

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

رسول برادران حسن زاده^۱، یونس بادآور نهنیدی^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 استیورت اندازه گیری شده است. پژوهش پیش رو از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بُعد روش شناسی از نوع تحقیقات توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، ۶۹ شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته اند. دوره زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ است. برای آزمون فرضیه های صورت بندی شده از رگرسیون چندگانه بهره گیری شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد 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.

واژه های 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

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 راهبردی مناسب شرکت را به عنوان یکی از مهم‌ترین مسائل در همه کشورها مطرح کرد. این امر همچنین باعث نگرانی‌های بسیاری برای سازمان‌های بین‌المللی 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^۱ در آمریکا و اصول حاکمیت شرکتی مصوب وزرای سازمان توسعه همکاری‌های اقتصادی^۲ 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**^۳، 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 نهایتاً 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 دروبتر (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

بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با... _____ ۳

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)^۱ و ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۲ دارد؟

ادبیات و چهار چوب 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 برقرار می‌نماید 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. 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

ب) نقش مدیران غیرموظف (غیر اجرایی) در ارزش ایجاد شده
 میزان استقلال اعضای هیئت مدیره^۱ 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^۲ 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
 سرمایه‌گذاران 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^۳ 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. روثه (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 پردازد 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 دمستر 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

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

سهام شناور آزاد

سهام شناور آزاد^۱، مقدار سهمی است که انتظار می‌رود در آینده نزدیک قابل معامله باشد. موسسه-مورگان استانی^۲ سهام شناور آزاد را نسبتی از سهام شرکت تعریف می‌کند که در بازار قابل معامله بوده و با اهداف مدیریتی توسط سهامداران نهادی نگهداری نشود. پس سهام شناور آزاد برابر خواهد بود با کل سهام منتشره 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 کارگزار 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^۳ و اعتبار^۴ 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 دادند، 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^۵ 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 تأکید قرار می‌گیرد. اما منظور از حداکثر کردن ثروت و ارزش - سهامداران چیست؟ آیا به کارگیری اصول حاکمیت شرکتی، عملکرد و کارایی واحدهای اقتصادی

1. Free Float

۲. موسسه مورگان استانیلی یک موسسه بین المللی در زمینه تعیین شاخص است (Morgan Stanley Capital (International Inc).

3. Reliability

4. Credibility

5. Created Shareholder Value

را افزایش می‌دهد؟ این موارد سولات اساسی در مورد به چالش کشیدن این موضوع مطرح می‌کند. سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این که افزایش ثروت در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزشیابی واحد تجاری و به کارگیری شاخص‌های مناسب برای مالکان دارای اهمیت زیاد است [۵]. نرخ بازده یک ورقه‌بهدار، عامل اصلی در انتخاب سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش دارایی سرمایه‌گذاری شده بیشتر بوده و ثروت بیشتری ایجاد می‌شود. به این افزایش ارزش ایجاد شده سهامدار، ارزش ایجاد شده برای سهامداران^۱ (CSV) اطلاق می‌شود [۱۳]. این معیار از روش‌های تعیین ارزش شرکت‌ها است که توسط فرناندز (۲۰۰۱) ارائه شده است.

• ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

ارزش افزوده اقتصادی شاخصی است مبتنی بر VBM^۲ که به کنترل کل ارزش ایجاد شده 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 کار گرفته شده در شرکت.

معیار EVA بر خلاف معیارهای سنتی، سودآوری واقعی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار 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، کاملاً بر الزامات 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 برخوردار هستند و صورت‌های مالی آنها نشانگر معیارها و شاخص‌های بالای ارزیابی حسابداری است (مانند نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) [۴]. همین طور براون و کایلر (۲۰۰۵) و دورنیو و کیم (۲۰۰۵) در نتایجی مشابه دریافتند که حاکمیت شرکتی مطلوب، 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

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 بینر 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 می‌دهند که حضور سرمایه‌گذاران 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 سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است به سرمایه‌گذاران کمک کنند تا مسائل نمایندگی حاصله از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

کاپوپولوس و لازاری تو (۲۰۰۷) [۱۵] در تحقیقی نشان دادند، ساختار مالکیت متمرکز به گونه‌ای 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 سرمایه‌گذار 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:

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 ۱۳۸۵ تا 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، واسطه‌گری 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.

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

که در آن :

$Attrib_t^k$: 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؛

MF: درصد سهام شناور آزاد شرکت؛

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

ε : خطا (جزء اخلاص).

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

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

محاسبه ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام

رابطه (۱)

$$CSV = \text{هزینه سهام عادی} \times \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} - \text{ارزش افزوده سهامداران}$$

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^۱، WACC میانگین موزون هزینه سرمایه^۲ 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

نتایج آزمون فرضیه‌ی اول اصلی و مدل مورد استفاده

$$CSV_{i,t} = \alpha + \beta_1(DUAL_{i,t}) + \beta_2(BODS_{i,t}) + \beta_3(B.Hold_{i,t}) + \beta_4(OS_{i,t}) + \beta_5(Parent_{i,t}) + \beta_6(GI_{i,t}) + \beta_7(MFF_{i,t}) + \beta_8(Audit_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه‌ی اول اصلی

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	$R^2 = ۰/۲۰۴$ $= AdjR^2 = ۰/۲۰۱$

نتایج آزمون فرضیه‌ی اصلی دوم و مدل مورد استفاده

$$EVA_{i,t} = \alpha + \beta_1(DUAL_{i,t}) + \beta_2(BODS_{i,t}) + \beta_3(B.Hold_{i,t}) + \beta_4(OS_{i,t}) + \beta_5(Parent_{i,t}) + \beta_6(GI_{i,t}) + \beta_7(MFF_{i,t}) + \beta_8(Audit_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

جدول ۴. 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 مدیر عامل، 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.

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 ارزش افزوده اقتصادی 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.

پیشنهاد های حاصل از تحقیق

الف) سازمان بورس اوراق بهادار در تدوین مکانیزم های 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 شرکت ها به عنوان عوامل تأثیر گذار توجه لازم را مبذول نمایند.
ب) مدیران شرکت ها

- 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 اندازه گیری ثروت همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی توجه لازم را مبذول داشته و در گزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع عمومی این دو متغیر را محاسبه و ارائه نمایند.
- ج) اعتبار دهندگان و سرمایه گذاران همواره در سرمایه گذاری 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»، بررسی های 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، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، ص ۱۰۷-۱۲۲.
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 مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای سهامی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه الزهراء (س).

۵. نوروش، ا. مشایخی، (۱۳۸۳)، «سودمندی ارزش افزوده در پیش بینی سود حسابداری شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۱-۱۳۷۵»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال یازدهم، شماره ۳۶، تابستان ۱۳۸۳.
۶. نیکومرام، ه.، بادآورن‌نندی، 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

- 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.