

بررسی رابطه بین مکانیزم حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهرا رحیمی

۱. کارشناسی ارشد مدیریت دولتی (گرایش مدیریت مالی)، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی

آباد کتول، ایران

* (نویسنده مسئول)

چکیده

یکی از اهداف گزارشگری مالی، ارائه‌ی اطلاعاتی است که برای سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و دیگر کاربران فعلی و بالقوه در تصمیم‌گیری‌های مربوط به سرمایه‌گذاری و اعتباردهی و سایر تصمیم‌ها، سودمند باشد. هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. روش تحقیق مورد استفاده توصیفی، پیمایشی از نوع همبستگی می‌باشد. نمونه آماری تحقیق حاضر شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تعداد ۹۴ شرکت و روش نمونه‌گیری پژوهش حاضر حذفی سیستماتیک بود. داده‌های تحقیق به دو روش کتابخانه‌ای و فیش‌برداری گردآوری شده و ابزار مورد استفاده نرم افزارهای تدبیرپرداز و بانک جامع اطلاعات سازمان بورس است. هم-چنین جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش داده‌های تلفیقی با استفاده از نرم‌افزار 8 Eviews استفاده شده است. نتایج نشان داد که بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. بین مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش افزوده، بورس اوراق بهادار تهران

مقدمه

حاکمیت شرکتی در سال‌های اخیر، نظر عده زیادی را به خود جلب کرده است. علت این امر توجه به سلامت اقتصادی جامعه و بطور اخص واحدهای تجاری است، به خصوص اینکه افزایش بیش از حد تقلب در شرکت‌ها و رسوایی‌های ناشی از کشف آن‌ها در دهه‌های اخیر نیاز به استفاده از ساز و کارهای نظام راهبری را بیش از پیش ضروری ساخته است. ایالات متحده، کانادا، انگلستان و دیگر کشورهای اروپایی و کشورهای شرق آسیا گواهی بر این ادعا هستند که فشارهای اقتصادی به شرکت‌ها موجب می‌شود مشکلات عدیده‌ای برای کل جامعه، از جمله عدم توانایی بسیاری از شرکت‌های پیشرو در صنایع مختلف برای ادامه فعالیت با توان سابق و نیز سوق دادن آن‌ها به سمت ورشکستگی و فروپاشی، به وجود آید (دالتون^۱ و دالتون^۲، ۲۰۰۵: ۴۷). حاکمیت شرکتی یکی از ساز و کارهای کاهش مسئله نمایندگی است. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند فرصت‌های مدیریت سود را کاهش و در نتیجه کیفیت سود را افزایش دهد. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به مرور زمان بوجود می‌آیند. برخی شرکت‌ها دارای مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی مثلاً در تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره، حضور سرمایه‌گذاران نهادی می‌باشد. برخی شرکت‌ها نیز دارای حاکمیت شرکتی ضعیفی می‌باشند. حاکمیت شرکتی عبارت است از فرآیند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهامداران. سازمان توسعه و همکاری اقتصادی حاکمیت شرکتی را به این صورت تعریف کرده است: مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر ذینفعان شرکت، حاکمیت شرکتی همچنین ساختاری را به وجود می‌آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران مشخص می‌گردد (رهبری خرازی، ۱۳۹۱: ۱۱۴). برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می‌کردند که تمامی گروه‌های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می‌کنند؛ اما در سی سال گذشته، اقتصاددانان موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه‌ها و چگونگی مواجهه شرکت‌ها با این‌گونه تضادها را مطرح کرده‌اند (حساس یگانه، ۱۳۸۷). به طور کلی این موارد، تحت عنوان «حاکمیت شرکتی» در حسابداری بیان می‌شود.

بیان مساله

هدف سرمایه‌گذاران تحصیل سود و به حداکثر رساندن ثروتشان است. سرمایه‌گذاران با انجام سرمایه‌گذاری، مصرف فعلی سرمایه خود را به تعویق می‌اندازند تا در آینده به امکان مصرف بیشتری دست یابند. از این‌رو، برای تحقق این هدف در دارایی‌هایی که دارای بازدهی بالا و ریسک نسبتاً پایین هستند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. سهامداران به عنوان مالکان بنگاه‌های اقتصادی در پی افزایش افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این‌که افزایش ثروت نتیجه عملکرد مطلوب بنگاه‌های اقتصادی است، ارزشیابی بنگاه‌های اقتصادی برای مالکان دارای اهمیت فراوانی است. با توجه به اینکه سهامداران و اعتباردهندگان، منابع مالی محدود خود را به بنگاه‌های اقتصادی تخصیص می‌دهند، ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی، نیازمند شناخت معیارها و شاخص‌های ارزیابی عملکرد است (عزیززاده، ۱۳۸۷). رسوایی‌های مالی در دهه گذشته این انگیزه را به بازارهای مالی و سرمایه‌گذاران داد تا به معیارها و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی توجه داشته باشند. تا دهه (۱۹۸۰) تعارض نمایندگی بین سهامداران و مدیران موضوع اصلی در ادبیات حاکمیت شرکتی بود. به طور کلی این موضوع مورد قبول همگان بود که تمرکز مالکیت موجب کاهش مسایل نمایندگی می‌شود و این خود موجب بهبود عملکرد شرکت خواهد شد. محققین این عامل را این‌طور توجیه می‌کردند که افزایش تمرکز مالکیت موجب خواهد شد تا سرمایه‌گذاران بزرگ وارد ساختار مالکیت شرکت‌ها شوند. این سرمایه‌گذاران انگیزه و قدرت کافی برای نظارت مدیران دارند، نظارت آنان موجب خواهد شد تا مدیران در جهت اهداف بلندمدت شرکت گام بردارند (شیفر و ویشنی^۳).

¹ Dalton³ - Shleifer and Vishny

۱۹۹۷). رسوایی‌های انرون^۴ و ولدکام^۵ در سال (۲۰۰۲) موجب شد تا تحقیقات زیادی در زمینه حاکمیت شرکتی انجام شود. بسیاری از محققین یافته‌اند که ساختار حاکمیت شرکتی مناسب بر عملکرد شرکت و ارزش بازار آن تاثیر مثبت دارد (برون و کیلر^۶، ۲۰۰۶).

حاکمیت شرکتی در برگزیده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذی‌نفع است که متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده احتمالی است. ماگ^۷ (۱۹۹۸) به این نتیجه رسید که استفاده سرمایه‌گذاران نهادی از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت تابعی از میزان سرمایه‌گذاری آن‌ها است. هر چه میزان سطح مالکیت نهادی بیشتر باشد، نظارت بر مدیریت بهتر انجام می‌شود و این یک ارتباط مستقیم است، در نتیجه موجب بهبود عملکرد و ارزش شرکت می‌شود. شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از اینرو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی‌نفعان می‌باشند. تحقیقات انجام شده در زمینه حاکمیت شرکتی بر مبنای تئوری نمایندگی است و بر مساله تضاد منافع تمرکز می‌کند. تضاد منافع زمانی پیش می‌آید که منافع مدیران و مالکان در یک راستا نباشند. تئوری نمایندگی بیان می‌دارد، شرکت‌های با داشتن ساختار حاکمیت شرکتی بهتر، دارای عملکرد بهتر و ارزش بالاتری هستند و این امر را ناشی از پایین بودن هزینه‌های نمایندگی می‌داند.

تئوری نمایندگی هم‌چنین بیان می‌دارد که شرکت‌ها زمانی بهتر اداره و نظارت می‌شوند که دارای تمرکز مالکیت باشند، زیرا سهامداران عمده دارای انگیزه و توانایی کافی برای نظارت مدیر و افزایش کارایی شرکت هستند (وانگ و دیگران^۸؛ ۲۰۰۹). (جنسن، ۱۹۹۸). محققان در تحقیقات انجام شده خود نشان دادند، شرکت‌های با داشتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر دارای عملکرد بهتر و ارزش بازار بالاتری هستند (بروان و کایلر^۹، ۲۰۰۶)، دیتمار و اسمیت^{۱۰} (۲۰۰۷). هدف اولیه بیشتر شرکت‌ها افزایش ثروت سهامداران است. بدیهی است که این هدف منافع سهامداران را تامین می‌کند. هم‌چنین، این هدف برای اطمینان از تخصیص منابع کمیاب به طور کارا کمک می‌کند. ثروت سهامداران از طریق حداکثر کردن تفاوت بین ارزش بازار سهام شرکت و مقدار سرمایه تامین شده توسط سهامداران به حداکثر می‌رسد. این تفاوت، ارزش افزوده بازار^{۱۱} نامیده می‌شود. تاکنون تحقیقات زیادی انجام شده است که به بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و نسبت‌های مالی پرداخته‌اند (کیم و یون^{۱۲}، ۲۰۰۷، رجا و کومار^{۱۳}، ۲۰۰۷). سوال اصلی این پژوهش این است که آیا بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد؟

پیشینه پژوهش:

حساس یگانه (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این پژوهش رابطه میان شاخص‌های عملکرد مالی و درصد مالکیت سهامداران نهادی به عنوان ساز و کار حاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ آزمون شده

۴- Enron

۵- worldcom

۶- Brown and Caylor

۷- Maug

۸- Wang et al

۹- Jensen

۱۰- Dittmar and Smith

۱۱- Market Value Added (MVA)

۱۲- Kim and Yoon

۱۳- Raja and Kumar

است و برای بررسی روابط از آزمونرگرسیون، روش پنل دیتا استفاده شده است. شواهد تجربی به دست آمده حاکی از وجود ارتباط معناداری بین وجود سهامداران نهادی و شاخص های عملکرد مالی از جمله شاخص بازده فروش، شاخص بازده دارایی ها، شاخص سود عملیاتی به دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام است.

طالب نیا (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان بررسی بررسی رابطه سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. تحقیق حاضر به بررسی سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد کوتاه مدت عرضه اولیه سهام می پردازد که در آن عملکرد سهام های عرضه اولیه در طی سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹، دو ماه پس از عرضه آن در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در این تحقیق ابتدا به مقایسه میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه و بازدهی شاخص بورس در طی یک دوره دو ماهه پس از عرضه اولیه سهام پرداخته شده است. نتایج تحقیق نشان می دهد که میانگین بازدهی سهام عرضه اولیه بیشتر از میانگین بازدهی بازار طی دوره متناظر است. این پدیده به قیمت گذاری کمتر از واقع سهام معروف است و سبب کسب بازدهی غیرعادی مثبت برای خریداران سهام عرضه های اولیه می شود. در ادامه اثر سازوکارهای راهبری شرکتی در غالب سه متغیر اندازه هیات مدیره، نسبت اعضای غیر موظف و متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره بر کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود ندارد، بین نسبت اعضای غیر موظف و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد، بین متمایز بودن مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد و میان سازوکارهای راهبری شرکتی و کسب بازدهی بیشتر سهام عرضه اولیه نسبت به بازدهی بازار رابطه معناداری وجود دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۲) نشان دادند که درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر هموارسازی سود ناخالص و مالکیت نهادی و مدیریتی بر هموارسازی سود عملیاتی و سود خالص تأثیر دارد. همچنین، نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره تأثیری بر هموارسازی سود ندارد.

مهرانی و بهبهانی نیا (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان «اقدام تعهدی و بازده آتی سهام با تأکید بر مالکیت سهامداران نهادی و اندازه شرکت» به این نتیجه رسیدند که توانایی اقدام تعهدی برای پیش بینی بازده، مستقل از درصد و تعداد مالکیت سرمایه گذاران نهادی بوده اما با اندازه شرکت رابطه منفی دارد. همچنین، در شرکت هایی که درصد بیشتری از سهامشان در اختیار مالکان نهادی است، حضور سهامداران نهادی سبب سازوکار صحیح قیمت گذاری از دیدگاه ایجاد تمایز از میان اقدام نقدی و تعهدی نشده است. نمازی و کرمانی (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نمونه آماری آن ها شامل ۶۶ شرکت طی سال های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بود. نتایج تحقیق آنان نشان داد که بین ساختار مالکیت شرکت ها و عملکرد آن ها رابطه معنی داری وجود دارد.

حساس یگانه و دیگران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. آن ها برای آزمون فرضیه تحقیق خود از رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند. نتایج تحقیق آنان نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت بود.

نوروش و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۹) در پژوهش خود تحت عنوان «بررسی و تبیین رابطه ترکیب سهامداران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد» با بررسی ۱۷۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۰، بیان کردند که قیمت سهام شرکت های دارای مالکیت نهادی بیشتر در مقایسه با قیمت سهام شرکت های دارای مالکیت نهادی کم تر، اطلاعات مربوط به سودهای آتی را بیشتر در بر می گیرد. دلیل این نتیجه گیری را حرفه ای بودن سهامداران نهادی، که دارای توانایی و مزیت نسبی در پردازش اطلاعات هستند، بیان کردند.

مسعودی (۱۳۸۹) تحقیقی تحت عنوان "حاکمیت شرکتی و رابطه بین سیاست تقسیم سود و ارزش ایجاد شده سهامداران" انجام دادند. متغیرهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی شامل ویژگی های هیات مدیره، کیفیت حسابرسی و تمرکز مالکیت بوده است. نتایج تحقیق آنان نشان داد که ویژگی های حاکمیت شرکتی از قبیل تمرکز مالکیت، تخصص و شهرت حسابرسان در توضیح سیاست تقسیم سود و ارزش افزوده ایجاد شده برای سهامداران موثر واقع شده است.

مشایخ و اسماعیلی (۱۳۸۸) رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های حاکمیت شرکتی، شامل مالکیت مدیریتی و تعداد اعضای غیرموظف در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای بازه زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که رابطه ای بین کیفیت سود و درصد مالکیت مدیریتی و تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره وجود ندارد، اما بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت مدیریتی رابطه غیرخطی وجود دارد. آنان، همچنین، دریافتند که درصد مالکیت مدیریتی و تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره که از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی است، در بهبود کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش موثری دارد.

فرضیات تحقیق

فرضیه اول: بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ارزش افزوده اقتصادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنا داری وجود دارد.

روش تحقیق

نوع روش تحقیق

روش این تحقیق، از نوع پس رویدادی است که در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. تحقیق حاضر از لحاظ روش، از نوع تحقیق توصیفی است. از میان انواع تحقیق های توصیفی، از نوع تحقیق همبستگی است زیرا رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می شود. تحقیق توصیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند.

روش و ابزار گردآوری اطلاعات

روش گردآوری اطلاعات به دو روش کتابخانه ای و فیش برداری استفاده شده است. کلیه اطلاعات مربوط به متغیرهای تحقیق با استفاده از نرم افزارهای ره آورد نوین و بانک جامع اطلاعات سازمان بورس از طریق صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس و یادداشت های همراه بدست می آید.

روش تجزیه و تحلیل اطلاعات

روش تجزیه و تحلیل داده ها و اطلاعات در این تحقیق به روش های زیر می باشد:

پس از جمع آوری داده ها از نرم افزار تدبیر پرداز استفاده شده است. برای این کار ابتدا داده های استخراج شده به نرم افزار اکسل وارد شده و پس از تجزیه و تحلیل اولیه آماده ی ورود به نرم افزارهای آماری شدند. برای تخمین آماری این تحقیق از نرم افزار Eviews استفاده شده است.

جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه گیری

جامعه آماری مورد نظر در این تحقیق، کلیه شرکت‌هایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. دلیل انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار این است که قابلیت دسترسی به اطلاعات مالی این شرکت‌ها بیشتر است، همچنین، به خاطر وجود مقررات و استانداردهای سازمان بورس اوراق بهادار تهران، اطلاعات گزارش‌های مالی این شرکت‌ها همگن‌تر است. همچنین در این تحقیق برای انتخاب نمونه از روش حذفی استفاده شده است. یعنی شرکت‌هایی که دارای شرایط ذیل هستند در نمونه انتخاب و بقیه حذف شده اند که تعداد این شرکتها ۹۴ شرکت می باشد.

(۱) سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.

(۲) در طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد.

(۳) در طی دوره زمانی تحقیق به طور فعال در بورس حضور داشته باشد.

(۴) اطلاعات مورد نظر برای استخراج داده ها در دسترس باشد.

(۵) شرکت سرمایه گذاری و یا واسطه گری مالی نباشد.

مدل تحقیق و نحوه سنجش متغیرها

برای آزمون فرضیه ها، از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$EVA = \alpha_0 + \beta_1(DUALITY)_{i,t} + \beta_2(CONS)_{i,t} + \beta_3(MANAGE)_{i,t} + \beta_4(SIZE)_{i,t} + \beta_5(LEV)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

EVA = ارزش افزوده اقتصادی

DUALITY = دوگانگی وظیفه ی مدیر عامل

CONS = تمرکز مالکیت

MANAGE = مالکیت مدیریتی

SIZE = اندازه‌ی شرکت

LEV = اهرم مالی شرکت

$\varepsilon_{i,t}$ جزء اخلاص تخمین می باشد.

متغیر وابسته:

EVA = ارزش افزوده اقتصادی از فرمول زیر محاسبه می شود:

که در آن r نرخ بازده سرمایه، C نرخ هزینه و $capital$ سرمایه اقتصادی می باشد.

$$ROI = \frac{\text{سود خالص پس از کسر مالیات و قبل از اقلام غیر مترقبه}}{\text{کل دارائها}} \times 100$$

❖ محاسبه هزینه سرمایه (c)

هزینه کل سرمایه شرکت، برابر است با میانگین موزون هزینه منابع مختلف وجوه مورد استفاده شرکت و ضریب (وزن) هر منبع نسبت به ساختار سرمایه شرکت محاسبه شده است. روش محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه به شرح فرمول زیر می باشد:

$$WACC = ke \frac{S_i}{D_i + S_i} + ka \frac{D_i}{D_i + S_i}$$

میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت در طی دوره مورد بررسی $WACC^4$

نرخ موثر بدهی شرکت طی دوره مورد بررسی = kd

هزینه سهام عادی شرکت طی دوره مورد بررسی = ke

میانگین کل بدهی شرکت (ارزش دفتری) طی دوره مورد بررسی = D^{15}

میانگین حقوق صاحبان سهام عادی (ارزش دفتری) شرکت طی دوره مورد بررسی = S^{16}

متغیرهای مستقل:

CONS = تمرکز مالکیت: برابر است با مجموع سهام در دست سهامداران عمده (بالای ۵ درصد).

MANAGE = مالکیت مدیریتی: تعداد سهام در دست مدیران (نسبت مالکیت مدیران در ساختار مالکیت).

DUALITY = دوگانگی وظیفه‌ی مدیر عامل: اگر مدیر عامل و رئیس هیات مدیره یکی نباشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.

متغیرهای کنترلی

❖ اندازه شرکت

هر چه اندازه شرکت بزرگ تر باشد، شرکت از اعتبار بیشتری برخوردار خواهد بود. علاوه بر این، شرکت های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی بیشتر، امکان استفاده از منابع مالی مختلف و افشای منظم اطلاعات، ریسک کمتری دارند (ثقفی و بولو، ۱۳۸۸). لذا سرمایه گذاران در مواجهه با این شرکت ها، بازده مورد انتظار کمتری را مطالبه می نمایند. بنابراین، انتظار بر این است که بین اندازه شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی وجود داشته باشد. در این پژوهش از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت برای سنجش اندازه شرکت استفاده می گردد:

$$Size_{i,t} = \text{Log } S_{i,t}$$

که در آن:

$Size_{i,t}$: اندازه شرکت i در سال t و

$S_{i,t}$: خالص فروش شرکت i در سال t می باشد.

❖ اهرم مالی

فرناندو و همکاران (۲۰۱۰) بیان می کنند که افزایش در اهرم مالی، منجر به افزایش ریسک شرکت می شود. افزایش ریسک شرکت نیز نرخ بازده مورد انتظار سهامداران را بالا می برد که در نهایت، منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام عادی شرکت می شود. بر این اساس، انتظار می رود که با افزایش اهرم مالی، هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت نیز افزایش یابد. در این تحقیق، اهرم مالی از طریق تقسیم مجموع بدهی به مجموع دارایی های شرکت و به صورت زیر محاسبه می گردد:

$$LEV_{i,t} = \frac{TD_{i,t}}{TA_{i,t}}$$

به طوری که در آن:

$LEV_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t ؛

$TD_{i,t}$: مجموع بدهی های شرکت i در سال t و

$TA_{i,t}$: جمع دارایی های شرکت i در سال t می باشد.

¹ WEIGHTED AVERAGE CAPITAL COST

¹ DEBT 5

¹ Stockholder 6

یافته ها:

نتایج آزمون مدل پژوهش

نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش در جدول زیر آمده است.

$$EVA = \alpha_0 + \beta_1(DUALITY)_{i,t} + \beta_2(CONS)_{i,t} + \beta_3(MANAGE)_{i,t} + \beta_4(SIZE)_{i,t} + \beta_5(LEV)_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

جدول - خلاصه نتایج آماری آزمون مدل پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری (Sig)
B ₁ (عرض از مبدأ)	-9.7266	0.8963	-10.8523	0.0000
DUALITY (دوگانگی وظیفه ی مدیر عامل)	-0.0059	0.0023	-2.5511	0.0111
CONS (تمرکز مالکیت)	0.0041	0.0026	1.5390	0.1246
MANAGE (مالکیت مدیریتی)	0.0086	0.0028	3.0339	0.0026
SIZE (اندازه شرکت)	1.9406	0.1628	11.9177	0.0000
LEV (اهرم مالی)	-0.7372	0.1481	-4.9782	0.0000
$\varepsilon_{i,t}$ (جز)	-0.1539	0.0891	-1.7280	0.0847
آماره F فیشر	11.360	سطح معنی داری آماره F		0.0000
ضریب تعیین	0.7492	آماره دوربین واتسن		2.2093

قبل از آزمون فرضیه پژوهش بر اساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی داری آماره F محاسبه شده (۰,۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۷۵ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (ارزش افزوده اقتصادی)، توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

بحث و نتایج فرضیات تحقیق:

فرضیه اول:

H₀: بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ارزش افزوده اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

H₁: بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ارزش افزوده اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل DUALITY در جدول بالا نشان دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان دوگانگی وظیفه ی مدیر عامل و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل

تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین دوگانگی وظیفه‌ی مدیر عامل و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معناداری وجود دارد. لذا فرضیه اول این تحقیق تایید می‌شود.

فرضیه دوم:

H0: بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

H1: بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر مستقل CONS در جدول بالا نشان‌دهنده عدم رابطه معنادار میان تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، بیشتر از ۰,۰۵ بدست آمده است بنابراین می‌توان گفت بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معناداری وجود ندارد. لذا فرضیه دوم این تحقیق تایید نمی‌شود.

فرضیه سوم:

H0: بین مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد.

H1: بین مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

از طرفی ضریب برآوردی متغیر مستقل MANAGE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است بنابراین می‌توان گفت بین مالکیت مدیریتی و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. لذا فرضیه سوم این تحقیق تایید می‌شود.

نتایج متغیرهای کنترلی:

ضریب برآوردی متغیر مستقل SIZE در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار میان اندازه شرکت و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰.۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰.۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین اندازه شرکت و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل LEV در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین اهرم مالی و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر مستقل $E_{i,t}$ در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار میان جزء اخلاقی تخمین و ارزش افزوده اقتصادی در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p-value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت بین جزء اخلاقی تخمین و ارزش افزوده اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج و دستاوردهای تحقیق، می‌توان محورهای زیر را در ارتباط با زمینه‌های کاربردی مشخص نمود:

۱- با توجه به نتایج بدست آمده از این تحقیق و درک این نکته مهم که پیش‌بینی سازو کارهای حاکمیت شرکتی در تصمیمات اقتصادی سهامداران و سایر ذینفعان از اهمیت قابل توجهی برخوردار است، به تحلیلگران و مدیران شرکتها پیشنهاد می‌شود برای بررسی سازو کارهای حاکمیت شرکتی، ارزش افزوده را مورد توجه قرار دهند. بررسی دقیق صورت‌های مالی پیش‌بینی شده در

شرکتها می تواند ابزار مناسبی در افزایش درک فرآیند سودآوری را در سازمان فراهم کند. همچنین انتشار منظم و به موقع صورهای مالی، به خصوص گزارش های میان دوره ای شرکتها می تواند نقش موثری در فراهم نمودن بستر اطلاعاتی مناسب برای سرمایه گذاران داشته باشد. همچنین پیش بینی متغیرهای استفاده شده در این تحقیق برای سالهای آتی و مقایسه ارقام پیش بینی شده با ارقام واقعی و اندازه گیری و بررسی انحرافات در تجزیه و تحلیل صورت های مالی پیشنهاد می شود.

۲. یکی دیگر از عواملی که می باید در تفسیر نتیجه بدست آمده از این تحقیق مد نظر قرار گیرد، روش محاسبات ارزش افزوده است. با توجه به نتایج بدست آمده در این تحقیق این فرض قابل رد وجود دارد که روش محاسبه ارائه شده توسط فرناندز، حداقل در بازار بورس اوراق بهادار تهران، از قابلیت کافی برخوردار نبوده و نمی تواند روش درستی برای محاسبه ارزش افزوده ارائه دهد، البته اثبات این موضوع نیازمند تحقیقات بیشتری در این زمینه می باشد. علیرغم اینکه نتایج بدست آمده از این تحقیق نقش مهمی را برای سازو کارهای حاکمیت شرکتی در ایجاد ارزش افزوده متصور نیست، اما به راحتی نمی توان نقش سازو کار های حاکمیت شرکتی در راه رسیدن به اهداف پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان، نادیده گرفت، همچنین توجه به این نکته ضروری است که اقتصاد کشور ما نیاز مبرم به جذب سرمایه گذاری خارجی دارد و این امر امکان پذیر نخواهد بود مگر اینکه بتوانیم بازار امنی را برای سرمایه گذاران خارجی فراهم نماییم که تقویت سازو کار های حاکمیت شرکتی می تواند ما را در رسیدن به این هدف یاری نماید.

۳. نکته قابل ذکر دیگر این است که کشور ما سالهاست در صدد پیوستن به سازمان تجارت جهانی می باشد که این امر تاکنون تحقق نیافته است و برای نیل به این هدف نیز باید، سازو کار های حاکمیت شرکتی بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد چرا که بدون وجود سازو کار های مناسب حاکمیت شرکتی پیوستن به سازمان تجارت جهانی دردی از اقتصاد کشور ما درمان نمی کنند، زیرا سرمایه گذاران خارجی در بازاری حاضر به سرمایه گذاری هستند که در آن تمام اهداف حاکمیت شرکتی از جمله رعایت حقوق ذینفعان، مد نظر قرار گرفته شده باش

فهرست منابع و ماخذ (فارسی و انگلیسی):

۱. حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۹) "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت" بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۲۲-۱۰۷.
۲. حساس یگانه، یحیی؛ پوریان، امیر (۱۳۹۰) "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی سهامی" ماهنامه حسابدار شماره های ۱۶۴ و ۱۶۵.
۳. عزیززاده، طاهره. "اصول نظام راهبری شرکت و مفهوم آن در شرکت های چند ملیتی" حسابرس، تابستان ۸۷، شماره ۴۱، صص ۸۰-۸۷.
۴. کاشانی پور، محمد و رسائیان، امیر. "بررسی رابطه بین ارزش افزوده و شاخص های ارزیابی عملکرد در بورس اوراق بهادار تهران" مطالعات حسابداری، زمستان ۱۳۸۶ - شماره ۲۰، صص ۱۲۹-۱۶۰.
۵. نمازی، محمد. کرمانی، احسان. (۱۳۸۷) "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.
۶. نوروش، ایرج و بیتا مشایخی، (۱۳۸۳). "محتوای افزاینده اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی در مقابل سود حسابداری"، تحقیقات مالی، شماره ۱۷. ۱۳۱. صص ۱۵۰-

7. Ali, E.A and Souad, S, (2001), "Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value" Corporate Governance, Volume 8 issue 1.

8. Bai, C., Q. Liu, J. Lu, F. Song, and J. Zhang. Corporate governance and market valuation in China. Journal of Comparative Economics, vol 11. Pp101.

9. Bayrakdaroglu, Ali. Ersoy, Ersan. Citak, Levent.” Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based Financial Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market. “Asia-Pacific Journal of Financial Studies (2012) 41, 224–239.
10. Citak,L. Ersoy,E and Bayrakdaroglu,A,(2012),” Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based FinancialPerformance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market, Asia-Pacific Journal of Financial Studies,41, 224–239
11. Gedajlovic, E., and D. Shapiro. "Ownership structure and firm profitability in Japan." *Academy of Management Journal* , jan 2002, vol106.
12. Kapopoulos, P. and S. Lazaretou "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence from Greek Firms." *Corporate Governance: An International Review*. Vol. 17, No. 6, pp. 112, 135
13. Mueller, E. and A. Spitz.”Managerial Ownership and Company Performance in German Small and Medium-Sized Private Enterprises." *German Economic Review*. Issue 2006, pp.23-46.
14. Xu, X., and Y. Wang. (2009). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, vol 18, nov 2009.

Investigating the Relationship Between Corporate Governance Mechanism and Value Added Companies Accepted in Tehran Stock Exchange

¹Zahra Rahimi

¹ Master of Public Administration (Financial Management Trend), Ali Abad Katoul Branch, Islamic Azad University, Aliabad Katoul, Iran

Abstract

One of the objectives of financial reporting is to provide information that is useful for investors, creditors and other current and potential users in investment and credit decision making and other decisions. The purpose of this study was to investigate the relationship between corporate governance and value added of listed companies in Tehran Stock Exchange. The research method used is a descriptive, survey-correlation type. The statistical sample of this study was 94 firms in Tehran Stock Exchange and the method of systematic sampling was systematic. The research data were collected in two ways: library and facsimile, and the tools used in T-Shirzad software and Comprehensive Information Bank of Tehran Stock Exchange. Also, for data analysis, data integration method using Eviews software has been used. The results showed that there is a significant relationship between the duality of the CEO's duty and the economic value of the companies accepted in Tehran Stock Exchange. There is no significant relationship between the concentration of ownership and the economic value of the companies accepted in Tehran Stock Exchange. There is a meaningful relationship between managerial ownership and the economic value of the listed companies in Tehran Stock Exchange.

Key words: Corporate Governance, Value Added, Tehran Stock Exchange