Archive of SID

پژوهشنامه‌ی مدیریت اجرایی
علمی – پژوهشی
سال دهم، شماره ۲۰، نیمه‌ی دوم ۱۳۹۷

بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار و حاکمیت شرکتی

فرزانه انوشیروانی*
رحمان ساعدی**

چکیده

هدف تحقیق بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار و قلمرو مکانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بوده است. بر اساس روش حذف سیستماتیک ۱۴۵ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید و به منظور تحلیل داده¬ها ابتدا آزمون های ناهمسانی واریانس،F-لیمر و هاسمن و آزمون جارک – برا و سپس آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق استفاده گردید. نتایج نشان داد هنگامی که رقابت در بازار محصول بالاست، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد و هنگامی که رقابت در بازار محصول بالا است و حاکمیت شرکتی قوی است، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد. در نتیجه هنگامی که بازارها رقابتی هستند، قدرت اجرایی مدیران افزایش می‌یابد و مدیران اجرایی با تصمیم گیری‌های سریع و واکنش به تغییرات در شرایط بازار ارتباط برقرار می‌کنند. همچنین حاکمیت قوی شرکت‌ها منجر به نظارت مؤثر بر مدیران می‌شود و باعث می‌گردد تا مدیران تصمیمات استراتژیک خود در جهت ارزش شرکت سوق دهند.

واژگان کلیدی: قدرت مدیر عامل، ارزش شرکت، رقابت بازار، حاکمیت شرکتی، سهامداران

---

* دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه ازاد اسلامی واحد دولت آباد، اصفهان ایران farzane@yahoo.com

** نویسنده مسئول، استادیار گروه حسابداری، دانشگاه ازاد اسلامی واحد دولت آباد، اصفهان ایران
saedi.rahman@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

۱- مقدمه

قدرت مدیریت، پژوهشگران بسیاری را در زمینه‌های اقتصادی، مالی، مدیریت و روانشناسی اجتماعی به خود جذب کرده است. موقعیت مدیر عامل به عنوان منبع قدرت و مدیران اجرایی به عنوان معماران اصلی استراتژی نوآوری شرکت و رهبران در ایجاد ارزش (ثروت) برای سهامداران به عنوان معمار اصلی درک می‌شود. با این حال، هیچ اجماعی در مورد این که دقیقاً چگونه قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت در ارتباط می‌باشد، وجود ندارد. تئوری نمایندگی معتقد است که افزایش قدرت مدیر عامل، مشکل نمایندگی را افزایش می‌دهد و باعث تقویت منافع مدیریتی و منحرف کردن منافع مدیران و سهامداران می‌شود. استدلال می‌شود که قدرت مدیر عامل باعث افزایش توانایی مدیریتی برای به دست آوردن مزایای شخصی را به هزینه سهامداران شده و با ارزش شرکت ارتباط منفی دارد. نظریه سازمانی، با این حال ادعا می‌کند که قدرت مدیر عامل شرکت همیشه مضر نیست و در شرایط خاص می‌تواند مفید باشد. مدیران اجرایی قدرتمند می‌توانند با تصمیم گیری سریع و واکنش سریع به تغییرات، در شرایط بازار موفق باشند. با این حال، مدیران عامل قدرتمند، در مورد نتایج تصمیمات خود دارای اعتماد به نفس بیش از حد بوده و خوش¬بین هستند و در تصمیم¬گیری‌های استراتژیک خود توصیه‌های حرفه‌ای و تخصصی را بیشتر نادیده می‌گیرند. این امر می‌تواند به قضاوت‌های اشتباه پر هزینه منجر شود. این دو دیدگاه نشان می‌دهند که ممکن است قدرت اجرایی برای ایجاد ارزش مفید یا مضر باشد. در مطالعه حاضر بررسی می‌شود که آیا رقابت در بازارهای محصولات و حاکمیت شرکتی می‌توانند در توضیح اینکه چه زمانی قدرت مدیران اجرایی با ایجاد ارزش در ارتباط خواهد بود، کمک کند. رقابت در بازار محصولات، به عنوان یک ابزار انضباطی عمل می‌کند و باعث می‌شود که مدیران در تجارت کارآمد باشند. تهدید شکست و انحلال، هزینه‌های نمایندگی را از طریق ارائه انگیزه برای مدیران برای تصمیم گیری‌هایی برای افزایش ارزش شرکت،

www.SID.ir

Archive of SID

کاهش می‌دهد. در نتیجه رقابت در بازار محصولات، مدیران قدرتمند را به استفاده از قدرت خود در جهت منافع سهامداران مرتبط می‌کند، وقتی بازارها کمتر رقابتی هستند، مدیران اجرایی انگیزه‌ای برای تلاش بیشتر ندارند، آن‌ها ترجیح می‌دهند تا زندگی آرامی داشته باشند و بسیار احتمال دارد از قدرت خود را برای کسب منافع شخصی سوء استفاده کنند (شیخ[1]، ۲۰۱۸).

رقابت در بازار محصول به عنوان یک ساز و کار حاکمیتی برون سازمانی و یک عامل مهم و حیاتی در اتخاذ تصمیمات افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها مطرح شده و به عنوان یک مؤلفه اثرگذار بر ارزش سهام شرکت‌ها نیز نقش آفرینی می‌کند (شیرخدایی و همکاران، ۱۳۹۵).

در پژوهش حاضر به بررسی تأثیر قدرت مدیر عامل بر ارزش شرکت در حضور نقش تعدیل گر رقابت بازار محصول و همچنین حاکمیت شرکتی در بازار پرداخته شده است. نتایج تحقیق شیخ (۲۰۱۸) نشان می‌دهد که قدرت مدیران عامل به‌صورت مثبت با ارزش شرکت در ارتباط است. با این حال، رابطه مثبت بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با رقابت در بازارهای محصولات تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین قدرت مدیرعامل تنها در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت بالا فعالیت می‌کنند، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد و در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت پایین فعالیت دارند، هیچ تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. همچنین قدرت مدیران عامل زمانی منجر به افزایش ارزش شرکت در بازارهای رقابتی می‌گردد که حاکمیت شرکتی نیز قوی است. هنگامی که حاکمیت شرکتی ضعیف باشد، قدرت مدیران اجرایی با ارزش شرکت ارتباطی ندارد، حتی زمانی که رقابت زیاد باشد. پیدایش انقلاب صنعتی و توسعه شرکت‌ها باعث جدایی مالکیت از مدیریت شده است. یکی از ساز و کارهای مناسب که

1 Sheikh

www.SID.ir

Archive of SID

مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران را بهبود می‌بخشد، حاکمیت شرکتی می‌باشد. حاکمیت شرکتی باعث می‌شود که منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد و موجب تنظیم اهداف شرکت می‌شود. رسیدن به اهداف شرکت در نتیجه عملکرد مطلوب شرکت حاصل خواهد شد؛ در این راستا مدیران به ویژه مدیرعامل نقش مهمی را در اداره شرکت ایفا می‌کنند و به عنوان یک رکن اساسی در پیشبرد اهداف سازمان مطرح می‌باشند. در نهایت یکی از ویژگی‌های مدیریت که به وسیله آن می‌تواند زمینه رشد و تعالی یا زمینه انحراف و فساد سازمان را فراهم آورد، قدرت می‌باشد و این امر به ماهیت وجودی و چگونگی استفاده از قدرت و منابع آن بستگی دارد (یاری داریونی، ۱۳۹۴). بنابراین با توجه به مطالب ارائه شده سؤال اصلی پژوهش این گونه تشریح می‌گردد که:

تأثیر قدرت مدیر عامل بر ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار و حاکمیت شرکتی چگونه است؟

۲- مبانی نظری

تئوری اقتصادی هاردکور[1] قدرت مدیر عامل را به عنوان یک مشکل نمایندگی درک می‌کند و معتقد است افزایش قدرت منجر به افزایش منافع مدیران شده است و استدلال می‌کند قدرت مدیر عامل، توانایی مدیریتی را در به دست آوردن مزایای شخصی به هزینه سهامداران افزایش می‌دهد و منجر به افزایش تأثیر مدیریتی بر تصمیمات استراتژیک بلندمدتی می‌گردد که بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند. با این حال تئوری مدیریت و سازمان، ادعا می‌کند که قدرت مدیران اجرایی همیشه مضر نیست و مزایا و هزینه‌هایی در ارتباط با اعطای قدرت به مدیران اجرایی وجود دارد (سا

1 Hardcore

www.SID.ir

Archive of SID

و استیگلیز[1]، ۱۹۸۶). برخی از مطالعات مانند آگروال و ناوبر[2] (۱۹۹۶)، ببچاک و همکاران[3] (۲۰۱۱) و لانیر و همکاران[4] (۲۰۱۳) معتقدند که مدیران اجرایی قدرتمند با عملکرد و ارزش پایین شرکت ارتباط دارند. سایر محققان نظیر (وسباچ[5] ، ۱۹۸۸)، (کاتر و همکاران[6]، ۱۹۹۷) دریافتند که قدرت مدیرعامل تأثیری مثبت بر عملکرد شرکت دارد. برخی محققان مانند؛ هرمالین و وسباچ[7] (۱۹۹۱) و مهران[8] (۱۹۹۵)، هیچ ارتباطی در این مورد نیافتند. این مطالعات نشان می‌دهند که رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت هنوز به عنوان مسئله‌ای باز باقی مانده است و نیازمند تحقیقات تجربی بیشتری است. از طرفی رقابت در بازارهای محصولات نقش مهمی در رعایت نظم و مدیریت مدیران و کاهش مشکلات سازمان دارد. هارت[9] (۱۹۸۳) نشان می‌دهد که رقابت در بازار محصولات انگیزه‌ای برای مدیران در اعمال تلاش و کاهش ریسک مدیریت می‌باشد. افزایش رقابت همچنین احتمال شکست را به ویژه برای آن دسته از شرکت‌هایی که هزینه‌های بالایی دارند، افزایش می‌دهد (اشمیت[10] ، ۱۹۹۷). در بازارهای رقابتی و شرایط تهدید مدیران در جهت انحلال، تصمیم گیری در مورد افزایش ارزش وجود ندارد (گراسمن و هارت[11] ، ۱۹۸۳). هان و همکاران[12] (۲۰۱۶) با استفاده از یک شاخص قدرت اجرایی نشان می‌دهند که مدیران اجرایی قدرتمند هنگامی که تحت فشار هستند و در صنایع رقابتی بالا فعالیت می‌کنند، نسبت به سایر

1 Sah & Stiglitz
2 Agrawal & Knoeber
3 Bebchuk, et al
4 Landier, et al
5 Weisbach
6 Cotter, et al
7 Hermalin & Weisbach
8 Mehran
9 Hart
10 Schmidt ۱۰
11 Grossman & Hart
12 Han, et al. ۱۲

www.SID.ir

Archive of SID

مدیران اجرایی عملکرد بسیار بدتری دارند. از این رو می توان گفت که هنگامی که رقابت در بازار محصول بالاست، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد. لذا فرضیه اول به صورت زیر مطرح می شود:

فرضیه اول: هنگامی که رقابت در بازار محصول بالاست، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد.

حاکمیت قوی شرکت‌ها منجر به نظارت مؤثر بر مدیران می‌شود و باعث می‌گردد تا مدیران تصمیمات استراتژیک خود در جهت ارزش شرکت سوق دهند و فرصت طلبی‌های مدیریتی و جستجوی منافع شخصی توسط وی را کاهش می‌دهد. رقابت در بازار محصولات ممکن است به عنوان یک جایگزین برای حاکمیت شرکتی ضعیف عمل کند. ژیرود و مولر[1] (۲۰۱۰) دریافتند که با ضعیف شدن حاکمیت شرکتی، عملکرد عملیاتی شرکت‌ها در صنایع کمتر رقابتی نسبت به صنایع با رقابت بیشتر کاهش می‌یابد. همچنین امان و همکاران[2] (۲۰۱۳) اظهار داشتند حاکمیت شرکت‌ها تنها در صنایع غیر رقابتی ارزش شرکت را به‌طور قابل توجه افزایش می‌دهد و هیچ تأثیری بر ارزش شرکت در صنایع رقابتی ندارد. با این حال ژانگ[3] (۲۰۱۷) استدلال می‌کند، در صورتی که شرکت‌ها قدرت بیشتری به مدیران اجرایی خود بدهند، رقابت و حاکمیت شرکتی مکمل یکدیگر هستند و در صورتی که شرکت دارای حاکمیت شرکتی قوی بوده و در بازاری با رقابت بالا فعالیت نماید، بازار واکنشی مثبت به دوگانگی وظایف مدیران اجرایی نشان می‌دهد. علاوه بر این، هنگامی که حاکمیت شرکتی ضعیف باشد، قدرت مدیر عامل شرکت ممکن است مشکلات سازمان را تشدید کند. به نظر می‌رسد که رقابت در بازار محصولات، زمانی که حاکمیت شرکتی قوی باشد، بیشتر یا کمتر مؤثر

1 Giroud & Mueller
2 Ammann, et al
3 Zhang

www.SID.ir

Archive of SID

باشد؛ از این رو می توان گفت که هنگامی که رقابت در بازار محصول بالا است و حاکمیت شرکتی قوی است، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه‌ی مثبتی دارد. لذا فرضیه دوم به صورت زیر مطرح می شود:

فرضیه دوم: هنگامی که رقابت در بازار محصول بالا است و حاکمیت شرکتی قوی است، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه‌ی مثبتی دارد.

۳- پیشینه تحقیق

نخعی و ابراهیم زاده (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه قدرت مدیر عامل با عملکرد بازار و عملکرد مالی بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این موضوع پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های این پژوهش حاکی از این است که بین قدرت مدیر عامل با عملکرد بازار و عملکرد مالی (بازده حقوق صاحبان سهام) رابطه معکوس معنی داری وجود دارد.

تقی زاده و کارزارجدی وند (۱۳۹۷)، در پژوهشی با عنوان تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و سودآوری به این موضوع پرداختند. نتایج فرضیه اول و دوم نشان داد که سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنی داری دارد. همچنین نتایج فرضیه سوم نشان داد که استقلال هیات مدیره بر ارزش شرکت تأثیر ندارد. نتایج فرضیه چهارم و پنجم نشان داد که سهامداران نهادی و تمرکز مالکیت بر سودآوری شرکت تأثیر مثبت و معنی داری دارد. در نهایت نتایج فرضیه ششم نشان داد که استقلال هیات مدیره بر سودآوری شرکت تأثیر ندارد. بنابراین با افزایش سهام مالکان نهادی و تمرکز مالکیت، ارزش شرکت و به تبع آن سودآوری افزایش می‌یابد.

www.SID.ir

Archive of SID

رضایی (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان رابطه بین قدرت مدیرعامل، مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق¬بهادار تهران (آزمون نظریه نمایندگی) به این موضوع پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، در شرکت‌هایی که بیش سرمایه¬گذاری وجود دارد، بین قدرت مدیر عامل که با معیارهای تنها عضو موظف، دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و قدرت مالکیت مدیر عامل مورد سنجش قرار گرفت با مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها که با معیارهای تأثیر اجتماعی، تعهدات اجتماعی و منافع اجتماعی مورد اندازه¬گیری قرار گرفت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد بین ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه¬گیری گردید و مسئولیت اجتماعی شرکت‌ها (سنجش مطابق معیارهای فوق)، ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد.

شیرخدایی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه میان افشای اطلاعات، رقابت بازار محصول و ارزش شرکت در بورس اوراق¬بهادار تهران به این موضوع پرداختند. یافته‌های تحقیق نشان داد افشای اطلاعات اثر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد . در نتیجه هر قدر اطلاعات بیشتری پیرامون شرکت افشا گردد، اعتماد سرمایه گذاران بیشتر و ارزش شرکت افزایش می یابد و همچنین رقابت بازار محصول اثر منفی و معناداری بر ارزش شرکت داشته است.

شیخ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان قدرت مدیرعامل، رقابت بازار محصول و ارزش شرکت به این موضوع پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که قدرت مدیران عامل به صورت مثبت باارزش شرکت در ارتباط است. با این حال، رابطه مثبت بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با رقابت در بازارهای محصولات تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین قدرت مدیرعامل تنها در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت بالا فعالیت می‌کنند، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد و در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت پایین

www.SID.ir

Archive of SID

فعالیت دارند، هیچ تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. همچنین قدرت مدیران عامل زمانی منجر به افزایش ارزش شرکت در بازارهای رقابتی می‌گردد که حاکمیت شرکتی نیز قوی است. هنگامی که حاکمیت شرکتی ضعیف است، قدرت مدیر اجرایی با ارزش شرکت ارتباطی ندارد، حتی زمانی که رقابت زیاد باشد.

شیخ (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان تأثیر رقابت بازار بر رابطه بین قدرت مدیر عامل و نوآوری شرکت به این موضوع پرداختند. نتایج حاصل از متغیرها نشان می‌دهد که مدیران عامل قدرتمند نسبت به سایر مدیران اجرائی، اختراعات بیشتری دارند. با این وجود، رابطه بین قدرت مدیران عامل و نوآوری از طریق رقابت در بازارهای محصولات تحت تأثیر قرار می‌گیرد. قدرت مدیران عامل تأثیر مثبت و معناداری بر نوآوری فقط در بازارهای رقابتی بالا دارد و با نوآوری در بازارهای رقابتی دارای ارتباط نمی‌باشد. به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که رقابت بازار محصول نقش مهمی در کاهش مشکلات سازمان‌ها ایفا می‌کند و مدیران عامل از قدرت خود در بهتر نمودن منافع سهامداران استفاده می‌کنند.

شیخ (۲۰۱۸)، در پژوهشی با عنوان مسئولیت اجتماعی شرکت، رقابت بازار محصول و ارزش شرکت به این موضوع پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مسئولیت اجتماعی شرکت به طور مثبت با ارزش بازار یک شرکت که توسط کیو توبین تعدیل شده با صنعت محاسبه شده مرتبط است. با این حال، این رابطه تحت تأثیر رقابت بازار محصول و گردش محصول قرار می‌گیرد. به طور خاص، مسئولیت اجتماعی شرکت بر ارزش در شرکت‌هایی که در محیط‌های رقابتی کم یا سیالیت محصول کم کار می‌کنند تأثیری ندارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد که تأثیر مسئولیت اجتماعی شرکت از سوی نقاط قوت مسئولیت اجتماعی شرکت هدایت می‌شود، زیرا نگرانی‌های مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. آزمون‌های دیگر نشان می‌دهد که ابعاد

www.SID.ir

Archive of SID

جامعه، تنوع و محیط زیست، عامل اصلی تأثیر کلی مسئولیت اجتماعی شرکت می‌باشند.

لی و همکاران ۱ (۲۰۱۷)، در پژوهشی با عنوان چه زمانی قدرت مدیران اجرایی سودمند است؟ به این موضوع پرداختند در این بازارها، سرمایه گذاران نسبت به اعطای قدرت بیشتر به مدیران عامل واکنش نشان می‌دهند و قدرت بیشتر باارزش بازار بالقوه، رشد فروش، سرمایه گذاری و تبلیغات و معرفی محصولات جدیدتر ارتباط دارد. بنابراین احتمال بیشتری دارد که شرکت‌های دارای مدیران اجرایی قدرتمند در بازارهایی تقاضای بالایی داشته باشند که شرکت‌ها با تهدیدهای ورود مواجه هستند.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی بین سال های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ می باشد. در تحقیق حاضر برای تعیین نمونه آماری ابتدا شرکنها از روش حذف سیستماتیک همگن می شوند و پس از همگن کردن جامعه آماری به روش حذف سیستماتیک از جامعه همگن شده بعنوان نمونه تحقیق استفاده می شود. بدین منظور آن دسته از شرکت های جامعه آماری که شرایط زیر را دارا باشند، به عنوان نمونه آماری انتخاب و مابقی حذف می شوند.

جدول ۱. انتخاب نمونه آماری

تعداد شرکتها در بورس تا پایان سال ۱۳۹۶	۵۲۰ شرکت
تعداد شرکتهاي که در سالهاي ۱۳۹۰الي ۱۳۹۶ در بورس حضور نداشته اند.	(۱۱۰) شرکت
تعداد شرکتهايي که سال مالي آنها منتهی به پایان اسفند نمي باشد.	(۱۳۰) شرکت
تعداد شرکتهايي که در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی داده اند.	(۱۶) شرکت

1 Li, et al

www.SID.ir

Archive of SID

تعداد شرکتهايي که سهام آنها حداقل يکبار در سال معامله نشده باشد.	(۶۳) شرکت
شرکتهای سرمایه گذاری و بانکها و بیمه ها	(۵۶) شرکت
تعداد شرکتهايي که داده هاي آنها جمع آوري شده است (نمونه نهايي)	۱۴۵ شرکت

۴- روش شناسی پژوهش

تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. برای جمع آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و در بخش داده‌های پژوهش از مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق نرم افزار Eviews استفاده گردیده است. در تحقیق حاضر جهت بررسی فرضیه اول پژوهش، مدل (۱) تدوین شده است:

(۱) ۳ Powerit* high competitionit+ β۲ Powerit+β۱Valueit=α+β
Capexpit+ ۶ RDit+ β۵ Debt to assetsit+ β۴Firm sizeit+ β
Profitabilityit+€it۸Advexpit+ β۷β

همچنین جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش، مدل (۲) ارائه می‌گردد:

(۲) Powerit* high competitionit ۲ Powerit+β۱Valueit=α+β
RDit+ ۵ Debt to assetsit+ β۴ Firm sizeit+ β۳*high GOVit + β
Profitabilityit+€it۸Advexpit+ β۷Capexpit+ β ۶β

www.SID.ir

Archive of SID

مدل‌های مذکور داریم:

Valueit: ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه گیری می شود؛ powerit: شاخص قدرت مدیرعامل؛ high competitionit: متغیر دامی برای رقابت بالا در بازار محصول؛ high GOVit: متغیر دامی برای حاکمیت شرکتی قوی؛ Firm sizeit: اندازه شرکت؛ Debt to assetsit: نسبت کل بدهی به کل دارایی؛ RDit: نسبت مخارج تحقیق و توسعه به کل فروش؛ Capexpit: نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی؛ Advexpit: نسبت مخارج تبلیغات بر کل دارایی؛ Profitabilityit: نسبت سود قبل از کسر بهره و مالیات بر کل دارایی. در ادامه شیوه اندازه گیری متغیرهای پژوهش ارائه می‌گردد:

متغیر وابسته پژوهش

الف- ارزش شرکت (Value): نسبت کیو توبین در مدل (۳) اندازه گیری می شود:

$$\text{Q Tobin's} = \frac{(\text{Mvcs} + \text{BVPS} + \text{BVLTD} + \text{BVINV} - \text{BVCL})}{\text{BVTA}} \quad (۳)$$

Mvcs: برابر با ارزش بازار سهام عادی شرکت؛BVPS: برابر با ارزش دفتری سهام ممتاز؛BVLTD: برابر با ارزش دفتری تسهیلات مالی دریافتی بلند مدت؛ BVINV: برابر با ارزش دفتری موجودی کالا؛BVCL: برابر با ارزش دفتری بدهی جاری؛BVCA: برابر با ارزش دفتری داری جاری؛ BVTA: برابر با ارزش دفتری مجوع دارایی ها.

متغیر مستقل

الف- شاخص قدرت مدیرعامل (power): ابتدا ۴ فاکتور زیر محاسبه می شود، سپس اعداد حاصل از هر فاکتور با هم جمع می شوند و امتیاز نهایی قدرت مدیر عامل محاسبه می گردد، بدیهی است کمترین امتیاز صفر و بیشترین امتیاز ۴ می باشد:

www.SID.ir

Archive of SID

۱) پاداش مدیر عامل (CEO pay): متغیر دامی که زمانی برابر با ۱ است که پاداش بیشتر از میانه نمونه باشد و در غیر این صورت ۰ خواهد بود. بدین صورت که تمامی شرکت¬ها در همه صنایع از نظر میزان پاداش مدیر عامل از کوچیک به بزرگ مرتب می شوند و مقدار میانه مبنای انتخاب قرار داده شده است. برای استخراج اطلاعات؛ از گردش حساب سود (زیان) انباشته، تصمیمات مجمع عمومی عادی سالیانه صاحبان سهام و خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی استفاده می شود. با توجه به اینکه شرکت ها تنها یک رقم را به عنوان پاداش اعلام می¬کنند و انواع پاداش از جمله پاداش غیرنقدی را افشا نمی کنند، همان رقم به عنوان پاداش کل در نظر گرفته می شود.

۲) دوگانگی نقش مدیر عامل (CEO duality): اگر همزمان یک نفر عضو هیئت مدیره و مدیرعامل باشد برابر ۱، در غیر این صورت برابر با صفر.

۳) استقلال هیئت مدیره (Board independence): عبارت است از ترکیب اعضاء هیئت مدیره و از طریق نسبت اعضاء غیر موظف به کل اعضاء هیات مدیره. محاسبه می گردد.

۴) دوره تصدی مدیر عامل (CEO tenure): زمانی برابر با ۱ است که دوره تصدی مدیر عامل بیشتر از میانه نمونه باشد و در غیر این صورت صفر خواهد بود (شیخ، ۲۰۱۸).

متغیرهای کنترلی

الف- اندازه شرکت (Firm size): لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت

ب- اهرم مالی (Debt to assets): نسبت کل بدهی به کل دارایی.

ج- نسبت مخارج تحقیق و توسعه به کل فروش (RD).

www.SID.ir

Archive of SID

د- نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی (Capexp): در مدل (۴) محاسبه می گردد:

$$\text{مخارج سرمایه ای} = \frac{\text{کل خرید دارایی های ثابت و هزینه های تحقیق و توسعه}}{\text{ارزش کل دارایی در ابتدای دوره}} \quad (۴)$$

Advexp: نسبت مخارج تبلیغات بر کل دارایی،

Profitability: نسبت سود (زیان) ویژه قبل از کسر مالیات بر کل دارایی.

متغیرهای تعدیل گر پژوهش

الف- متغیر دامی برای رقابت بالا در بازار محصول (high competition): در صورتی که رقابت بازار از میانه نمونه بالاتر باشد برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر که برابر است با شاخص هیرفندال هیرشمن که در مدل (۵) ارائه شده است:

$$HHI = \sum_{i=1}^{N_j} \left(SALES_{i,j} \Big/ \sum_{i=1}^{N_j} SALES_{i,j} \right)^2$$

SALESij: کل فروش شرکت i در صنعت j

ب- متغیر دامی برای حاکمیت شرکتی قوی (high GOV): در صورتی که رتبه حاکمیت شرکتی از میانه نمونه بالاتر باشد برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر. با توجه به افشای کامل شاخص های راهبری شرکتی از سوی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، چک لیستی متشکل از ۱۸ مؤلفه مرتبط با حاکمیت شرکتی که با محیط گزارشگری ایران سازگار است، تهیه گردید. سپس از روش کدگذاری و امتیازدهی استفاده شده که به هر یک از مؤلفه های حاکمیت شرکتی، امتیاز صفر و یا یک اختصاص یافته و از جمع زدن این امتیازها، نمره مربوط به امتیاز حاکمیت شرکتی برای هر شرکت در هر سال محاسبه می گردد. به طوری که نمره

www.SID.ir

Archive of SID

بیشتر برای این شاخص، نشان دهنده حاکمیت شرکتی کاراتر و نمره کمتر برای شاخص مزبور، بیانگر حاکمیت شرکتی ضعیف تر می باشد که مؤلفه های حاکمیت شرکتی و تعریف عملیاتی آنها به شرح جدول (۲) است:

جدول ۲. مولفه های افشای حاکمیت شرکتی

نام مولفه	تعریف عملیاتی
استفاده از اعضای غیر مؤظف در هیئت مدیره	بیشتر بودن نسبت اعضای غیر مؤظف به کل اعضا از میانگین نسبت محاسبه شده برای کل شرکتها، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره	تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیئت مدیره، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
ثبات مدیر عامل	تغییر مدیر عامل شرکت در دو سال گذشته، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
استفاده از متخصص حسابداری و مالی	استفاده از متخصص حسابداری و مالی در هیئت مدیره، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
غیر مؤظف بودن رئیس هیئت مدیره	غیرمؤظف بودن رئیس هیئت مدیره، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
کمیته حسابرسی	وجود کمیته حسابرسی متشکل از اعضای غیر مؤظف هیئت مدیره در شرکت عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
تعداد جلسات هیئت مدیره	اشاره به تعداد جلسات هیئت مدیره در گزارش سالیانه شرکت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
وجود سهام داران دارای حق کنترل	وجود سهامداران دارای حق کنترل، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
تمرکز مالکیت	کمتربودن درصد سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت ها، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر.
ساختار مالکیت	اشاره به ساختار مالکیت در گزارش سالیانه شرکت، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر

www.SID.ir

Archive of SID

معاملات با اشخاص وابسته	کمتربودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت ها، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
سهامداری دولت	بیشتر بودن درصد مالکیت دولت در شرکت از میانگین درصد کل شرکتها، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
وجود وب سایت اینترنتی	در صورت وجود وب سایت اینترنتی برای افشای اطلاعات شزکت عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
زمانبندی تهیه اطلاعات	شرکت هایی که امتیاز اطلاع رسانی آنها بیش تر از ۵۰ باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
قابلیت اتکای اطلاعات	شرکت هایی که دارای تعدیلات سنواتی نیستند، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
نوع اظهار نظر حسابرس	شرکت هایی که اظهارنظر مقبول از حسابرس دریافت کردند، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
برنامه های آتی	اشاره به برنامه های آتی شرکت در گزارشات سالیانه، عدد یک و در غیر این صورت صفر
گزارش استخدام و اشتغال	اشاره به وضعیت استخدام و اشتغال کارکنان، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر

۵- یافته های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پیش از آزمون، متغیرها به صورت خلاصه در جدول (۳)، مورد بررسی قرار می¬گیرد. در جدول (۳)، میانگین که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده برای متغیر ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه¬گیری برابر ۱/۷۶ است. میانه یکی دیگر از شاخص¬های مرکزی می‌باشد که نشان می¬دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند برای متغیر ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه گیری برابر ۱/۷۸ است. انحراف معیار یکی از مهم¬ترین شاخص¬های

www.SID.ir

Archive of SID

پراکندگی است که برای متغیر ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه¬گیری برابر ۰/۳۸ می¬باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می¬نامند که مقدار ضریب چولگی برای متغیر ارزش شرکت که با نسبت کیو توبین اندازه¬گیری منفی و نزدیک صفر می باشد و توزیع نرمال و خیلی کم چوله به چپ می‌باشد. شاخص پراکندگی میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند که در این پژوهش برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می¬باشد.

جدول۳: آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت ها

	ارزش شرکت	قدرت مدیرعامل	رقابت بالا	رقابت بالا و حاکمیت شرکتی قوی	اندازه شرکت	کل بدهی به کل دارایی	مخارج تحقیق و توسعه به کل فروش	مخارج سرمایه ای به کل دارایی	مخارج تبلیغات بر کل دارایی	سود قبل از کسر بهره و مالیات
میانگین	۷۵۶۷/۱	۱۵۰۰/۱	۶۱۰۷/۰	۳۹۰۲/۰	۲۰۰/۱۴	۶۲۵۴/۰	۰۱۰۵/۰	۰۵۱۳/۰	۰۴۲۱/۰	۱۱۴۳/۰
میانه	۷۸۱۹/۱	۰۰۰۰/۱	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۹۷۰/۱۳	۶۲۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۳۰۹/۰	۰۳۰۰/۰	۱۰۰۰/۰
ماکسیمم	۰۰۰۰/۳	۶۰۰۰/۳	۶۰۰۰/۳	۶۰۰۰/۳	۳۷۰/۱۹	۰۰۰۰/۴	۶۷۲۵/۱	۷۷۴۵/۰	۳۳۰۰/۰	۶۷۰۰/۰
مینیمم	۷۷۶۶/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۱۷۰/۱۰	۱۱۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰-	۰۶۰۰/۱-
انحراف معیار	۳۷۵۸/۰	۶۸۵۶/۰	۷۹۴۰/۰	۷۳۶۱/۰	۵۷۱۴/۱	۲۶۳۷/۰	۰۸۶۶/۰	۰۶۹۴/۰	۰۳۹۷/۰	۱۶۹۵/۰
چولگی	۰۷۲۸/۰-	۵۰۱۶/۰	۰۷۳۷/۱	۷۸۹۲/۱	۶۹۱۸/۰	۷۱۱۴/۳	۰۸۷/۱۶	۰۹۷۳/۴	۹۷۴۷/۱-	۶۹۲۴/۰-
کشیدگی	۶۸۵۲/۲	۷۰۵۷/۲	۰۲۵۴/۳	۰۹۱۲/۵	۷۳۲۵/۳	۰۳۹/۳۸	۸۹/۲۸۸	۹۰۶/۲۹	۲۵۴/۱۰	۳۰۹/۱۰
آزمون جاکو- برا	۰۸۷۶/۵	۲۲۵/۴۶	۰۶/۱۹۵	۵۵/۷۲۶	۶۶/۱۰۳	۵۴۲۵۴/	۳۵۰۰۵۰	۳۳۴۵۶/	۱/۲۸۸۵	۶/۲۳۴۰
سطح معنی داری	۰۷۸۵/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰	۰۰۰۰/۰
مشاهدات	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵	۱۰۱۵

آزمون ناهمسانی واریانس

در مطالعه حاضر فرض ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون LR مورد بررسی قرار گرفته است که در جدول (۴) ارائه می‌گردد:

جدول ۴: نتایج آزمون LR

ردیف	نوع آماره	مقدار آماره	احتمال

www.SID.ir

Archive of SID

مدل فرضیه ۱	آماره F	۶۸/ ۴۱۵۸۹	۰/ ۰۰۰۰
مدل فرضیه ۲	آماره F	۹۴۶۷۰/۶۶	۰/ ۰۰۰۰

با توجه به نتایج جدول (۴) و معنادار بودن مدلهای پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش پذیرفته نمی¬شود. در حالت ناهمسانی واریانس از روش OLS نمیتوان برای تخمین استفاده کرد، بنابراین برای رفع مشکل ناهمسانی از روش GLS برای تخمین مدل ها استفاده می شود.

آزمون F لیمر و هاسمن

نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن در جدول (۵) درج گردیده است:

جدول ۵. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

	آزمون اف لیمر	سطح معنی داری	آزمون هاسمن	سطح معنی داری
مدل فرضیه ۱	۷۹۴۷۰۰/۴	۰۰۰۰/۰	۶۰۰۹۸۵/۴۴	۰۰۰۰/۰
مدل فرضیه ۲	۷۹۰۱۸۰/۴	۰۰۰۰/۰	۵۵۶۶۸۶/۴۲	۰۰۰۰/۰

در جدول (۵)، روش داده‌های تابلویی برای مدل‌های فرضیه اول و دوم پذیرفته شده است که روش داده‌های تابلویی خود با استفاده از دو الگوی اثرات تصادفی و اثرات ثابت می‌تواند انجام گیرد و برای انتخاب آن‌ها، از آزمون هاسمن استفاده می¬شود. با توجه به مدل‌های فرضیه اول و دوم پژوهش احتمال آزمون کای دو کمتر از ۵ درصد شده است بنابراین از اثرات ثابت جهت تخمین و تجزیه و تحلیل مدل‌های فرضیه‌های اول و دوم استفاده می‌گردد.

www.SID.ir

Archive of SID

۶- خلاصه تجزیه و تحلیل ها به تفکیک هر فرضیه

آزمون فرضیه اول

نتایج فرضیه اول پژوهش به شرح جدول (۶) می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می¬دهد که قادراست به میزان ۸۷٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد.

با توجه به جدول ۶ و مقدار سطح معناداری آماره t برای متغیر ضربی، قدرت مدیرعامل -در تعامل با رقابت در بازار محصول بالا، برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر که مثبت است، نتیجه گرفته می‌شود هنگامی که رقابت در بازار محصول بالاست، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد.

جدول۶. نتایج الگوی فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره- t	سطح معناداری	VIF آزمون
عرض از مبدأ	۵۷۰۴۸۰/۳	۰۸۰۵۱۸/۰	۳۴۳۹۹/۴۴	۰۰۰۰/۰	
قدرت مدیرعامل	۱۴۶۰۲۲/۰	۰۰۴۰۱۴/۰	۳۸۰۵۴/۳۶	۰۰۰۰/۰	۵۷۹۶۳۸/۱
قدرت مدیرعامل در تعامل با رقابت در بازار محصول بالا	۰۵۳۹۲۵/۰	۰۰۶۱۴۶/۰	۷۷۳۹۰۴/۸	۰۰۰۰/۰	۸۴۹۵۳۸/۱
اندازه شرکت	-۱۷۹۵۹۱/۰	۰۰۵۳۰۴/۰	-۸۵۹۱۵/۳۳	۰۰۰۰/۰	۳۲۸۷۰۹/۱
کل بدهی به کل دارایی	۶۸۸۴۹۸/۰	۰۲۱۹۷۵/۰	۳۳۱۵۸/۳۱	۰۰۰۰/۰	۲۸۲۸۲۲/۲
تحقیق و توسعه به فروش	-۱۹۷۹۵۷/۰	۰۵۴۵۹۸/۰	-۶۲۵۷۰۶/۳	۰۰۰۳/۰	۱۳۷۹۷۱/۱

www.SID.ir

Archive of SID

مخارج سرمایه ای به کل دارایی	۱۶۹۹۷۴/۰	۰۳۱۰۹۰/۰	۴۶۷۱۲۰/۵	۰۰۰۰/۰	۱۸۷۱۰۳/۱
تبلیغات بر کل دارایی	۱۰۰۴۵۱/۱	۱۲۵۵۲۶/۰	۷۶۶۶۸۸/۸	۰۰۰۰/۰	۶۱۱۹۳۱/۱
سود قبل از کسر بهره و مالیات	۰۳۱۳۴۱/۱	۰۲۵۹۹۳/۰	۶۷۸۳۹/۳۹	۰۰۰۰/۰	۹۸۰۳۰۳/۱
ضریب تعیین	۸۷۷۱۶۵/۰		-Fآماره		۶۷۸۹/۲۴۲
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۷۳۱۳۸/۰		سطح معناداری		۰/۰۰۰
		دوربین واتسون	۱/۷۷۶۷۳۸		

آزمون فرضیه دوم

نتایج فرضیه دوم پژوهش به شرح جدول (۷) می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می¬دهد که قادراست به میزان ۸۷٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. مقادیر عامل تورم واریانس تمامی متغیرها کمتر از پنج است، مشکل همخطی در نمونه مورد بررسی وجود ندارد.

با توجه به جدول ۷ و مقدار سطح معناداری آماره t برای متغیر ضربی، قدرت مدیر عامل در تعامل با رقابت در بازار محصول بالا و حاکمیت شرکتی ، برابر ۰/۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. همچنین با توجه به ضریب متغیر که مثبت است، نتیجه گرفته می‌شود هنگامی که رقابت در بازار محصول بالا است و حاکمیت شرکتی قوی است، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه ی مثبتی دارد.

جدول ۷:. خلاصه نتایج الگوی فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره- t	سطح معناداری	VIF آزمون
عرض از مبدأ	۵۳۱۹۹۳/۳	۰۹۰۲۵۶/۰	۱۳۲۸۵/۳۹	۰۰۰۰/۰	

www.SID.ir

Archive of SID

قدرت مدیرعامل	۱۳۷۵۵۹/۰	۰۰۴۳۸۳/۰	۳۸۳۴۲/۳۱	۰۰۰۰/۰	۳۴۱۳۴۶/۱
قدرت مدیرعامل در تعامل با رقابت در بازار محصول بالا و حاکمیت شرکتی قوی	۰۲۸۵۴۶/۰	۰۰۴۸۸۶/۰	۸۴۲۵۲۱/۵	۰۰۰۰/۰	۴۳۴۸۲۱/۱
اندازه شرکت	-۱۷۸۲۰۰/۰	۰۰۵۸۸۳/۰	-۲۹۲۰۸/۳۰	۰۰۰۰/۰	۱۹۸۴۴۹/۱
کل بدهی به کل دارایی	۶۹۴۸۵۵/۰	۰۲۴۸۳۳/۰	۹۸۱۲۳/۲۷	۰۰۰۰/۰	۲۸۵۷۷۲/۲
مخارج تحقیق و توسعه به کل فروش	-۱۹۰۸۵۵/۰	۰۶۳۰۲۹/۰	-۰۲۸۰۶۳/۳	۰۰۲۵/۰	۱۳۵۷۳۷/۱
مخارج سرمایه ای به کل دارایی	۱۸۱۹۲۹/۰	۰۳۶۲۴۱/۰	۰۱۹۹۰۳/۵	۰۰۰۰/۰	۱۸۲۴۲۹/۱
مخارج تبلیغات بر کل دارایی	۱۵۰۸۷۱/۱	۱۳۷۸۰۵/۰	۳۵۱۴۳۷/۸	۰۰۰۰/۰	۶۰۸۵۳۱/۱
سود قبل از کسر بهره و مالیات	۰۳۰۳۱۰/۱	۰۲۹۶۱۵/۰	۷۸۹۷۸/۳۴	۰۰۰۰/۰	۹۷۹۵۵۱/۱
ضریب تعیین	۸۷۴۷۴۵/۰		F-آماره		۸۸۱۸/۲۱۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۸۷۰۲۹۲/۰		سطح معناداری		۰۰۰۰۰۰/۰
	دوربین واتسون		۱/۷۶۷۸۳۱		

۷- نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به دنبال هدف این تحقیق بررسی رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با نقش تعاملی رقابت بازار در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران بوده است. نتایج نشان داد هنگامی که رقابت در بازار محصول بالاست، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه مثبتی دارد؛ به علاوه هنگامی که رقابت در بازار محصول بالا است و حاکمیت شرکتی قوی است، قدرت مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه ی مثبتی دارد. بخش عمده‌ای از نتایج این پژوهش در تطابق با مبانی نظری می‌باشد. در این راستا وسباچ (۱۹۸۸)، کاتر و همکاران (۱۹۹۷)، دریافتند قدرت مدیرعامل تأثیری مثبت بر عملکرد شرکت دارد؛ از طرفی رقابت در بازارهای محصولات نقش مهمی در رعایت نظم

www.SID.ir

Archive of SID

و مدیریت مدیران و کاهش مشکلات سازمان دارد، به نظر می¬رسد زمانی که رقابت در بازار زیاد است، قدرت اجرایی بیشتر افزایش می‌یابد. همچنین لی و همکاران (۲۰۱۷) نشان دادند که قدرت مدیرعامل با ارزش بازار، رشد فروش، سرمایه گذاری و معرفی محصولات جدید رابطه مثبتی دارد؛ که با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا می باشد، در حالی که در ایران نخعی و ابراهیم زاده (۱۳۹۷)، بیان داشتند بین قدرت مدیر عامل با عملکرد بازار و عملکرد مالی (بازده حقوق صاحبان سهام) رابطه معکوس معنی داری وجود دارد که در راستای نتایج پژوهش حاضر نمی باشد؛ نتایج متضاد و متعارض میتواند از تفاوتهای مربوط به اندازه¬گیری متغیرها، دورهٔ مورد آزمایش، تکنیکهای ارزیابی و اینکه آیا متغیرهای مورد نظر به صورت درون زا یا برون زا در نظر گرفته شده اند، نشأت گرفته باشند. در خصوص فرضیه دوم؛ ژیرود و مولر (۲۰۱۰)، دریافتند با ضعیف شدن حاکمیت شرکتی، عملکرد عملیاتی شرکت‌ها در صنایع کمتر رقابتی نسبت به صنایع با رقابت بیشتر کاهش می‌یابد. ژانگ (۲۰۱۷)، نیز استدلال می‌کند، در صورتی که شرکت‌ها قدرت بیشتری به مدیران اجرایی خود بدهند، رقابت و حاکمیت شرکتی مکمل یکدیگر هستند و در صورتی که شرکت دارای حاکمیت شرکتی قوی بوده و در بازاری با رقابت بالا فعالیت نماید، بازار واکنشی مثبت به دوگانگی وظایف مدیران اجرایی نشان می‌دهد. شیخ (۲۰۱۸)، نشان داد که قدرت مدیران عامل به صورت مثبت با ارزش شرکت در ارتباط است. با این حال، رابطه مثبت بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت با رقابت در بازارهای محصولات تحت تأثیر قرار می‌گیرد. همچنین قدرت مدیرعامل تنها در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت بالا فعالیت می‌کنند، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد و در شرکت‌هایی که در بازاری با رقابت پایین فعالیت دارند، هیچ تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. همچنین قدرت مدیران عامل زمانی منجر به افزایش ارزش شرکت در بازارهای رقابتی می‌گردد که حاکمیت شرکتی نیز قوی است. البته این نکته نیز گفتنی است که مقایسهٔ نتایج پژوهشهای انجام شده در مکانها و زمانهای

www.SID.ir

Archive of SID

مختلف، از سوی افراد مختلف، هر چند ممکن است از جنبهٔ علمی چندان مناسب به نظر نرسد؛ اما از جنبه بیان سیر تکامل تدریجی پژوهشهای انجام گرفته در حیطهٔ موضوعی خاص، این موضوع حائز اهمیت است. به مدیران شرکتها، علی الخصوص مدیران با سطح بالای توانایی و قدرت که در بازار مذکور فعالیت دارند، پیشنهاد میشود که در راستای افزایش ارزش سهام و به تبع آن رشد شرکت، در راستای بهبود وضعیت شرکت در بازار سرمایه، اقدامات عملی و بستر لازم را فراهم کنند. همچنین میتوان به سازمان بورس اوراق-بهادار تهران پیشنهاد کرد تا با اجرای مکانیزم های کارامد موجبات اطمینان سرمایه گذاران، اعتباردهندگان و فعالین بازار سرمایه را از ارتباط میان قدرت مدیرعامل و ارزش سهام فراهم آورد تا سرمایه گذاران در تصمیم¬گیریهای خود در خرید سهام شرکتها، به ویژگی های مدیران نظیر قدرت مدیرعامل توجه نمایند تا رفته رفته زمینه های کارایی بازار سرمایه را فراهم آورد تا شاید از این طریق بتوان با شفاف سازی روند اطلاعات در بازار سرمایه و از بین بردن رانت اطلاعاتی، بازاری کارا و اثربخش ایجاد نموده و فعالان اقتصادی در این بازار را برای چرخاندن هرچه بهتر چرخه¬های اقتصادی و هدایت صحیح سرمایه ها و ثروتهای ملی به سوی تولید و اشتغال که منجر به رشد و توسعه اقتصادی خواهد شد، تشویق و حمایت نمایند. به علاوه به سهامداران خصوصاً سهامداران عمدهٔ شرکتها پیشنهاد میشود که با نظارت دقیق بر ساختار حاکمیت شرکتی، باعث کاهش هزینه های نمایندگی شوند؛ در نهایت پیشنهاد میگردد سازمان بورس اوراق بهادار به نقش متغیرهای حاکمیتی نظیر استقلال هیئت مدیره؛ ثبات مدیر عامل¬؛ وجود سهام داران دارای حق کنترل و...در تعیین حق ارزش سهام شرکتها توجه بیشتری داشته باشد. برای این منظور رتبه بندی شرکت ها بر اساس قدرت حاکمیت میتواند مفید واقع شود. به محققان نیز پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی خود به بررسی استفاده از سایر سازوکارهای ساختار مالکیت مثل مالکیت درونی، مالکیت خصوصی، مالکیت

www.SID.ir

Archive of SID

خویشاوندی، سهامدار بلوکی و... در بررسی تاثیر قدرت مدیر عامل بر ارزش شرکت. همچنین با توجه به اینکه در پژوهش حاضر ریسک مورد توجه قرار نگرفته است؛ بنابراین، به پژوهشگران آینده پیشنهاد میشود که در پژوهشی مشابه با توجه به ریسک بازار، رابطه بین قدرت مدیر عامل و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دهند و نیز می توانند تاثیر اعتماد به نفس بیش از حد و سوگیری رفتاری مدیران بر ارزش سهام را مورد بررسی قرار دهند.

فهرست منابع ومآخذ

Agrawal, A., & Knoeber, C. R. (1996). Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders. *Journal of financial and quantitative analysis*, 31(3), 377-397.

Ammann. M., Oesch D., & Schmid M.(2013).Product market competition, corporate.governance, and firm value: Evidence from the EU area. *European Financial Management*,19(3), 452–469.

Bebchuk, L. A., Cremers, K. M., & Peyer, U. C. (2011). The CEO pay slice. *Journal of financial Economics*, 102(1), 199-221.

Cotter, J. F., Shivdasani, A., & Zenner, M. (1997). Do independent directors enhance target shareholder wealth during tender offers? *Journal of financial economics*, 43(2), 195-218.

Giroud, X., & Mueller, H. M. (2010). Does corporate governance matter in competitive industries? *Journal of Financial Economics*, 95(3), 312-331.

Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1992). An analysis of the principal-agent problem. In Foundations of Insurance Economics (302-340). Springer, Dordrecht.

www.SID.ir

Archive of SID

Han, S., Nanda, V. K., & Silveri, S. (2016). CEO power and firm performance under pressure. Financial Management, 45(2), 369-400.

Hart, O. (1983).The market mechanism as an incentive scheme. *Bell Journal of Economics*, 14(2): 366-382.

Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (1991). The effects of board composition and direct incentives on firm performance. Financial management, 101-112.

Landier, A., Sauvagnat, J., Sraer, D., & Thesmar, D. (2013). Bottom-up corporate governance. Review of Finance, 17(1), 161-201.

Li, M., Lu, Y., & Phillips G (2017).When are powerful CEOs beneficial? Working paper TuckSchool of Business at Dartmouth College.

Mehran, H. (1995). Executive compensation structure, ownership, and firm performance. *Journal of financial economics*, 38(2), 163-184 (In Persian).

Nakhaee, K., & Ebrahimzadeh, M. (2018). Investigating the relationship between CEO's power and market performance and financial performance of shareholders' equity in Tehran Stock Exchange, Fifth International Conference on Management and Accounting Techniques, Tehran: Seminar of Mehr Ishraq, 6-4, 56 -48 (In Persian).

Sah, R. K., & Stiglitz, J. E. (1986). The architecture of economic systems: Hierarchies and polyarchies. The American Economic Review, 716-727.

Schmidt, K. M. (1997). Managerial incentives and product market competition. The Review of Economic Studies, 64(2), 191-213.

www.SID.ir

Archive of SID

Sheikh, S. (2018). The impact of market competition on the relation between CEO power and firm innovation. *Journal of Multinational Financial Management*, 44, 36-50.

Sheikh, S. (2018). Corporate social responsibility, product market competition , and firm value. *Journal of Economics and Business*, 98, 40-55.

Sheikh, S. (2018). CEO power, product market competition and firm value. Research in International Business and Finance, 46, 373-386.
Weisbach, M. S. (1988). Outside directors and CEO turnover. Journal of financial Economics, 20, 431-460.

Yari, D., Barzgari, Kh., & Nazemi, A. (2015). Performance Indicators for Managing Power in the Corporate Governance Framework, The First International Conference on Accounting, Economics and Banking, Tehran: Center for Development Conferences of Iran, 8(4), 36-29 (In Persian).

Zhang, H. (2018). Product market competition and corporate governance: substitutes or complements? Evidence from CEO duality. Evidence from CEO Duality.

Nakhaee, K., & Ibrahimzadeh, M. (2017). Investigating the Relationship between Managing Power and Market Performance and Financial Performance of Equity Rights of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, 5th International Management and Accounting Techniques Conference, Tehran, Tehran, Iran: Seminarians of Mehr Ishraq,6(4), 56 -48 (In Persian).

Taghizadeh, R., & Karazadeh, R. (2017). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Company Value and Profitability, Fourth International Symposium on Management Science, Tehran: Mehr Arvand Educational Excellence, and Center for Achieving Sustainable Development, 5-3 October, pp. 125-119 (In Persian).

www.SID.ir

Archive of SID

Rezaei, R. (2016). The Relationship between Managing Power, Social Participation and Value of Accepted Companies in Tehran Stock Exchange (Representation Theory Test), 5th National Conference on Management and Accounting, Jiroft: Gorgan Conference, 4(2), 27-21 (In Persian).

Mycity, M., Yahya Z., & Mahmoud, Z. (2016). Investigating the Relationship between Disclosure of Information, Product Market Competitiveness and Company Value in Tehran Stock Exchange, Second International Conference on Modern Paradigms of Management, Innovation and Entrepreneurship, Tehran: Shahid Beheshti University, 6(4), pp. 125-119 (In Persian).

www.SID.ir