Archive of SID
دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی
دوره ۱۹، شماره ۲
تابستان ۱۳۹۱
صص ۱۶-۱

بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی

رسول برادران حسن‌زاده[۱]، یونس بادآور نهندی[۲]، قادر حسین بابایی[۳]

چکیده: هدف این پژوهش، بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی است. در این پژوهش، ارزش ایجاد شده برای سهامداران با استفاده از مدل فرناندز و ارزش افزوده اقتصادی پیرو مدل ارائه شده استیورات اندازه‌گیری شده است. پژوهش پیش رو از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بُعد روش‌شناسی از نوع تحقیقات توصیفی ـ همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۶۹ شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته‌اند. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ است. برای آزمون فرضیه‌های صورت‌بندی شده از رگرسیون چندگانه بهره‌گیری شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، چهار مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند. همچنین از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، سه مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی.

۱. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ایران
۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ایران
۳. کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۱۱/۲۹
تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۲۴
نویسنده مسئول مقاله: رسول برادران حسن‌زاده
E-mail: DRH313@gmail.com

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

ورشکستگی و رسوایی شرکت‌هایی چون انرون، آرتوراندرسن و ورلدکام در آمریکا و دیگر شرکت‌های بزرگی همچون سیکو، لیوسنت، سان بیم و تیکو در سایر کشورهای جهان در سایه ضعف حاکمیت شرکتی، نیاز به ایجاد سیستم‌های راهبری مناسب شرکت را به عنوان یکی از مهم‌ترین مسائل در همه کشورها مطرح کرد. این امر همچنین باعث نگرانی‌های بسیاری برای سازمان‌های بین المللی شد، برای مثال صندوق بین‌المللی پول خواستار بهبود وضعیت شرکت‌ها در مورد حاکمیت شرکتی شد[۱۶]. اهمیت این موضوع همچنین باعث شد تا قوانینی همچون سربینزاکسلی[1] در آمریکا و اصول حاکمیت شرکتی مصوب وزرای سازمان توسعه همکاری‌های اقتصادی[2] و قوانینی از این قبیل در کشورهای مختلف تنظیم شود.

حداکثر ساختن ثروت سهامداران، ایفای وظایف اخلاقی و مسئولیت‌های اجتماعی می‌تواند از اهداف بسیار مهم شرکت‌ها به شمار آید. یکی از عواملی که تأثیر قابل ملاحظه‌ای در تحقق اهداف مزبور دارد اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی می‌باشد. در حدود سیصد سال قبل که آدام اسمیت در کتاب ثروت ملل بحث تفکیک گردانندگان (مدیران) شرکت‌ها را از مالکیت آنها مطرح کرد، همواره مکانیسم‌هایی برای برقراری تعادل میان منافع صاحبان موسسات (سرمایه‌گذاران) و مدیران پیشنهاد گردیده است[۴]. ارزش آفرینی توسط شرکت‌ها به نوعی معلول عملکرد مدیران می‌باشد، این موضوع با توسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن **نظریه‌ی نمایندگی**[3]، افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکت‌ها به صورت جدی‌تری مطرح می‌گردد. برل و مینز (۱۹۳۲)، راس (۱۹۷۳)، و پرایس (۱۹۷۶) از زوایای مختلف به نظریه‌ی نمایندگی پرداختند و نهایتا جنسن و مکلینگ(۱۹۷۶) مبانی نظریه‌ی نمایندگی را مطرح کردند، این نظریه به طور کلی به تضاد منافع موجود بین مدیر(کارگزار) و مالک (کارگمار) اشاره دارد. یعنی طرف‌های قرارداد دارای انتظارات منطقی بوده و به دنبال بیشینه سازی منافع خود هستند[۱۴]. گومپرز و همکارانش (۲۰۰۳)، براون و کایلر (۲۰۰۵)، بلک و همکاران (۲۰۰۶)، دورنیو و کیم (۲۰۰۵) و وین دروبتز (۲۰۰۴) در نتایجی مشابه دریافتند که حاکمیت شرکتی مناسب و مطلوب شرکت باعث سودآوری بیشتر شرکت‌ها می‌شود که این موضوع باعث افزایش

---

1. Sarbanes-Oxley Act

۲. سازمان همکاری اقتصادی و توسعه (Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD)). اولین سری از استاندارد های قابل قبول حاکمیت شرکتی توسط این سازمان تنظیم شده است (OECD،۱۹۹۹) و در سال ۲۰۰۴ این استاندارد ها تجدید نظر شده و کامل تر شده است.

3. Agency Theory

www.SID.ir

Archive of SID

قیمت سهام و سود سهام پرداختی به سهامداران می‌شود[۴]. ارزش ایجاد شده برای مالکان شرکت‌ها می‌تواند متأثر از عوامل گوناگونی باشد، در این تحقیق این سوال مطرح است که آیا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تأثیری بر دو متغیر بر پایه ارزش، ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام (CSV)[1] و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)[2] دارد؟

ادبیات و چهارچوب نظری تحقیق

- **حاکمیت شرکتی**

حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از مکانیزم‌های کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می‌باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت مدیره را از سوی دیگر برقرارمی نماید و در نهایت این مکانیسم‌ها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه‌کنندگان منابع مالی و سایر گروه‌های ذینفع فراهم می‌نماید مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاری‌شان با سود معقولی برگشت شده و مکانیزم ارزش آفرینی لحاظ خواهد شد [۷].

- **مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و نقش آنها در ارزش ایجاد شده برای سهامداران**

ساختار هیئت مدیره

الف) نقش تفکیک پست‌های رئیس هیئت مدیره از مدیر عامل در ارزش ایجاد شده

در نظریه نمایندگی، تقسیم مسئولیت‌ها در سطح عالی شرکت، باید به روشنی مشخص شده باشد تا از توازن قدرت و حدود اختیارات اعضای هیئت مدیره، اطمینان نسبی حاصل شود. در گزارش‌های کدبری (۲۰۰۲) و هیگز (۲۰۰۳) توصیه شده است که بین اعضای هیئت مدیره، باید توازن قدرت وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل بی قید و شرط فرآیند تصمیم‌گیری شرکت نباشد. این امر منجر به توزیع مجدد قدرت تصمیم‌گیری از مدیران به هیئت مدیره می‌گردد. رچنر و دالتون (۱۹۹۱)، دی آونی (۱۹۹۲) و دیلی و دالتون (۱۹۹۴) در تحقیقاتی به مثبت بودن نقش تفکیک وظایف پست‌های بالای شرکت در عملکرد اشاره نمودند. با وجود مبانی نظری و یافته‌های تحقیقات علمی، نتایج تا آن اندازه متقاعد کننده به شمار نمی‌آیند که در عمل، شاهد تفکیک وظایف مذکور بین رئیس هیئت مدیره و مدیران اجرایی شرکت‌ها باشیم[۱۱].

---

1. Created Shareholder Value
2. Economic Value Added

www.SID.ir

Archive of SID

ب) نقش مدیران غیرموظف (غیر اجرایی) در ارزش ایجاد شده

میزان استقلال اعضای هیئت مدیره[1] یکی از عواملی است که بر کارایی هیئت مدیره می‌افزاید. در بسیاری از تحقیقات حسابداری تا به حال برای کمی سازی این شاخص از نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره استفاده شده است. اعضای غیرموظف هیئت مدیره[2] از کارشناسان خبره‌اند که در کنترل و تصمیم‌گیری نیز بسیار ماهر هستند. این افراد مسئولیت اجرایی در شرکت ندارند و حقوق ماهیانه دریافت نمی‌کنند[۸]. در بسیاری از تحقیقات [۱۹] و [۲۰] اثبات شده است که حضور مدیران غیراجرایی در هیئت مدیره اثرات مثبتی بر عملکرد و ارزش آفرینی شرکت‌ها دارد.

ساختار مالکیت شرکت‌ها

الف) نقش سهامداران نهادی در ارزش و ثروت ایجاد شده

سرمایه گذاران عمده با استفاده از حق رای، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیئت مدیره شرکت نفوذ کرده و لذا می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند[۲]. علیرغم وجود مبانی نظری قابل اتکا در این مورد، نتایج تجربی تحقیقات در رابطه با ارتباط بین ترکیب سهامداران و عملکرد شرکت‌ها قدری به هم گره خورده و گاهی نتایج متناقضی حاصل می‌شود. استیق لیتز (۱۹۸۵) اولین بار استدلال کرد که یکی از راه‌های مهم کنترل و پیگیری منافع و افزایش آن توسط مدیریت، تمرکز مالکیت[3] است (افزایش سهامدار نهادی)[۲۱].

ب) تمرکز مالکیت و حاکمیت شرکتی

جدایی مدیریت از مالکیت، تنها دلیل ایجاد مساله نمایندگی و هزینه‌های آن بین سهامداران و مدیران نیست، بلکه پراکندگی مالکیت در تعداد زیادی سهامدار کوچک نیز می‌تواند دلیلی بر آن باشد. روئه (۱۹۹۰) معتقد است که در ترکیب مالکیت گسترده، هیچ یک از سهامداران کوچک انگیزه‌ای برای نظارت ندارند زیرا در این صورت، هر شخص سهامداری که بخواهد بر عملکرد شرکت نظارت کند، باید هزینه‌های مرتبط با آن را بپردازد و این در حالی است که بقیه سهامداران نیز از آن منافع استفاده می‌کنند[۶]. در تحقیقات تجربی برای اندازه‌گیری تمرکز مالکیت رویکردهای متفاوتی ارائه شده برای مثال دمستز و لن (۱۹۸۵) تمرکز مالکیت را مجموع سهام در اختیار ۵ و یا ۲۰ سهامدار بزرگ شرکت تعریف می‌کنند. راک (۱۹۸۹) و تلگولی و

1. Board Independency
2. Non-Executive Directors
3. Concentrated Ownership

www.SID.ir

Archive of SID

همکاران (۲۰۰۳) تمرکز مالکیت را به عنوان مجموع درصدهای سهامداران عمده بالای ۵٪ تملک تعریف می‌کنند[۱۲].

سهام شناور آزاد

سهام شناور آزاد[1]، مقدار سهمی است که انتظار میرود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. موسسه-مورگان‌استانلی[2]سهام‌شناورآزاد را نسبتی از سهام شرکت تعریف می‌کند که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران‌نهادی نگهداری نشود. پس سهام شناور آزاد برابر خواهد بود با کل سهام‌منتشره شرکت منهای تعداد سهام در اختیار سهامداران نهادی.

نقش مرجع حسابرسی در ارزش و ثروت ایجاد شده

یک فرض مهم نظریه‌ی نمایندگی این است که تایید کارهای کارگزار برای کارگمار مشکل و پیچیده است. حسابرسی مستقل یکی از با اهمیت ترین و در عین حال موثر ترین روش‌ها، برای همسو کردن منافع سهامداران و مدیران به شمار می‌رود. از طرف دیگر خوش نامی و شهرت نهاد حسابرسی تأثیر زیادی بر اعتماد[3] و اعتبار[4] اطلاعات و داده‌های حسابداری دارد. در مبانی تئوریک اندازه موسسه حسابرسی تأثیر مستقیمی بر شهرت و اعتبار آن موسسه خواهد داشت. فرانسیس و سیمون (۱۹۸۷)، دی (۱۹۹۳)، یانگ جاناتان و لین (۱۹۹۳) و هوگان و جتر (۱۹۹۷) نشان داداند، موسسه‌های حسابرسی بزرگ به نسبت موسسه‌های کوچک، حسابرسی با کیفیت‌تری انجام می‌دهند[۹].

- **ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام (CSV)**

در سه دهه اخیر ایده **ارزش** برای سهامداران و **ثروت ایجاد شده**[5] برای سهامداران همزمان با شکل‌گیری حاکمیت شرکتی در اقتصادی‌ها و شرکت‌ها، در سراسر جهان مطرح شده است. بحث حداکثر کردن ثروت سهامداران در تدوین اصول حاکمیت شرکتی در کشورهای با اقتصاد سرمایه‌داری همیشه مورد تاکید قرار می‌گیرد. اما منظور از حداکثر کردن ثروت و ارزش ـ سهامداران چیست؟ آیا به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی، عملکرد و کارایی واحدهای اقتصادی

---

1. Free Float
۲. موسسه مورگان استانلی یک موسسه بین المللی در زمینه تعیین شاخص است (Morgan Stanley Capital International Inc).
3. Reliability
4. Credibility
5. Created Shareholder Value

www.SID.ir

Archive of SID

را افزایش می‌دهد؟ این موارد سولات اساسی در مورد بـه چـالش کشـیدن ایـن موضـوع مطـرح می‌کند. سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه بـه این که افزایش ثروت در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزشیابی واحد تجـاری و بـه کارگیری شاخص‌های مناسب برای مالکان دارای اهمیت زیاد است[۵]. نرخ‌بازده یک ورقه‌بهادار، عامل اصلی در انتخاب سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه گـذار بـیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش دارایی سرمایه‌گذاری شـده بیشـتر بـوده و ثـروت بیشـتری ایجاد می‌شود. به این افزایش **ارزش** ایجاد شده سهامدار، ارزش ایجاد شـده بـرای سـهامداران[1] (CSV) اطلاق می‌شود [۱۳]. این معیاراز روش‌های تعیین‌ارزش‌شرکت‌ها است که توسط فرناندز (۲۰۰۱) ارائه شده است.

- **ارزش افزوده اقتصادی (EVA)**

ارزش افزوده اقتصادی شاخصی است مبتنی بر VBM[2] که به کنترل کـل ارزش ایجـاد شـده در یک تجارت می‌پردازد. براساس این معیار، ارزش یک شرکت به دو عامل بستگی دارد [۱]:

۱) بازده سرمایه به کار گرفته شده در شرکت؛
۲) هزینه سرمایه به کارگرفته شده در شرکت.

معیار EVA بر خلاف معیارهای سنتی، سودآوری واقعـی شـرکت‌هـا را مـورد بررسـی قـرار میدهد، یعنی هزینه‌های مستقیم بدهی و غیر مستقیم حقوق صاحبان سهام را مد نظر قرار داده و در محاسبه آن ضمن اینکه کلیه هزینه‌های تامین مالی در نظر گرفته می‌شوند، کـاملاً برالزامـات حداکثرسازی ثروت سهامداران منطبق است[۵].

پیشینه تحقیق

گومپرز و همکارانش(۲۰۰۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی مطلوب، نسبت به سایر شرکت‌ها از ارزش ایجاد شده بالاتری برخـوردار هسـتند و صـورت‌هـای مالی آنها نشانگر معیارها و شاخص‌های بالای ارزیابی حسابداری است (مانند نـرخ بـازده حقـوق صاحبان سهام)[۴] . همین طور براون و کایلر (۲۰۰۵) و دورنیو و کیم (۲۰۰۵) در نتـایجی‌مشـابه دریافتند که حاکمیت شرکتی‌مطلوب، باعث سودآوری بیشتر شرکت‌ها شده که این موضوع باعث افزایش قیمت سهام و سود سهام پرداختی به سهامداران می‌شود[۱۶]

1. Crated Shareholder Value
2. Value based management

www.SID.ir

Archive of SID

یرماک (۱۹۹۶) پژوهشی برای یافتن ارتباط میان تفکیک مسئولیت رئیس هیئت مدیره با مدیر اجرایی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران انجام داد. یافته‌ها حاکی از این بود که وقتی مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره دو فرد مجزا باشند، شرکت ثروت بیشتری را ایجاد می‌کند[۲۳].

روزنشتاین و وایت (۱۹۹۰) در تحقیقی شواهدی را بدست آوردند که نشان می‌داد اگر اکثر اعضای هیئت مدیره غیر موظف باشند، این موضوع اثر مستقیمی بر ثروت سهامداران میگذارد. در نتیجه‌ی عکس بیینر و همکاران (۲۰۰۴) [۱۰] هیچ رابطه‌ای میان تعداد اعضای غیر موظف و ارزش شرکت پیدا نکردند. نتایج تحقیق اوکانل و کرامر (۲۰۱۰) [۱۸] نیز نشانگر رابطه مثبت حضور مدیران غیر موظف در هیئت مدیره با عملکرد شرکت‌ها است.

نتایج تحقیق نویسی و نایکر (۲۰۰۶) [۱۷] نشان می‌دهندکه حضور سرمایه گذاران نهادی تأثیر مثبت بر ارزش شرکت خواهد داشت. تاسیا و گو (۲۰۰۷) [۲۲] در تحقیقی، ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه می‌باشد. آنها نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی ممکن است به سرمایه گذاران کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

کاپوپولوس‌و لازاری تو(۲۰۰۷)[۱۵] در تحقیقی نشان داداند، ساختارمالکیت متمرکز به گونه-ای مثبت با سودآوری بالاتر شرکت ارتباط دارد و برای کسب سودآوری بالاتر به مالکیت با پراکندگی کمتر نیاز است.

قنبری (۱۳۸۶) [۴] در پژوهشی به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد پرداخته است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد نسبت حضور اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکتها تأثیری نداشته و وجود حسابرس داخلی رابطه مستقیم و مثبت با عملکرد دارد. از طرف دیگر حضور سرمایه گذار نهادی با عملکرد شرکت رابطه مثبت دارد.

فعلی (۱۳۸۷) [۳] در تحقیق نشان می‌دهد رابطه معنی داری بین درصد مدیران غیر موظف و ارزش شرکت وجود ندارد. نتیجه کلی تحقیق نشان می‌دهد که بین متغیرهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه‌های تحقیق

تحقیق حاضر به دنبال بررسی رابطه برخی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام (CSV) و ارزش افزوده اقتصادی (EVA) است. از این رو در این تحقیق دو فرضیه اصلی زیر مورد بررسی قرار می‌گیرد:

www.SID.ir

Archive of SID

فرضیه اصلی اول: بین حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه وجود دارد.
فرضیه اصلی دوم: بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

جامعه آماری، نمونه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع و گروه‌های مختلف می‌باشد. اطلاعات و داده‌های آماری مربوط به شرکت‌های قرار گرفته شده در نمونه آماری در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۵تا ۱۳۸۹ جمع آوری شده است.

برای انتخاب نمونه در این تحقیق از روش حذف سیستماتیک استفاده شده که معیارهای اعمال شده برای انتخاب نمونه به شرح زیر است:

۱) شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده و تا سال ۱۳۸۹ عضویت آن تداوم داشته باشد.
۲) شرکت در طول دوره تحقیق وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشد.
۳) دوره مالی شرکت منتهی به پایان سال شمسی باشد.
۴) شرکت جزء بانک‌ها و موسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد.
۵) دسترسی لازم به اطلاعات آن‌ها وجود داشته، به گونه‌ای که بتوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران(CSV)و ارزش افزوده اقتصادی را استخراج نمود.

با اعمال محدودیت‌های فوق ۶۹ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران از ۱۳ صنعت به عنوان نمونه انتخاب شده است.

روش شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف جزء تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش شناسی از نوع تحقیقات همبستگی پس رویدادی می‌باشد. در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه با مدل چند متغیره پایه زیر استفاده شده است.

$$Attrib_t^k = \alpha + \beta_1(DUAL_{i,t}) + \beta_2(BODS_{i,t}) + \beta_3(B.Hold_{i,t}) + \beta_4(OS_{i,t}) + \beta_5(Parent_{i,t}) + \beta_6(GI_{i,t}) + \beta_7(MFF_{i,t}) + \beta_8(\mathbf{Audit}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن :

www.SID.ir

Archive of SID

$Attrib_t^k$: به ترتیب در فرضیه K ام (اول و دوم) معادل ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در سال t است؛

DUAL : تفکیک پست‌های سازمانی مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره؛

BODS : ساختار هیئت مدیره؛

B.Hold : درصد سهام نگهداری شده توسط بزرگترین سهامدار شرکت؛

OS : ساختار سهام‌داران؛

Parent : اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی؛

GI : میزان مالکیت و نفوذ دولت در شرکت؛

MFF : درصد سهام شناور آزاد شرکت؛

Audit : مرجع حسابرسی شرکت (دولتی یا خصوصی بودن)؛

ε : خطا (جزء اخلال).

متغیرهای تحقیق و نحوه سنجش آنها

جدول (۱) مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و نحوه سنجش آنها را نشان می‌دهد.

جدول ۱. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و نحوه سنجش آنها

نام متغیر	تعریف عملیاتی
تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره	اگر پست مدیر عامل و رئیس هیات مدیره بر عهده یک نفر باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر لحاظ می شود.
ساختار هیئت مدیره	نسبت اعضاء غیر مؤظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره.
میزان مالکیت بزرگترین سهامدار	درصد سهام تحت تملک بزرگترین سهامدار شرکت.
ساختار مالکیت شرکت	جمع درصد سهام تحت تملک سهامداران بالای پنج درصد می باشد.
اصلی یا فرعی بودن شرکت	اگر شرکت تحت کنترل شرکت دیگری باشد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
میزان نفوذ و مالکیت دولت	اگر بزرگترین سهامدار دولت یا شبه باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
درصد سهام شناور آزاد	مقدار سهمی است که انتظار می رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد.
مرجع حسابرسی شرکت	اگر صورت‌های مالی توسط مرجع دولتی (سازمان حسابرسی) رسیدگی شود عدد یک و در غیر این (مرجع خصوصی) صورت عدد صفر لحاظ می شود.

www.SID.ir

Archive of SID

محاسبه ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام

رابطه ۱)

(هزینه سهام عادی × ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)− ارزش افزوده سهامداران = CSV

رابطه ۲)

افزایش در ارزش بازار حقوق صاحبان سهام = ارزش افزوده سهامداران
سودهای نقدی توزیع شده + پرداخت‌های سهامداران −

محاسبه ارزش افزوده اقتصادی (EVA):

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \times Capital_{t-1})$$ رابطه ۳)

در رابطه (۳) NOPAT سود عملیاتی پس از مالیات[1]، WACC میانگین موزون هزینه سرمایه[2] و Capital سرمایه به کار گرفته شده است.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌ها در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول ۲. نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های تحقیق

متغیر	علامت	تعداد مشاهدات	میانگین	انحراف معیار	مینیمم	ماکزیمم
ساختار هیئت مدیره	BODS	۳۴۱	۶۰	۲۰/۴۷۵	۱۰	۱۰۰
میزان مالکیت بزرگترین سهامدار	B Hold	۳۴۱	۵۶/۷	۲۰/۴۱۲	۷	۹۸/۹۳
ساختار مالکیت	O. S	۳۴۱	۷۵/۴۸	۱۸/۱۸۳	۰	۹۸/۹۳
درصد سهام شناور آزاد	MFF	۳۴۱	۲۲/۸۶	۱۲/۴۶۲	۵	۷۵
ارزش ایجاد شده برای سهامداران	CSV	۳۴۱	−۲/۷۵E۱۱	۹/۲۵۵E۱۱	−۸/E۱۲	۳/E۱۲

1. Net Operating Profit After Tax (NOPAT)
2. Weighted Average Cost of Capital

www.SID.ir

Archive of SID

نتایج آزمون فرضیه‌ی اول اصلی و مدل مورد استفاده

$$CSV_{i,t} = \alpha + \beta_1(DUAL_{i,t}) + \beta_2(BODS_{i,t}) + \beta_3(B.Hold_{i,t}) + \beta_4(OS_{i,t}) + \beta_5(Parent_{i,t}) +$$

$$\beta_6(GI_{i,t}) + \beta_7(MFF_{i,t}) + \beta_8(\mathbf{Audit}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی اول

نام متغیر	نماد	ضریب	آماره t	P-Value
مقدار ثابت	α	-۴۴/۳۱۷	-۱۱/۲۶۴	۰/۰۰۰
تفکیک وظایف مدیر عامل	DUAL	۰/۴۱۶	۰/۸۲۱	۰/۴۱۲
ساختار هیئت مدیره	BODS	۰/۱۳۸	۰/۵۲۱	۰/۶۰۳
بزرگترین سهامدار	B Hold	۰/۰۵۶	۳/۵۶۱	۰/۰۰۰
ساختار مالکیت	O. S	۱/۶۵۱	۲/۱۳۵	۰/۰۲۱
اصلی یا فرعی بودن	Parent	۱/۷۴۰	۱/۷۹۶	۰/۰۹۶
نفوذ دولت	G .I	-۲/۰۷۴	-۴/۱۰۲	۰/۰۰۰
درصد سهام شناور	MFF	۰/۷۳۳	۳/۶۰۶	۰/۰۰۰
مرجع حسابرسی	Audit	-۰/۷۶۳	-۱/۲۰۵	۰/۲۰۸
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	آماره دوربین- واتسون (D-W)	ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده
	۶/۰۶۶	۰/۰۰۰	۱/۶۸۱	R^2=۰/۲۰۴ = Adj$R^2$۰/۲۰۱

نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم و مدل مورد استفاده

$$EVA_{i,t} = \alpha + \beta_1(DUAL_{i,t}) + \beta_2(BODS_{i,t}) + \beta_3(B.Hold_{i,t}) + \beta_4(OS_{i,t}) + \beta_5(Parent_{i,t})$$

$$+ \beta_6(GI_{i,t}) + \beta_7(MFF_{i,t}) + \beta_8(\mathbf{Audit}_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ٤. نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم

نام متغیر	نماد	ضریب	آماره t	P-Value
مقدار ثابت	α	-۳۸/۴۲۰	-۱۰/۰۰۶	۰/۰۰۰
تفکیک وظایف مدیر عامل	DUAL	۰/۴۷۵	۰/۹۶۱	۰/۲۱۱
ساختار هیئت مدیره	BODS	۰/۸۰۹	۱/۹۶۹	۰/۱۰۴
بزرگترین سهامدار	B Hold	۰/۵۳۲	۱/۹۰۸	۰/۰۱۱
ساختار مالکیت	O. S	۰/۸۱۷	۱/۵۰۸	۰/۰۹۶
اصلی یا فرعی بودن	Parent	۰/۱۸۱	۰/۳۷۹	۰/۷۰۵
نفوذ دولت	G .I	-۲/۳۲۶	-۳/۶۴۱	۰/۰۰۰
سهام شناور	MFF	۰/۴۹۸	۲/۵۱۲	۰/۰۱۳
مرجع حسابرسی	Audit	-۰/۸۰۸	-۱/۴۰۳	۰/۰۹۱
کل مدل رگرسیون	آماره F	P-Value	آماره دوربین- واتسون (D-W)	ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده
	۶/۰۶۶	۰/۰۰۰	۱/۶۸۱	R^2=۰/۲۰۸ $AdjR^2$ = ۰/۱۱۸

با توجه به نتایج آزمون مدل کلی فرضیه‌های اصلی اول و دوم که در جداول (۳) و (۴) ارائه شده‌اند، سطح معنی داری آماره F کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. آماره دوربین واتسون در فاصله بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار داشته و بنابراین همبستگی بین اجزای خطای مدل‌ها وجود ندارد.

تحلیل و تفسیر نتایج تحقیق و نتیجه‌گیری

در مبانی نظری تحقیق بر اهمیت تفکیک وظایف رئیس هیئت مدیره و مدیر عامل در شرکتها تاکید شده است. به خاطر ساختار مالکیت متمرکز و غالباً دولتی در اکثر شرکت‌های بورسی تفکیک وظایف بین رئیس و نائب رئیس هیئت مدیره با مدیرعامل، عامل تأثیرگذار در عملکرد و ثروت سهامداران نبوده است. از سوی دیگر طبق مبانی نظری تحقیق اعضای غیر موظف هیئت مدیره از جایگاه مهمی در همسو سازی منافع سهامداران با مدیران اجرایی برخوردارند. ولی نتایج تحقیق نشان می‌دهد که حضور اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره رابطه‌ای با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی ندارد.

www.SID.ir

Archive of SID

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که رابطه مثبتی بین میزان سهام تحت تملک سهامداران نهادی با ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی وجود دارد. طبق مبانی نظری سرمایه گذاران نهادی با استفاده از حق رای، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیئت مدیره شرکت نفوذ کرده و می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند.

همچنین نتایج تحقیق نشان دهنده رابطه مثبت بین ساختار متمرکز و ارزش ایجاد شده برای سهامداران است. در مقابل نتایج آزمون فرضیه دوم اصلی نشان می‌دهد بین ساختار مالکیت شرکت و ارزش افزوده اقتصادی رابطه وجود ندارد. که دلیل آن هم امکان دارد از تمرکز شدید مالکیت باشد. در واقع سهامداران عمده با دخالت در بازار و روند قیمت سهام بر روی متغیر ارزش ایجاد شده برای سهامداران که یک متغیر متکی بر ارقام بازار است، تأثیر گذاری دارند ولی در مقابل بر روی یک معیار داخلی ارزیابی عملکرد (EVA) تأثیر گذاری ندارند.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد بین اصلی یا فرعی بودن شرکت مورد بررسی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی رابطه وجود ندارد.

همچنین نتایج تحقیق نشانگر رابطه منفی بین میزان مالکیت و نفوذ دولت یا ارگان‌های شبه دولتی در شرکت و ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش‌افزوده‌اقتصادی است. در حال حاضر با توجه به ابلاغ سیاست‌های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی، سازمان خصوصی‌سازی و سازمان بورس اوراق بهادار مکلف به اجرای آن از طریق واگذاری شرکت‌های دولتی و کاهش تصدی‌گری دولت، وضعیت کشور در حال گذار از اقتصاد دولتی به اقتصاد خصوصی می‌باشد. موفقیت در فرآیند خصوصی‌سازی مستلزم اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه است، بنابراین اتخاذ راهکارهای لازم به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌های مشمول واگذاری امری اجتناب ناپذیر است.

شواهد تحقیق نشان می‌دهد که بین ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی با درصد سهام شناور آزاد شرکت در بورس رابطه مثبت وجود دارد. نتایج این تحقیق حاکی از آن است که ساختار متمرکز مالکیت در ایران از طرفی میتواند به ثروت سهامداران لطمه اساسی وارد کرده و از طرف دیگر می‌تواند باعث افزایش ثروت آنها شود. این بیانگر این است که بایستی حد تعادل در نحوه توزیع مالکیت لحاظ شود.

یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد بین مرجع حسابرسی شرکت (یعنی دولتی بودن یا خصوصی بودن مرجع حسابرسی) و ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی رابطه‌ای وجود ندارد.

www.SID.ir

Archive of SID

پیشنهادهای حاصل از تحقیق

الف) سازمان بورس اوراق بهادار در تدوین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به تفکیک دقیق وظایف مدیران اجرایی از رئیس و نائب رئیس هیئت مدیره توجه اساسی نموده و بر نقش نظارتی مدیران غیر موظف شرکت‌ها به عنوان عوامل تأثیر گذار توجه لازم را مبذول نمایند.

ب) مدیران شرکت‌ها

۱) اعضای غیر موظف هیئت مدیره استقلال خود را حفظ و نقش نظارتی بر عملکرد شرکت را به نحو مطلوب ایفا نمایند.

۲) هیئت مدیره شرکت به معیارهای نوین اندازه‌گیری ثروت همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی توجه لازم را مبذول داشته و درگزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع عمومی این دو متغیر را محاسبه و ارائه نمایند.

ج) اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران همواره در سرمایه‌گذاری خود و خرید سهام به متغیرهای ثروت آفرینی همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی توجه نمایند.

منابع

۱. انوری رستمی.ع، تهرانی.رضا، سراجی. ح ،(۱۳۸۳)،.« بررسی ارتباط میان ارزش افزوده اقتصادی ،سود قبل از بهره و مالیات جریانات نقدی فعالیتهای عملیاتی با ارزش بازار سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران »، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۷ پاییز ۱۳۸۳.

۲. حساس یگانه، ی، مرادی، م، اسکندر ، ه.(۱۳۸۷) ، بررسی *رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت* ، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ، دوره ۱۵، شماره ۵۲ ،ص۱۲۲-۱۰۷.

۳. فعلی، م.، (۱۳۸۷)،« بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران.

۴. قنبری،ف.، (۱۳۸۶)، « بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه الزهراء(س).

www.SID.ir

Archive of SID

۵. نوروش، ا. مشایخی،(۱۳۸۳)، «سودمندی ارزش افزوده در پیش بینی سود حسابداری شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های۸۱-۱۳۷۵»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، تابستان ۱۳۸۳.

۶. نیکومرام، ه.، بادآورنهندی، ی.،(۱۳۸۸)، «تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل موثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران»، فصلنامه فراسوی مدیریت، سال دوم، شماره ۸، ص ۱۸۸-۱۴۱.

۷. مشایخ، ش. و اسماعیلی، م.، ۱۳۸۵، *بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران*، بررسیهای حسابداری و حسابرسی ، شماره ۴۵ .

8 . Beasley, M. and Salterio, S., 2001, the relationship between board characteristics and voluntary improvements in audit committee composition and experience, **Contemporary Accounting Research**, V.18.

9 . Beatty, R.P. (1989), "Auditor reputation and their pricing of initial public offerings", **The Accounting Review**, Vol. 64, pp. 693-709.

10 . Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. and Zimmermann, H. (2004), ''is board size an independent corporate governance mechanism? **Kyklos**, Vol. 57, pp. 327-57.

11 . Daily, C. M. and Dalton, D.R., 1994, corporate governance and the bankrupt firm: an empirical assessment, **Strategic Management Journal**, Vol. 15, No. 6, pp. 643-56.

12 . Demsetz, H. and Lehn, K., 1985, the structure of corporate ownership: causes and consequences**, Journal of Political Economy**, Vol. 93, pp. 1155-77.

13 . Fernandez, P., 2001, A definition of shareholder value creation, working paper, SSRN, Rochester, NY.

14 . Jensen, M.C. and Meckling, W.H., 1976, Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure, **Journal of Financial Economics**, Vol. 3, pp. 303-60.

15 . Kapopoulos, P. and Luazaretou, S., 2007, Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Greek Firms, **Corporate Governance,** Vol.15 (2), pp.144-158.

16 . Khanchel, I., 2007, corporate governance: measurement and determinant analysis, **Managerial Auditing Journal** Vol. 22 No. 8,

17 . Navissi, F. and Naiker, V., 2006, Intuitional Ownership and Corporate Value, **Managerial Finance**, Vol 32(3).pp.247-256

www.SID.ir

Archive of SID

18 . O'Cannell, V., Cramer, N., 2010, the relationship between firm performance and board characteristics in Ireland, **European management journal** 2010, article in press, doi: 10.1016.2009.11.002.

19 . Peasnell, V., Pope, F. and Young, S., 2003, Managerial equity ownership and the demand for outside directors, **European Financial Management**, Vol. 9 No. 2, pp. 99-118.

20 . Rosenstein, S. and Wyatt, J.G., 1990, Outside directors, board independence and shareholder wealth, **Journal of Financial Economics**, Vol. 26, pp. 175-91.

21 . Stiglitz, J., 1985, Credit markets and the control of capital, **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 7, pp. 133-52.

22 . Tasia, H.and Gu, Z., 2007, The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance, **Hospitality Management**, Vol.26, pp.517-530.

23 . Yermack, D., 1996, Higher market valuation of companies with a small board of directors, **Journal of Financial Economics**, Vol. 40.

www.SID.ir