و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی تأثیر مدیریت استراتژیک منابع انسانی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند؛ که کنترل منابع (مانند منابع فیزیکی، سازمانی، اطلاعاتی و انسانی)، مزیت رقابتی را نصیب سازمان می‌کند. در این میان منابع انسانی به دلیل محدودیت آن و منابع اطلاعاتی به دلیل اهمیت آن در تصمیم‌گیری درست، از اهمیت بیشتری برخوردار هستند. در این میان منابع انسانی به دلیل نتیجه تحقیق یک استراتژی خاص را برای اداره منابع انسانی پیشنهاد می‌دهد.

یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۹۳)، به بررسی رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بازده حقوق صاحبان

سهام و بازده کل سهام عادی تنها با یکی از متغیرهای سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی، ارتباط مستقیم دارد. همچنین، بازده دارایی‌ها و سود هر سهم با دو متغیر سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی و سرمایه انسانی ارتباط مستقیم دارد. به علاوه، بازده کل سرمایه‌گذاری، با هر سه متغیر سرمایه فکری یعنی سرمایه ارتباطی، انسانی و ساختاری ارتباط مستقیم دارد.

انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی سرمایه فکری، ثروت سهامداران و عملکرد مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه فکری بر هر شش متغیر (ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده بازار، سود هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها و بازده سالانه سهام) مورد بررسی، تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد. در حالت خاص، سرمایه فیزیکی و ساختاری با هر شش متغیر رابطه مثبت و معناداری داشته‌اند. سرمایه انسانی نیز با ارزش افزوده اقتصادی، سود هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده سالانه سهام، رابطه مثبت و معناداری دارد اما بین سرمایه انسانی با ارزش افزوده بازار و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌دار وجود ندارد. نتایج پژوهش به درک نقش سرمایه فکری در خلق ارزش در شرکت‌ها کمک می‌کند. همچنین محرک‌های خاص سرمایه فکری را که بر سودآوری و کسب بازده تأثیر می‌گذارند، شناسایی می‌کند.

حسن پور و یزدانی (۱۳۹۱)، به بررسی ارتباط بین ارزش افزوده سرمایه فکری و عملکرد مالی، اقتصادی و بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران پرداختند. سرمایه فکری از دیدگاه تئوری مبتنی بر منابع به عنوان یک منبع استراتژیک در نظر گرفته می‌شود که به شرکت اجازه می‌دهد ارزش افزوده ایجاد نماید. نتایج بیانگر این بود که رابطه مثبت و معنی‌داری بین ارزش افزوده سرمایه فکری و عملکرد اقتصادی، مالی و ارزش بازار سهام شرکت‌ها وجود دارد. ولی در تمامی در این پژوهش‌ها به عامل مؤثر نقش جنسیت بر ارزش و عملکرد شرکت پرداخته نشده است.

رضایی و ترک‌زاده (۱۳۹۱)، تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر رفتار تقسیم سود با تأکید بر اثر تعاملی متغیرها و نوع صنعت به روش‌های PLS و GLS مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان می‌دهد که از بین متغیرهای ترکیب اعضای هیئت مدیره، متغیر نقش دوگانه مدیرعامل و تعداد اعضای هیئت مدیره ارتباط معنی‌دار با سود تقسیمی دارند و همچنین تأثیر تعاملی ترکیب اعضای هیئت مدیره بر سود تقسیمی در صنایع مختلف معنی‌دار و متفاوت می‌باشد و از این رو متغیر نوع صنعت می‌تواند اثر تعدیل‌کننده‌ای بر رابطه بین متغیرهای ترکیب اعضای هیئت مدیره و رفتار تقسیم سود داشته باشد.

#### ۴- فرضیه پژوهش

فرض شده است که حضور زنان در هیئت مدیره اثرات مستقیم و غیرمستقیم بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این، فرض شده است که اگر تنوع جنسیتی هیئت مدیره ارزش شرکت (که به وسیله Q توبین اندازه‌گیری شده) را تحت تأثیر قرار می‌دهد، آن اثر ممکن است از عملکرد مالی (به‌طور مثال: ROS, ROA) به دست آید. زنان در هیئت مدیره ممکن است ارزش شرکت را از طریق جنبه‌های دیگری از کسب‌وکار،

یعنی بهبود کیفی در کسب و کار که در اندازه‌گیری صورت‌های مالی منعکس نشده‌اند را تحت تأثیر قرار دهد. اندازه‌گیری مالی اثرات به دست آمده مانند افزایش در فروش، حاشیه سود بهتر، اثربخشی سرمایه‌گذاری دارایی‌ها منعکس می‌کند.

ارزش شرکت که معمولاً در ادبیات کسب و کار با Q توبین اندازه‌گیری می‌شود (گرین و جام<sup>۴۲</sup> ۲۰۱۳؛ آدامز و فریرا<sup>۴۱</sup> ۲۰۰۹؛ کمپبل و مینگیوزورا<sup>۴۰</sup> ۲۰۰۸؛ لانگ و همکاران<sup>۴۳</sup> ۲۰۰۳؛ دمسترز و ویلاکنا<sup>۴۴</sup> ۲۰۰۱). Q توبین نشان‌دهنده انتظارات بازار درباره توانایی شرکت برای تولید جریان‌های نقدی آینده و ریسک آن در ارتباط است، در حالی که اندازه‌گیری حسابداری مالی بر مبنای حوادث گذشته و تنها در حسابداری منعکس شده است. از این رو، Q توبین انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد تمام جنبه از کسب و کار از جمله عملکرد مالی به دست آمده توسط حسابداری را منعکس می‌کند. بر این اساس، فرضیه را به شرح زیر تدوین گردیده است:

**فرضیه ۱-** حضور زنان در هیئت مدیره ارتباط مستقیمی با ارزش شرکت دارد.

**فرضیه ۲-** حضور زنان به واسطه تأثیر مثبت بر عملکرد شرکت، ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

## ۵- روش شناسی

این پژوهش از لحاظ هدف یک پژوهش بنیادی تجربی است. از سوی دیگر، بر اساس چگونگی جمع‌آوری داده‌ها، پژوهش حاضر از نوع پژوهش‌های توصیفی است. با توجه به دسته‌بندی‌های مختلف پژوهش‌های توصیفی، پژوهش حاضر از نوع همبستگی خواهد بود. داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار اکسل تلخیص و سپس متغیرهای مورد نظر محاسبه شده‌اند. محاسبات آماری و برآوردها با استفاده از نرم‌افزار Eviews نسخه ۸ انجام گردیده است.

## ۶- جامعه و نمونه آماری

کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۲ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌های که دارای شرایط زیر باشند، برای انجام آزمون انتخاب شدند:

(۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد.

(۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۳) شرکت سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی و بیمه نباشد.

(۴) در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.

بنابراین پس از اعمال محدودیت‌های فوق و پس از انجام نمونه‌گیری از بین تمام شرکت پذیرفته شده در بورس تعداد ۱۶۴ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید.



### ۷- مدل و تعریف متغیرها

به منظور ارزیابی اثرات مستقیم و غیرمستقیم، از مدل پیشنهاد شده توسط زلنر و هنری<sup>۴۵</sup> (۱۹۶۲) استفاده شده است. مدل به شرح زیر است:

$$\text{Frime value} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Women on board} + \alpha_2 \text{ Financial Performance} + \alpha_3 \text{ Size} + \alpha_4 \text{ Leverage} + \alpha_5 \text{ Growth} + \varepsilon \quad \text{مدل اصلی (۱)}$$

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Women on board}_{i,t} + \alpha_2 \text{ ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{ SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{ LEVERAGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{ GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۱-۱)}$$

$$\text{Tobin's } Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ Women on board}_{i,t} + \alpha_2 \text{ ROS}_{i,t} + \alpha_3 \text{ SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{ LEVERAGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{ GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_i \quad \text{مدل (۲-۱)}$$

$$\begin{aligned} \text{Financial Performance} \\ = \beta_0 + \beta_1 \text{ women on board} + \beta_2 \text{ Size} + \beta_3 \text{ Leverage} + \beta_4 \text{ Growth} + \mu \end{aligned} \quad \text{مدل اصلی (۲)}$$

$$\text{ROA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Women on Board}_{i,t} + \beta_2 \text{ SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{ LEVERAGE}_{i,t} + \beta_4 \text{ GROWTH}_{i,t} + \mu \quad \text{مدل (۱-۲)}$$

$$\text{ROS}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{ Women on Board}_{i,t} + \beta_2 \text{ SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{ LEVERAGE}_{i,t} + \beta_4 \text{ GROWTH}_{i,t} + \mu \quad \text{مدل (۱-۲)}$$

### ۷-۱- متغیر وابسته

**Firm value:** ارزش شرکت به وسیله Q توبین که مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (قیمت سهم ضرب شده توسط تعدادی از سهام عادی در پایان سال) و ارزش دفتری بدهی تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی اندازه‌گیری شده است. Q توبین به طور گسترده در اقتصاد به عنوان یک شاخصی برای ارزش شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد (گرین و جام، ۲۰۱۳؛ کارتر و همکاران، ۲۰۱۰؛ آدامز و فریرا، ۲۰۰۹؛ کمپبل و مینگیوزورا، ۲۰۰۸؛ لانگ و همکاران، ۲۰۰۳؛ دمسترز و ویلانگ، ۲۰۰۱).

### ۷-۲- متغیر مستقل

**Women on board:** متغیر ساختگی است، اگر در هیئت مدیره شرکت زن وجود داشته باشد معادل یک است در غیر این صورت صفر است.

**Financial Performance:** عملکرد مالی توسط دو نسبت حسابداری اندازه‌گیری شده است: (۱) بازده دارایی (ROA): سود پس از کسر مالیات (سود خالص) بر کل دارایی و (۲) بازده فروش (ROS): سود عملیاتی تقسیم بر فروش.

### ۳-۷- متغیرهای کنترلی

**Size:** اندازه به عنوان لگاریتم طبیعی از کل دارایی‌های تعریف شده است. اندازه شرکت تعیین از ارزش شرکت و عملکرد شرکت است.

**Leverage:** اهرم مالی از نسبت بدهی بلندمدت به کل دارایی به دست آمده است. بدهی نوعی مکانیسم تحمیل مدیران به ایجاد جریان‌های نقدی برای پرداخت بهره و اصل است و در نتیجه کاهش درگیری‌های نمایندگی ایجاد شده توسط جریان نقدی آزاد است (شلایفر و ویشنی ۱۹۹۷).

**Growth:** رشد، تفاوت فروش سال جاری و گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته است.

### ۸- یافته‌های پژوهش

ابتدا آمار توصیفی از جمله میانگین، میانه، حداکثر، حداقل و انحراف معیار برای متغیرها محاسبه می‌شود و سپس مفروضات اساسی مدل رگرسیون آزمون‌های شامل آزمون F لیمر و آزمون هاسمن آزمون می‌شوند. در ادامه با استفاده از تحلیل پانلی بهترین رابطه را (در صورت وجود رابطه) بین متغیر مستقل و وابسته برآورد شده و سپس آزمون‌های مدل انجام می‌شود. در جدول ۱، خلاصه‌ای از آمار توصیفی متغیرهای مدل آورده شده است.

جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرهای مدل

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
Tobin's Q	۱/۳۲۷۸۹۱	۱/۱۶۳۳۶۲	۲/۶۴۵۱۲۸	۰/۸۰۱۴۴۹	۰/۴۸۷۹۴۰
Women on Board	۰/۱۸۳۲۰۶	۰	۱	۰	۰/۳۸۶۹۸۳
ROA	۰/۱۰۱۳۷۲	۰/۰۸۳۳۰۹	۰/۸۹۰۹۲۱	-۲/۲۵۱۸۳۹	۰/۱۵۹۴۲۵
ROS	۰/۱۸۷۴۲۵	۰/۱۴۵۳۴۲	۱/۹۶۷۴۳۸	-۳/۴۱۳۳۳۱	۰/۲۴۱۲۲۵
SIZE	۵/۸۴۲۴۷۲	۵/۷۶۳۹۰۴	۸/۰۱۶۹۲۰	۴/۲۹۰۶۳۶	۰/۶۰۸۹۷۸
LEVERAGE	۰/۶۳۸۲۲۶	۰/۶۴۴۴۲۹	۱/۰۲۷۳۰۱	۰/۲۵۴۷۶۱	۰/۲۰۴۹۶۰
GROWTH	۰/۱۷۴۷۰۱	۰/۱۶۰۰۶۴	۰/۸۴۵۱۰۰	-۰/۳۲۹۳۷۸	۰/۲۲۷۶۰۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه (SIZE) برابر با ۵/۸۴۲۴۷۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. همچنین پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرهای پژوهش بازده دارایی‌ها (ROA) دارای کمترین و اندازه (SIZE) بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند.

### آزمون معنی‌دار بودن گروه (آزمون F لیمر) و آزمون هاسمن

برای برآورد مدل، ابتدا به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی، از آزمون قابلیت ادغام استفاده شده است. آماره آزمون قابلیت ادغام F لیمر است که تعیین می‌کند که آیا عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از مقاطع یا دوره‌ها وجود دارد یا خیر؟ در صورتی که بین مشاهدات، ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود داشته باشد، از روش داده‌های تابلویی و در غیر این صورت، از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود؛ زیرا داده‌ها فقط روی هم انباشت شده‌اند و تفاوت بین آن‌ها لحاظ نشده است. در آزمون قابلیت ادغام، فرضیه صفر بیانگر یکسان بودن عرض از مبدأها (داده‌های تلفیقی) و فرضیه مقابل، نشان‌دهنده ناهمسانی عرض از مبدأها (داده‌های تابلویی) است.

جدول ۲- آزمون F لیمر

مدل	آماره F لیمر	احتمال	p-value	نتیجه
مدل ۱-۱	۱۰/۳۲۵۸۳۴	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	داده‌های تابلویی
مدل ۱-۲	۱۱/۶۵۹۰۴۹	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	داده‌های تابلویی
مدل ۲-۱	۲/۴۸۲۴۱۳	۰/۰۱۵۶	$P < ۰/۰۵$	داده‌های تابلویی
مدل ۲-۲	۲/۷۲۵۲۶۱	۰/۰۰۸۳	$P < ۰/۰۵$	داده‌های تابلویی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در کل مدل‌ها با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر رد شده ( $p\text{-value} < ۰/۰۵$ ) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود.

جدول ۳- آزمون هاسمن

مدل	آماره هاسمن	احتمال	p-value	نتیجه
مدل ۱-۱	۱۲۹/۳۹۵۳۱۸	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	اثرات ثابت
مدل ۱-۲	۷۸/۵۶۵۶۰۹	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	اثرات ثابت
مدل ۲-۱	۷۷/۶۹۶۹۶۵	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	اثرات ثابت
مدل ۲-۲	۵۵/۳۸۳۲۰۵۹	۰/۰۰۰۰	$P < ۰/۰۵$	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقدار p-value به دست آمده از آزمون هاسمن در کل مدل‌ها که کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض صفر آزمون هاسمن رد شده و روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود.

جدول ۴ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه یک با استفاده از مدل (۱-۱)

متغیر وابسته Q توبین (Q Tobin's)				
Tobin's $Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Women on board}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROA}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_i$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
مقدار ثابت	۰/۶۷۲۴۸۴	۰/۳۴۸۱۱۵	۱/۹۳۱۷۹۰	۰/۰۵۳۶
Women on Board	-۰/۰۳۲۴۸۷	۰/۰۷۶۴۳۶	-۰/۴۲۵۰۲۰	۰/۶۷۰۹
ROA	۲/۵۴۱۶۰۴	۰/۳۹۲۲۸۴	۶/۴۷۸۹۸۸	۰/۰۰۰۰
SIZE	-۰/۰۷۶۳۸۲	۰/۰۵۶۸۹۰	-۱/۳۴۲۶۲۹	۰/۱۷۹۶
LEVERAGE	-۱/۳۵۴۷۲۶	۰/۱۳۶۶۷۹	-۹/۹۱۱۷۰۳	۰/۰۰۰۰
GROWTH	۰/۰۴۴۳۶۶	۰/۰۳۵۹۴۳	۱/۲۳۴۳۲۹	۰/۲۱۷۳
آماره دوربین واتسون		۱/۶۲۲۲۹۸	Adjusted R-squared	
F-statistic		۳۶۶/۷۲۵۱	۰/۵۸۲۶۲۰	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R<sup>2</sup> برابر ۰/۵۸۲۶۲۰ بوده و بیانگر این مطلب است که ۵۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل مدل قابل تبیین است؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۶۲۲۲۹۸ می‌باشد که این مقدار بین ۱،۵ تا ۲،۵ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در جدول ۴ ملاحظه می‌شود، ضریب Women on Board برابر با -۰/۰۳۲۴۸۷ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۶۷۰۹ می‌باشد توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد؛ اما ضریب ROA برابر با ۲/۵۴۱۶۰۴ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۰۰۰ می‌باشد که بیانگر این است که رابطه مثبت معناداری بین ارزش شرکت و ROA (عملکرد مالی که در اینجا توسط بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است) وجود دارد. نتایج متغیرهای کنترلی؛ تنها بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

جدول ۵ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه یک با استفاده از مدل (۱-۲)

متغیر وابسته Q توبین (Tobin's Q)				
Tobin's $Q_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Women on board}_{i,t} + \alpha_2 \text{ROS}_{i,t} + \alpha_3 \text{SIZE}_{i,t} + \alpha_4 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \alpha_5 \text{GROWTH}_{i,t} + \varepsilon_i$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
مقدار ثابت	۰/۰۳۳۹۰۹	۰/۴۲۸۰۳۸	۲/۴۱۵۴۶۲	۰/۰۱۵۹
Women on Board	-۰/۰۳۹۵۶۱	۰/۱۰۷۴۴۰	-۰/۳۶۸۲۱۷	۰/۷۱۲۸
ROS	۰/۶۶۶۳۹۴	۰/۲۸۳۷۶۳	۲/۳۴۸۴۱۳	۰/۰۱۹۰
SIZE	-۰/۱۰۸۳۸۹	۰/۰۷۵۰۹۰	-۱/۴۴۳۴۶۷	۰/۱۴۹۱
LEVERAGE	-۱/۲۷۱۵۶۹	۰/۱۲۸۵۴۷	-۹/۸۹۱۸۳۹	۰/۰۰۰۰
GROWTH	۰/۱۱۵۷۰۰	۰/۰۵۸۳۶۹	۱/۹۸۲۲۱۱	۰/۰۴۷۷
آماره دوربین واتسون	۱/۶۷۴۲۹۸		Adjusted R-squared	
F-statistic	۳۴۵/۴۵۹۴		۰/۴۸۲۸۶۹	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل‌شده R<sup>2</sup> برابر ۰/۴۸۲۸۶۹ بوده و بیانگر این مطلب است که ۴۸٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل مدل قابل تبیین است؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۶۷۴۲۹۸ می‌باشد که این مقدار بین ۱,۵ تا ۲,۵ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در جدول ۵ ملاحظه می‌شود، ضریب Women on Board، برابر با -۰/۰۳۹۵۶۱ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۷۱۲۸ می‌باشد توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد؛ اما ضریب ROS، برابر با ۰/۶۶۶۳۹۴ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۱۹۰ می‌باشد که بیانگر این است که رابطه مثبت معناداری بین ارزش شرکت و ROS (عملکرد مالی که در اینجا توسط بازده فروش اندازه‌گیری شده است) وجود دارد. نتایج متغیرهای کنترلی؛ بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد، دارد و همچنین رابطه مثبت و معناداری بین رشد و ارزش شرکت وجود دارد.

جدول ۶ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دو با استفاده از مدل (۲ - ۱)

متغیر وابسته بازده دارایی‌ها (ROA)				
$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Women on Board}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \mu$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
مقدار ثابت	۰/۰۸۷۸۴۰	۰/۰۴۲۶۵۱	۲/۰۵۹۴۹۷	۰/۰۳۹۷
Women on Board	۰/۰۲۷۴۹۶	۰/۰۱۲۱۱۹	۲/۲۶۸۸۸۹	۰/۰۲۳۵
SIZE	-۰/۰۲۶۰۹۴	۰/۰۰۶۹۱۱	-۳/۷۷۵۶۱۲	۰/۰۰۰۲
LEVERAGE	-۰/۱۹۹۹۲۵	۰/۰۲۲۵۷۰	-۸/۸۵۸۰۶۴	۰/۰۰۰۰
GROWTH	۰/۰۲۱۴۲۱	۰/۰۰۵۶۳۱	۳/۸۰۴۲۱۹	۰/۰۰۰۱
آماره دوربین واتسون		۱/۵۶۴۸۴۹	Adjusted R-squared	
F-statistic		۳۵/۷۱۴۹۲	۰/۱۰۹۱۷۸	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R<sup>2</sup> برابر ۰/۱۰۹۱۷۸ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۱۱٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل مدل قابل تبیین است؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۵۶۴۸۴۹ می‌باشد، که این مقدار بین ۱٫۵ تا ۲٫۵ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود، ضریب Women on Board، برابر با ۰/۰۲۷۴۹۶ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۲۳۵ می‌باشد توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین زنان در هیئت مدیره و ROA (عملکرد مالی شرکت که به وسیله بازده دارایی‌ها اندازه‌گیری شده) وجود دارد. نتایج متغیرهای کنترلی؛ بین اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها (ROA) رابطه منفی و معناداری وجود، بین اهرم مالی و بازده دارایی‌ها (ROA) رابطه منفی و معناداری وجود دارد و همچنین رابطه مثبت و معناداری بین رشد و بازده دارایی‌ها (ROA) وجود دارد.

جدول ۷ - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دو با استفاده از مدل (۲-۲)

متغیر وابسته بازده فروش (ROS)				
$ROS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Women on Board}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \mu$				
متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	p-value
مقدار ثابت	-۰/۱۲۲۸۳۷	۰/۰۹۶۱۱۰	-۱/۲۷۸۰۸۸	۰/۲۰۱۴
Women on Board	۰/۰۵۹۵۸۹	۰/۰۲۸۹۲۴	۲/۰۶۰۱۷۳	۰/۰۳۹۶
SIZE	-۰/۰۵۵۸۰۲	۰/۰۱۶۰۵۰	-۳/۴۷۶۶۵۳	۰/۰۰۰۵
LEVERAGE	-۰/۰۵۰۲۱۵	۰/۰۱۱۷۱۲	-۴/۲۸۷۴۲۰	۰/۰۰۰۰
GROWTH	۰/۰۳۷۸۲۸	۰/۰۰۹۲۴۹	۴/۰۸۹۷۸۵	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین واتسون		۱/۵۳۶۶۶۵	Adjusted R-squared	
F-statistic		۱۴/۳۹۸۷۷	۰/۰۳۹۳۳۳	
Prob(F-statistic)		۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول فوق، مشاهده می‌شود که مقدار P-Value مربوط به آماره F (prob (F-statistic)) که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون است، برابر ۰/۰۰۰۰ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده  $R^2$  برابر ۰/۰۳۹۳۳۳ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً ۴٪ از تغییرات متغیر وابسته با متغیر مستقل مدل قابل تبیین است؛ و همچنین آماره دوربین واتسون ۱/۵۳۶۶۶۵ می‌باشد، که این مقدار بین ۱،۵ تا ۲،۵ است که نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی بین متغیرها می‌باشد. همان‌گونه که در جدول ۷ ملاحظه می‌شود، ضریب Women on Board، برابر با ۰/۰۵۹۵۸۹ و عدد معناداری (Prob) آن ۰/۰۳۹۶ می‌باشد توجه به آماره t و P-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی‌داری این ضریب در سطح خطای ۵ درصد می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین زنان در هیئت مدیره و ROS (عملکرد مالی شرکت که به وسیله بازده فروش اندازه‌گیری شده) وجود دارد. نتایج متغیرهای کنترلی؛ بین اندازه شرکت و بازده فروش (ROS) رابطه منفی و معناداری وجود دارد، بین اهرم مالی و بازده فروش (ROS) رابطه منفی و معناداری وجود دارد و همچنین رابطه مثبت و معناداری بین رشد و بازده فروش (ROS) وجود دارد.

## ۹- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش‌ها پیشین نشان می‌دهد که شرکت‌ها با مدیران زن عملکرد مالی و ارزش ایجاد شده در کسب‌وکار فراوان دارند (کارتر و همکاران، ۲۰۱۰؛ کمپل و مینگیزورا ۲۰۰۸). حتی در کمیسیون اروپا طرحی برای معرفی سهمیه اجباری زنان در هیئت مدیره شرکت ارائه شده است مبتنی بر این واقعیت که شرکت‌ها با مدیران زن بیشتر در هیئت مدیره بهتر از مردان اداره می‌شوند (کمیسیون اروپا b ۲۰۱۲).

برخی مطالعات شواهد تأییدکننده‌ای نشان داده‌اند که داشتن زنان در هیئت مدیره ارزش شرکت و عملکرد را تحت تأثیر مثبت قرار می‌دهد، در حالی که دیگر مطالعات یافتند که آن ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. متفاوت از پژوهش‌های پیشین که بر ارتباط مستقیم بین زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت متمرکز شده‌اند، این پژوهش به دنبال یافتن لینک غیرمستقیمی میان زنان در هیئت مدیره و ارزش شرکت است. استدلال این است که اثرات غیرمستقیم از حضور زنان در هیئت مدیره می‌تواند از طریق عملکرد مالی (از طریق بهبود در دیگر جنبه‌های کسب‌وکار و افزایش ارزش شرکت) اتفاق می‌افتد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که: اول، هیچ شواهدی از تأثیر مستقیم زنان بر ارزش شرکت یافت نشد. دوم، اثر مثبت زنان در هیئت مدیره بر عملکرد مالی که به وسیله بازده دارایی (ROA) و بازده فروش (ROS) اندازه‌گیری شده است) حاصل شد. در نتیجه نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد یک مدیر زن در هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار است و از این طریق ارزش شرکت را نیز تحت تأثیر خود قرار می‌دهد که مطابق با نتایج کارتر و همکاران (۲۰۱۰) می‌باشد.

با توجه به نتایج به دست آمده، پیشنهاد می‌شود که قانون‌گذار برای معرفی سهمیه اجباری برای زنان در هیئت مدیره، جهت ترویج حضور زنان در پست‌های سازمانی بالاتر در شرکت‌ها اقدامات لازم را اتخاذ نماید.

#### فهرست منابع

- ۱) انواری رستمی علی اصغر، وحید احمدیان و سید اصغر میرزاده، (۱۳۹۲)، "سرمایه فکری، ثروت سهامداران و عملکرد مالی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۰، صص ۸۳-۱۱۶.
- ۲) حسن پور داود و حمیدرضا یزدانی، (۱۳۹۳)، "بررسی ارتباط بین ارزش افزوده سرمایه فکری و عملکرد مالی، اقتصادی و بازار سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال نوزدهم، شماره ۷۰، صص ۱۵-۳۲.
- ۳) رسولی، رضا، مجید ضماهنی و سعید شهرآئینی، (۱۳۹۳)، "بررسی تأثیر مدیریت استراتژیک منابع انسانی بر عملکرد مالی شرکتها در بازار بورس تهران"، فصلنامه تحقیقات بازاریابی نوین، شماره ۱۳، صص ۱۱۹-۱۴۴.
- ۴) رضایی، فرزین و خدیجه ترک‌زاده، (۱۳۹۱)، "تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر رفتار تقسیم سود با تأکید بر اثر تعاملی متغیرها و نوع صنعت به روش‌های PLS و GLS"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۵، صفحات ۱۶۵-۱۸۵.
- ۵) دستگیر، محسن، مهدی عرب صالحی، راضیه امین جعفری و حسنعلی اخلاقی، (۱۳۹۳)، "تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد مالی شرکت"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۱-۳۶.



۶) یحیی زاده فر محمود، حسنعلی آقاجانی و فاطمه یحیی تبار، (۱۳۹۳)، "بررسی رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، نشریه تحقیقات مالی، سال شانزدهم، شماره ۳۷، صص ۱۸۱ - ۱۹۹.

- 7) Adams, R., & Ferreira, D. (2009), "Women in The Boardroom and Their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- 8) Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010), "The Impact of Board Diversity and Gender Composition on Corporate Social Responsibility and Firm Reputation. *Journal of Business Ethics*, 97(2), PP.207-221.
- 9) Bearle, A., & Means, G. (1932), "The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.
- 10) Bilimoria, D. (2000), "Building The Business Case for Women Corporate Directors. In R. J. Burke & M. C. Mattis (Eds.), "Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- 11) Bilimoria, D., & Wheeler, J. (2000), "Women Corporate Directors: Current Research and Future Directions. In R. Burke & M. Mattis (Eds.)", *Women in Management: Current Research Issues (Vol. II)*, PP. 138-163. Dordrecht: Kluwer.
- 12) Bohren, O., & Strom, R. (2010), "Governance and Politics: Regulating Independence and Diversity in the Board Room", *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(9-10), PP. 1281-1308.
- 13) Burke, R. (2000), "Company Size, Board Size and The Number of Women Directors. In R. J. Burke & M. C. Mattis (Eds.)", *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.*
- 14) Burud, S. & Tumolo, M. (2004), "Leveraging The New Human Capital: Adaptive Strategies", Results Achieved, and Stories of Transformation. PaloAlto, CA: Davies-Black Publishing.
- 15) Campbell, K., & Mínguez-Vera, A. (2008), "Gender Diversity in The Boardroom and Firm Financial Performance", *Journal of Business Ethics*, 83(3), PP. 435-451.
- 16) Carter, D., D'Souza, F., Simkins, B., & Simpson, W. (2010), "The gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance", *Corporate Governance: An International Review*, 18(5), PP. 396-414.
- 17) Carter, D., Simkins, B., & Simpson, W. (2003), "Corporate governance, board diversity and firm value", *Financial Review*, 38(1), PP.33-53.
- 18) Clarke, C. (2005), "The XX Factor in The Boardroom: Why Women Make Better Directors", Washington, D.C.: National Association of Corporate Directors, *Directors Monthly*.
- 19) Demsetz, H., & Villalonga, B. (2001), "Ownership Structure and Corporate Performance", *Journal of Corporate Finance*, 7, PP.209-233.
- 20) Ellis, K., & Keys, P. (2003), "Stock Returns and The Promotion of Workforce Diversity", Working Paper, University of Delaware.
- 21) Erhardt, N., Werbel, J., & Shrader, C. (2003), "Board of Director Diversity and Firm Financial Performance. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), PP.102-111.
- 22) European Commission. (2012), "Women in Economic Decision-Making in The EU: Progress Report", Brussels: European Commission.
- 23) Gillan, S. (2006), "Recent Developments in Corporate Governance: An Overview", *Journal of Corporate Finance*, 12, PP.381-402.

- 24) Greene, T., & Jame, R. ,(2013), "Company Name Fluency, Investor Recognition, and Firm Value", *Journal of Financial Economics*,109(3), PP./813–834.
- 25) Hafsi, T., & Turgut, G., (2013), "Boardroom Diversity and Its Effect on Social Performance: Conceptualization and Empirical Evidence," *Journal of Business Ethics*, 112(3),PP. 463–479.
- 26) Hillman, A., Cannella, A, Jr, & Paetzhold, R. ,(2000),"The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaption of Board Composition in Response to Environmental Change", *Journal of Management Studies*, 37, 235–255.
- 27) Hillman, A., & Dalziel, T. ,(2003)," Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives",*Academy of Management Review*, 28(3),PP. 383–396.
- 28) Huse, M., Nielsen, S., & Hagen, I. ,(2009),"Women and Employee Elected Board Members, and Their Contributions to Board Control Tasks", *Journal of Business Ethics*, 89(4),PP. 581–597.
- 29) Huse, M., & Solberg, A. ,(2006)," Gender-Related Boardroom Dynamics: How Scandinavian Women Make and Can Make Contributions on Corporate Boards",*Women in Management Review*, 21(2),PP.113–130.
- 30) Jensen, M., & Meckling, W. ,(1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure",*Journal of Financial Economics*, 3(4),PP. 305–360.
- 31) Lang, M., Lins, K., & Miller, D., (2003), "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in The United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value? ", *Journal of Accounting Research*, 41(2),PP. 317–345.
- 32) Leslie A. Weatherly,(2003), "Human Capital —The Elusive Asset Measuring and Managing Human Capital: A Strategic Imperative.
- 33) Mattis, M. ,(2000),"Women Corporate Directors in The United States. In R. J. Burke & M. C. Mattis (Eds.)", *Women on Corporate Boards of Directors: International Challenges and Opportunities*. Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- 34) McCabe, A., Ingram, R., & Dato-on, M. ,(2006),"The Business of Ethics and Gender", *Journal of Business Ethics*, 64(2),PP. 101–116.
- 35) Moscovici, S., & Faucheux, C. ,(1972),"Social Influence, Conformity Bias and The Study of Active Minorities. In L. Berkowitz (Ed.)",*Advances in Experimental Social Psychology*, New York: Academic Press,
- 36) Vol. 6 (PP.149–202)
- 37) Nemeth, C. ,(1986),"Differential Contributions of Majority and Minority Influence, *Psychological Review*, 93, PP.23–32.
- 38) Peterson, C., Philpot, J., & O'Shaughnessy, K. ,(2007),"African-American Diversity in The Boardrooms of The US Fortune 500:Director Presence", *Expertise and Committee Membership, Corporate Governance: An International Review*, 15(4),PP.558–575.
- 39) Pfeffer, J., & Salancik, G.,(1978)," The External Control of Organizations: A Resource-Dependence Perspective. New York: Harper &Row.
- 40) Rosener, J. ,(1990), "Ways Women Lead", *Harvard Business Review*,68(6),PP. 119–125.
- 41) Shrader, C., Blackburn, V., & Iles, P. ,(1997), "Women in Management and Firm Financial Performance: An Exploratory Study," *Journal of Managerial Issues*, 9(3), PP. 355–372.
- 42) Singh, V., Vinnicombe, S., & Johnson, P. ,(2001)," Women Directors on Top UK Boards", *Corporate Governance: An International Review*, 9, PP. 206–216.
- 43) Smith, N., Smith, V., & Verner, M. ,(2006), "Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2300 Danish Firms," *International Journal of Productivity and Performance Management*, 55(7), PP. 569–593.
- 44) Tanford, S., & Penrod, S. ,(1984),"Social Influence Model: A Formal Integration of Research on Majority and Minority Influence Processes," *Psychological Bulletin*, 95, PP.189–225.

- 45) Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. ,(2009), "Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda", *Corporate Governance: An International Review*, 17(3),PP. 320-337.
- 46) Tsui, A., Egan, T., & O'Reilly, C. ,(1992),"Being Different: Relational Demography and Organizational Attachment," *Administrative Science Quarterly*, 37,PP. 549-579.
- 47) van der Walt, N., & Ingley, C. ,(2003), "Board Dynamics and The Influence of Professional Background, Gender and Ethnic Diversity of Directors," *Corporate Governance: An International Review*, 11(3),PP. 218-234.
- 48) Westphal, J., & Milton, L. ,(2000), "How Experience and Network Ties Affect The Influence of Demographic Minorities on Corporate Boards," *Administrative Science Quarterly*, 45(2),PP. 366-398.
- 49) Williams, R. ,(2003),"Women on Corporate Boards of Directors and Their Influence on Corporate Philanthropy," *Journal of Business Ethics*, 42(1),PP. 1-10.
- 50) Williams, K., & O'Reilly, C. ,(1998),"Forty Years of Diversity Research: A review. In B. M. Staw & L. L. Cummings (Eds.)", *Research in Organizational Behavior* ,Greenwich, CT: JAI Press, PP. 77-140.
- 51) Zahra, S., & Stanton, W. ,(1988), The Implications of Board of Directors' Composition for Corporate Strategy and Performance," *International Journal of Management*, 5, PP. 229-236.
- 52) Zellner, A., & Henri, T. ,(1962), "Three-Stage Least Squares: Simultaneous Estimation of Simultaneous Equations. *Conometrica*, 30(1),PP. 54-78

#### یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> . Campbell et al.
- <sup>2</sup> . Bohren & Strom
- <sup>3</sup> . Adams & Ferreira
- <sup>4</sup> . Carter et al.
- <sup>5</sup> . Van der Walt & Ingley
- <sup>6</sup> . Singh et al.
- <sup>7</sup> . Huse et al.
- <sup>8</sup> . Bearle & Means
- <sup>9</sup> . Jensen & Meckling
- <sup>10</sup> . Gillan
- <sup>11</sup> . Hillman & Dalziel
- <sup>12</sup> . Pfeffer & Salancik
- <sup>13</sup> . Bilimoria
- <sup>14</sup> . Leslie & Weatherly
- <sup>15</sup> . Burud, & Tumolo
- <sup>16</sup> . Burke
- <sup>17</sup> . Peterson et al.
- <sup>18</sup> . Hillman et al.
- <sup>19</sup> . Westphal, & Milton,
- <sup>20</sup> . Moscovici & Faucheux
- <sup>21</sup> . Nemeth
- <sup>22</sup> . Tanford & Penrod
- <sup>23</sup> . Tsui et al.
- <sup>24</sup> . Williams & O'Reilly
- <sup>25</sup> . Terjesen et al.
- <sup>26</sup> . Bilimoria
- <sup>27</sup> . Rosener
- <sup>28</sup> . Clarke
- <sup>29</sup> . Huse & Solberg

- <sup>30</sup> . Hafsi & Turgut
- <sup>31</sup> . Bear et al.
- <sup>32</sup> . Williams
- <sup>33</sup> . Bilimoria & Wheeler
- <sup>34</sup> . Mattis
- <sup>35</sup> . Erhardt et al.
- <sup>36</sup> . Campbell & Mi'nguez-Vera
- <sup>37</sup> . Ellis & Keys
- <sup>38</sup> . Zahra & Stanton,
- <sup>39</sup> . Bohren, & Strom
- <sup>40</sup> . Smith et al.
- <sup>41</sup> . Shrader et al.
- <sup>42</sup> . Greene & Jame
- <sup>43</sup> . Lang et al.
- <sup>44</sup> . Demsetz & Villalonga
- <sup>45</sup> . Zellner & Henri