Archive of SID

فصلنامـه علمی پژوهشـی حسابداری مدیریت
سال یازدهم/ شماره سی‌وهشتم/ پائیز ۱۳۹۷

اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهام‌داران

یونس بادآور نهندی[۱]
نسا حشمت[۲]

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۹/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۲/۱۰

چکیده

از آنجا که به‌کارگیری و توسعه سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به پیشرفت بازارهای مالی و تشویق سرمایه‌گذاری با ایجاد اطمینان در سرمایه‌گذاران می‌شود، بنابراین اجرای صحیح این سازوکارها موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان می شود و انگیزه‌هایی را برای مدیران جهت افزایش ارزش شرکت و دستیابی به اهداف سهام‌داران فراهم می‌آورد. از این‌رو هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیری است که سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌توانند در همسوسازی ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران داشته باشند. برای آزمون این تاثیر نمونه آماری شامل ۱۲۴ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۴ می‌باشد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحلیل آماری رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که توانایی مدیریتی با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران ارتباط مثبت دارد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی نیز این ارتباط مثبت را تشدید می‌کند. به عبارت دیگر در شرکت‌های با رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر، توانایی مدیریتی، بیشتر در جهت افزایش ارزش سهام‌داران متمرکز می‌شود.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، توانایی مدیریتی، ارزش ایجاد شده برای سهامداران، تحلیل پوششی داده‌ها.

۱- دانشیار گروه حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. (نویسنده مسؤل) Yb_nahandi@yahoo.com
۲- دانشجوی دکتری حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران. Nesa_heshmat66@yahoo.com

www.SID.ir

Archive of SID

۱- مقدمه

توانایی (استعداد) مدیریتی یا به عبارت دیگر سرمایه انسانی اغلب به عنوان دارایی نامشهود برای شرکت محسوب می‌شود، به این صورت که استعداد مدیریتی بالا می‌تواند با مدیریت کارای عملیات روزانه شرکت و به ویژه در دوره‌های بحران که تصمیمات مدیریت بر عملکرد شرکت تاثیر ژرفی می‌گذارد، ارتباط داشته باشد. از طرف دیگر، استعداد مدیریتی بالا به احتمال زیادی با پروژه‌های دارای خالص ارزش فعلی بالاتر در ارتباط است (چمانور و پگلیس، ۲۰۰۵). با توجه به اینکه یکی از اهداف اصلی بنگاه‌های اقتصادی، کسب انتفاع و افزایش ثروت و ارزش صاحبان سهام (مالکان) در دراز مدت است، انتخاب و انتصاب مدیران شایسته و توانا از مهمترین، اصلی ترین و همچنین حساس‌ترین مسائل در فرایند کاری هر سازمان و تشکیلات خواهد بود (سجادی، ۱۳۸۸). مدیران کاراتر و دارای توانایی ذاتی بالاتر می‌توانند به سرعت از شرایط واحد اقتصادی تحت تصدی و صنعت مورد فعالیت خود، شناخت کافی بدست آورده و نسبت به پروژه‌های باکیفیت‌تر و دارای ریسک پایین‌تر اقدام کنند (بزرگ اصل و صالح‌زاده، ۱۳۹۴).

با توسعه شرکت‌های سهامی و با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیات مدیره و مطرح شدن تئوری نمایندگی، توجه به نظام حاکمیت شرکتی به صورت چشم‌گیری افزایش یافته است (معین‌الدین و همکاران، ۱۳۹۳) و در سراسر جهان دولت‌ها با این چالش روبرو هستند که چگونه ساختار سازمانی یک شرکت را طراحی کنند تا متضمن دستیابی به اهداف سودآوری و نیز پاسخگوئی مجموعه مدیران در قبال صاحبان سهام ونیز رفتاری عادلانه با سهام‌داران باشد. از آنجایی که نظام حاکمیت شرکتی به بازسازی و اصلاح ساختار درون شرکت فکر می‌کند و در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل می‌باشد، از طریق سازوکارهایش می‌تواند منافع سهام‌داران را تضمین کرده و شرکت را در قبال سایر اشخاص نظیر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و نهایتا جامعه پاسخگو نماید (سجادی، ۱۳۸۸).

بنابراین حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزمی تاثیرگذار هم در انتخاب مدیران و هم در افزایش ارزش و عملکرد شرکت می‌باشد، و با توجه به پژوهش‌های پیشین که ارتباط مثبت توانایی مدیریت و ارزش شرکت را نشان داده‌اند (آندرو و همکاران، ۲۰۱۳؛ ممتازیان و کاظم‌نژاد، ۱۳۹۵) سوال اصلی مطرح در پژوهش حاضر این است که سازوکارهای حاکمیت شرکتی در مورد هم‌راستا کردن این ارتباط مثبت چه تاثیری خواهد گذاشت؟ آیا این ارتباط را تشدید می‌کند یا تضعیف؟ پژوهش‌های متعددی به بررسی ارتباط بین توانایی مدیریت وارزش شرکت، ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش (عملکرد) شرکت، ارتباط حاکمیت شرکتی و توانایی مدیریت پرداخته‌اند ولی در هیچ یک به تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر همسوسازی توانایی مدیریت با حداکثرسازی ارزش شرکت پرداخته نشده است. در واقع نتایج این پژوهش می‌تواند نشانگر میزان موفقیت حاکمیت شرکتی در افزایش ارزش شرکت‌ها از طریق تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی باشد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

یک تعریف خوب از حاکمیت شرکتی به نقل از شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷)، عبارت است از "راهی که تامین مالی کنندگان به‌وسیله آن می‌توانند از کسب بازده برای سرمایه‌گذاری‌های خود اطمینان حاصل کنند". برای کسب چنین اطمینانی ابعاد زیادی مدنظر قرار می‌گیرد. یکی از این ابعاد که در ادبیات حاکمیت شرکتی بسیار مورد مطالعه قرار گرفته و ریشه در تئوری نمایندگی دارد بحث کنترل است، به معنی هم‌راستا کردن منافع مدیران که تصمیمات سازمان را اتخاذ می‌کنند با منافع سرمایه‌گذاران که تحت تاثیر تصمیمات آن‌ها قرار می‌گیرند و بعد کلیدی دیگر که کمتر مورد مطالعه قرار گرفته ارزیابی کیفیت تصمیماتی است که توسط مدیریت اتخاذ می‌شود. حتی اگر مدیران در قبال سرمایه‌گذاران قصد و نیت

www.SID.ir

Archive of SID

خوب نیز داشته باشند، ولی نالایق بوده و از کفایت لازم برخوردار نباشند، ممکن است پروژه‌های ضعیف را دنبال کنند یا استراتژی‌های اشتباه را به‌کار گیرند و منجر به کاهش ارزش سهام‌داران شوند (هرمالین و ویسباچ، ۲۰۱۷).

اندازه‌گیری توانایی مدیریت، هسته اصلی بسیاری از سوالات مهم پژوهش‌هایی نظیر: بررسی عملکرد شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری، پاداش مدیران اجرایی، اداره‌کردن شرکت، اثرات اقتصادی بر مالکیت شرکت‌ها است، و یافته‌های این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که ویژگی‌های خاص مدیریتی از قبیل: توانایی، استعداد، حسن شهرت و شیوه‌های مدیریتی عامل مهمی در زمینه اقتصاد، مالی و مدیریت است. اندازه‌گیری و سنجش میزان توانایی مدیران کار سختی است، در نتیجه برای سنجش آن پژوهشگران عمدتا بر شاخص هایی مانند: اندازه شرکت، عملکرد غیر عادی گذشته، خسارت ها، دوران تصدی، تحصیلات و ... تاکید داشتند که انتساب همه مسئولیت‌ها به مدیران شرکت را دشوار می‌کرد، زیرا همه عوامل موفقیت شرکت را نمی‌توان به توانایی مدیران نسبت داد. در چنین مواردی نسبت دادن معیار کارایی شرکت به مدیران در تعیین توانایی مدیریت به بزرگ نمایی آن منجر می‌شد (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۳)، در واقع بسیاری از این اندازه گیری‌ها جنبه‌هایی از شرکت را که خارج از کنترل مدیریت باشد، انعکاس می‌داد؛ برای مثال، بازده غیرعادی سهام می توانست تحت تاثیر عوامل بسیاری به غیر از توانایی مدیریت باشد(لورتی ،۲۰۱۱). برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت، تحلیل پوششی داده‌ها یکی از تکنیک‌های قدرتمند مدیریتی می‌باشد که ابزاری در اختیار مدیران قرار می‌دهد تا بتوانند به وسیله آن عملکرد شرکت خود را در قبال سایر رقبا محک زنند و بر اساس نتایج آن برای آینده‌ای بهتر تصمیم‌گیری کنند (موذنی و بادآور نهندی، ۱۳۹۵).

اقتصاددانان مالی از دیرباز در مطالعه نقش و کارایی مدیران در شرکت‌ها از دو نظریه متقابلا ناسازگار تحت عنوان: "قراردادهای کارا[1]" و "جستجوی رانت[2]" بهره جسته‌اند، بر اساس نظریه "قراردادهای کارا" که اکثر تحقیقات آکادمیک ابتدا به ساکن بر اساس آن پایه‌ریزی می‌شد، هدف از انتخاب مدیران کاراتر و تمهیدات مربوط به تخصیص پاداش برای این مدیران بر اساس این تفکر تدوین می‌شد که هدف این مدیران حداکثر کردن ثروت سهام‌داران است. بر اساس منطق نظریه قراردادهای کارا هیچ قراردادی وجود ندارد که بتواند به طور کامل منافع مدیران و سهام‌داران را هم‌راستا کند بنابراین، قرارداد کارا قراردادی است که به حداقل کردن هزینه‌های نمایندگی منجر شود (ببچاک و همکاران، ۲۰۰۲). اگر توانایی مدیریتی به نظریه قراردادهای کارا مربوط شود، در این صورت ارتباط مثبتی بین توانایی و ارزش شرکت انتظار خواهد رفت. بیک و همکارانش[3] (۲۰۱۲) شواهد سازگاری مبنی بر این که مدیران تواناتر پیش‌بینی‌های بیشتر و درست‌تری را انجام می‌دهند و بازار بیشتر پذیرای این پیش‌بینی‌ها می‌باشد، یافتند. بر این اساس، به نظر می‌رسد که هر چه توانایی‌های ذاتی مدیران بیشتر باشد آن را در ارائه برآوردها و قضاوت‌ها دقیق‌تر نشان می‌دهند. بنابراین ممکن است مدیران با توانایی عملیاتی بالاتر، آگاهی بیشتری در خصوص وضعیت آتی شرکت، صنعت و روندهای اقتصادی داشته باشند. از این جهت انتظار می‌رود اقلام تعهدی برآورد شده توسط مدیران مذکور، دقیق‌تر باشد. برای مثال در خصوص برآورد مطالبات مشکوک الوصول یک مدیر با ارزیابی ضعیف‌تر، ممکن است تنها از نرخ تاریخی مطالبات سوخت شده شرکت استفاده کند. در حالی که یک مدیر با توانایی ارزیابی بالاتر، علاوه بر روند تاریخی سوخت مطالبات، متغیرهای کلان اقتصادی، استانداردهای صنعت و تغییرات ساختار مشتریان را نیز مدنظر قرار دهد (دمیرجیان و همکاران ۲۰۱۳). به عبارت دیگر، کیفیت بالاتر اقلام تعهدی عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه سهام‌داران را برای نظارت و پایش مدیر کاهش داده و به گزینش صحیح پروژه‌ها منجر می‌شود، که این امر منجر به بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهام‌داران

www.SID.ir

Archive of SID

می‌شود. در مقابل، در نظریه "جستجوی رانت" که به لحاظ لغوی به مفهوم سوء استفاده از رانت موقعیتی است، استدلال می‌شود که مدیران مستعد بر ارتقای موقعیت شخصی‌شان بیش از حد تاکید داشته و در این راه اقداماتی را اتخاذ می‌کنند که ممکن است هزینه‌های نمایندگی را افزایش دهد. مثلا، مدیران تواناتر ممکن است اعتماد به نفس بیش از حدی داشته و بنابراین بازده‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد برآورد کنند. شواهد تجربی نشان داده است که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی می‌تواند به تحریف‌هایی در تصمیمات سرمایه‌گذاری و ادغام‌های تخریب کننده ارزش شرکت منجر شود (حبیب و منصورحسن، ۲۰۱۷). بنابراین توانایی و استعداد مدیران بر اساس این دو دیدگاه می‌تواند برای ارزش شرکت مضر یا سودمند باشد. بنابراین اگر مکانیزمی وجود داشته باشد که بتواند توانایی مدیران را در جهت افزایش ارزش شرکت و ثروت سهام‌داران سوق دهد تا حدود زیادی می‌تواند از سوء استفاده مدیران از رانت موقعیتی خود و در نتیجه کاهش ارزش شرکت جلوگیری نماید. مکانیزم حاکمیت شرکتی که شامل چگونگی حفاظت از حقوق سهام‌داران است باید چنین مکانیزمی برای کاهش فرصت‌طلبی مدیران باشد (تانگچیتبرم، ۲۰۱۳).

گومپرز و همکاران (۲۰۰۳) شاخص حاکمیتی را مبتنی بر مقررات شرکت‌ها در ارتباط با حقوق سهام‌داران ایجاد کردند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد آن دسته از شرکت‌هایی که برای سهام‌داران خود حقوق ضعیف‌تری قائل هستند در مقایسه با شرکت‌هایی که حقوق قوی‌تری برای سهام‌داران‌شان در نظر می‌گیرند، دارای ارزش کم‌تری هستند. آکا و چی (۲۰۰۷) طی پژوهشی مبنی بر بررسی تاثیر منابع شرکت و ویژگی‌های صنعت بر سودآوری خاص شرکت به این نتیجه دست یافتند که نوع صنعت و عوامل داخلی شرکت مانند توانایی های مدیریت و منابع انسانی بر سودآوری شرکت تاثیر دارند. سامی و همکاران (۲۰۱۱) به بررسی تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های چینی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که دارای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر هستند، عملکرد بهتر و ارزش بالاتری دارند. هم‌چنین بین تمرکز مالکیت، سرمایه‌گذاران نهادی، مالکیت دولتی با عملکرد و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بیک و همکاران (۲۰۱۲) با ملاحظه شرایط بین‌المللی و با استفاده از داده‌های ۴۴ کشور طی سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۸ اقدام به بررسی ارتباط قابلیت‌های مدیران و کیفیت سود و نقش نهادهای قانونی کشورها بر روی این رابطه نمودند. آن‌ها نشان دادند که مدیران توانا، اقدام به ارائه گزارش‌هایی می‌کنند که در آن‌ها کیفیت اقلام تعهدی، پایین؛ هموارسازی سود ، زیاد و همچنین مدیریت سود واقعی بیشتر است. همچنین آن‌ها نشان دادند که کیفیت نهادهای قانونی کشورها باعث کاهش رابطه منفی بین قابلیت مدیران و کیفیت سود می‌شود. آندرو و همکاران (۲۰۱۳) اقدام به بررسی رابطه بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت در طول بحران مالی سال ۲۰۰۸ کردند. آن‌ها متغیرهای حسابداری را به‌عنوان معیار اندازه‌گیری توانایی مدیریت به‌کار بردند و به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیریت با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد. آرارات و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش و سودآوری شرکت به محاسبه شاخص حاکمیت شرکتی در شرکت‌های سهامی عام ترکیه‌ای پرداخته و به این نتیجه رسیدند که پیاده‌سازی سازوکارهای حاکمیت شرکتی هم می‌تواند ارزش بازار بالاتری برای شرکت پیش‌بینی کند و هم سودآوری بالاتری در سطح شرکت ایجاد کند. کورناگیا و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان توانایی مدیریت و رتبه اعتباری شرکت بررسی کردند که چگونه تحلیل‌گران در تعیین رتبه اعتباری شرکت توانایی مدیریت را به عنوان یک عامل ریسک اعتباری در نظر می‌گیرند. آن‌ها به این نتیجه دست یافتند که مدیران تواناتر رتبه اعتباری بالاتری برای شرکت ایجاد می‌کنند که نهایتا منجر به افزایش ارزش برای شرکت می‌شود.

www.SID.ir

Archive of SID

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها برای آزمون فرضیه پژوهش خود از رگرسیون خطی چندگانه استفاده کردند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت می‌باشد. فعلی (۱۳۸۷) در پژوهشی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داد و سازوکارهای حاکمیت شرکتی را از دو بعد: یکی وجود سهامداران نهادی و دیگری ترکیب اعضای هیات مدیره (موظف و غیرموظف) مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه دست یافت که در مجموع رابطه مثبت و معنی‌داری بین دو متغیر و ارزش شرکت وجود دارد. طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجادشده برای سهامداران پرداخته و به این نتیجه دست یافتند که بین هیچکدام از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه معنی‌داری وجود ندارد. برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱) در یک بررسی ارتباط بین هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی (شامل تفکیک پست مدیر عامل از رئیس هیات مدیره، ساختار هیات مدیره، میزان مالکیت بزرگ‌ترین سهامدار، ساختار مالکیت شرکت، اصلی یا فرعی بودن شرکت، میزان نفوذ و مالکیت دولت، درصد سهام شناور آزاد و مرجع حسابرسی شرکت) و ارزش ایجادشده برای سهامداران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی مورد بررسی چهار مکانیزم (شامل میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار مالکیت و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند. امیرحسینی و بهبهانی (۱۳۹۱)، با بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد هیات مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دریافته‌اند که رابطه معنی‌داری بین اصول حاکمیت شرکتی و عملکرد هیات مدیره شرکت وجود دارد که در این میان، سه متغیر میزان افشا و شفافیت اطلاعات، نقش ذینفعان و رفتار یکسان با سهامداران با عملکرد هیات مدیره شرکت‌ها دارای رابطه معنادار است، و دو متغیر حقوق سهامداران و مسئولیت‌های هیات مدیره رابطه معنادار با عملکرد هیات مدیره شرکت‌ها ندارند. مهرانی و نوروزی (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و مدیریت سود به این نتیجه دست یافتند که سهامداران، مدیریت سود را فرصت طلبانه تلقی کرده و مدیریت سود دارای اثری منفی بر ارزش شرکت می‌باشد ولی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی چنین اثری کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین مدیریت سود و ارزش شرکت تاثیر مثبت دارد و شرکت‌های دارای رتبه حاکمیت شرکتی بالاتر با اثر منفی کمتری مواجه هستند. شوروزی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بر مبنای رگرسیون فازی بررسی کردند که بر اساس نتایج حاصل از این پژوهش بین وجود اعضای غیرموظف در هیات مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت ارتباط معنی‌دار مشاهده شد ولی بین نقش دوگانه مدیر عامل و عملکرد شرکت ارتباط معنی‌داری دیده نشد. بزرگ اصل و صالح‌زاده (۱۳۹۴) به بررسی رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود (به تفکیک اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی) پرداختند، که نتایج پژوهش آن‌ها موید وجود رابطه مثبت بین توانایی مدیریت با پایداری سود و همچنین توانایی مدیریت با پایداری اجزای تعهدی و نقدی سود است، ولی رابطه بین توانایی مدیریت و پایداری بخش تعهدی نسبت به بخش نقدی قوی‌تر است. ممتازیان و کاظم‌نژاد (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد پرداختند و یافته‌های حاصل از پژوهش نشان داد که بین قابلیت مدیران و معیارهای عملکرد شرکت رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد، بدین معنا که با افزایش قابلیت مدیران در استفاده بهتر از منابع و به تبع آن افزایش کارایی کل

www.SID.ir

Archive of SID

شرکت، عملکرد شرکت بهبود یافته و از این طریق ثروت سهام‌داران افزایش می‌یابد.

۳- فرضیه پژوهش

با توجه به مطالب فوق الذکر فرضیه پژوهش بدین صورت بیان می‌شود:
سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران تاثیر مثبت دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش کلی مورد استفاده در این پژوهش، روش توصیفی از نوع همبستگی بوده و به دلیل این‌که نتایج حاصل از پژوهش می‌تواند در فرایند تصمیم‌گیری و در بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد، این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. قلمرو مکانی پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سال‌های ۱۳۸۵ الی سال ۱۳۹۴ می‌باشد. نمونه مطالعه با مدنظر قراردادن معیارهای زیر انتخاب شده‌اند: ۱) نمونه انتخابی شامل تمام شرکت‌های بورسی به جز موسسات مالی و بانک‌ها و واسطه‌گری‌ها (به لحاظ شرایط خاص محیط گزارشگری) باشد. ۲) سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد تا داده‌های حسابداری شرکت‌های مختلف با یکدیگر قابل مقایسه شوند و آثار تقویمی در مقایسه شرکت‌ها موثر نباشد. ۳) در بین سال‌های ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار فعال بوده و چون در پژوهش نیاز به محاسبه متغیرهای بازار سرمایه‌ای از قبیل بازده و قیمت سهام وجود داشت نیاز بود که توقف معاملاتی بیش از شش ماه نداشته باشند و دوره مالی خود را طی این مدت تغییر نداده باشند. ۴) کلیه اطلاعات و نسبت‌های مالی مورد نیاز شرکت قابل محاسبه و طی دوره پژوهش در دسترس باشد. این محدودیت نیز اطمینان از به‌کارگیری یک نمونه یکنواخت برای مقایسه معیارهای مختلف را در پی خواهد داشت. اعمال محدودیت‌های فوق منجر به جمع‌آوری داده‌های ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس گردید.

۵- متغیرهای پژوهش و مدل‌های آن

متغیر وابسته

ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار (CSV)، پابلو فرناندز (۲۰۰۲) در تحقیق خود به این نتیجه رسید که افزایش ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، سود اقتصادی (EP) و ارزش افزوده نقدی الزاما به معنی ایجاد ثروت برای سهام‌داران نمی‌باشد. از نظر او از آنجایی که در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی از ارزش دفتری استفاده می‌شود بنابراین محاسبات از قابلیت اطمینان کافی برخوردار نبوده و ممکن است تصمیم‌گیرندگان را به اشتباه بیاندازد. از این‌رو، وی مدلی را برای اندازه‌گیری ثروت سهام‌داران پیشنهاد نمود که در محاسبه آن به جای ارزش‌های دفتری از ارزش بازار سهام استفاده می‌شود. که در پژوهش حاضر نیز از این مدل برای اندازه‌گیری ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران استفاده شده است بر بر اساس آن مدل، زمانی که بازده سهام‌دار از هزینه سرمایه (بازده مورد انتظار) فراتر رود گفته می‌شود که شرکت برای سهام‌دارانش ایجاد ارزش کرده است و زمانی که عکس این حالت رخ دهد شرکت تخریب ارزش نموده است. بنابراین ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار برابر است با حاصلضرب ارزش بازار سرمایه شرکت در ابتدای دوره و اختلاف بین نرخ بازده واقعی سهام‌داران و نرخ بازده مورد انتظار که مطابق رابطه شماره (۱) زیر محاسبه می‌شود:

رابطه ۱)

$$\text{CSV} = \text{Equity Market Value} \times (\text{Shareholder return} - K_e)$$

که در آن: Equity Market Value = ارزش بازار حقوق مالکانه است که از حاصل‌ضرب ارزش بازار سهام شرکت i در تعداد سهام عادی آن در ابتدای سال t بدست می‌آید ؛ Shareholder return = بازده واقعی سهام‌دار است که با استفاده از مدل بازده کل و رابطه شماره (۲) زیر محاسبه می‌شود:

www.SID.ir

Archive of SID

رابطه ۲)

$$RET_{i,t} = \frac{[P_t(1+\alpha+\beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + DPS]}{P_{t-1} + C\alpha}$$

که در آن: P_t = قیمت پایان سال سهم؛ α = درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛ β= درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود سهمی؛ C = مبلغ پذیره نویسی سهام (معمولا ۱۰۰۰ ریالی) ؛P_{t-1} = قیمت ابتدای سال سهم؛ DPS = سود نقدی هر سهم

و K_e = نرخ بازده مورد انتظار سهامدار است که با استفاده از مدل CAPM و رابطه شماره (۳) زیر محاسبه می‌شود:

رابطه ۳)

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

که در آن: R_f = نرخ بازده بدون ریسک که از نرخ سود سپرده‌های کوتاه مدت بانک‌های دولتی به عنوان نرخ بازده بدون ریسک استفاده شده است؛ β = ضریب حساسیت (بتا) که از تقسیم کواریانس بازده شرکت و بازده بازار بر واریانس بازده بازار بدست می‌آید؛ R_m = نرخ بازده بازار بر پایه شاخص کل بازار ؛ R_m-R_f = صرف ریسک بازار

متغیر مستقل

توانایی مدیریتی (MgrlAbility)، برای اندازه گیری توانایی مدیریتی از الگوی ارائه شده توسط دمرجیان و همکارن(۲۰۱۲) که مبتنی بر متغیرهای حسابداری است، استفاده شده است . در این الگو توانایی مدیریت باقیمانده (پسماند) مدلی است که در آن کارایی شرکت متغیر وابسته بوده و از طریق کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت قابل برآورد است. منطق این مدل این است که به طور کلی کارایی شرکت از دو بخش تشکیل یافته یک بخش آن مربوط به ویژگی‌های ذاتی شرکت از قبیل اندازه، سهم بازار، جریان نقد آزاد، سن شرکت و... است و بخش دیگر که همان باقیمانده مدل است مربوط به توانایی مدیر است. بر این اساس، دمرجیان و همکاران(۲۰۱۲) ابتدا برای محاسبه متغیر وابسته در مدل خود (الگوی شماره ۵) که همان کارایی شرکت می‌باشد از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها (DEA) که در رابطه (۴) نشان داده شده است استفاده کرده‌اند. الگوی تحلیل پوششی داده‌ها، یک نوع الگوی آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد یک سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی کاربرد دارد. مقدار محاسبه شده برای کارایی شرکت عددی بین صفر تا یک را در بر می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر یک است و هر چه مقدار به دست آمده کمتر باشد به آن معناست که کارایی شرکت پایین‌تر است. در هر صنعت شرکتی که بالاترین مقدار کارایی را داشته باشد در آن صنعت پیشرو است.

که در آن:$Sales_{i,t}$ = فروش شرکت i در سال t ؛ $COGS_{i,t}$ = بهای تمام شده کالای فروش رفته شرکت i در سال t ؛ $SG\&A_{i,t}$= هزینه‌های عمومی، اداری و فروش شرکت i در سال t ؛ $NetPPE_{i,t}$= خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در سال t ؛ $OpsLease_{i,t}$= هزینه اجاره عملیاتی شرکت i در سال t ؛ $R\&D_{i,t}$= هزینه تحقیق و توسعه شرکت i در سال t ؛ $Goodwill_{i,t}$= سرقفلی خریداری شده شرکت i در ابتدای سال t ؛ $Intan_{i,t}$= خالص دارایی نامشهود شرکت i در ابتدای سال t.

رابطه ۴)

$$max\Theta = \frac{Sales_{i,t}}{\vartheta_1 COGS_{i,t} + \vartheta_2 SG\&A_{i,t} + \vartheta_3 NETPPE_{i,t} + \vartheta_4 OpsLease_{i,t} + \vartheta_5 R\&D_{i,t} + \vartheta_6 Goodwill_{i,t} + \vartheta_7 Intan_{i,t}}$$

www.SID.ir

Archive of SID

در این مدل برای هر کدام از متغیرهای ورودی ضریب خاص ϑ در نظر گرفته شده است زیرا اثر همه متغیرهای ورودی بر خروجی (فروش)، یکسان نیست. برای بدست آوردن این ضرایب، رگرسیونی از تاثیر ورودی‌ها بر خروجی‌ها برآورد شده و میزان تاثیر هر یک از ورودی‌ها بر خروجی (فروش) از طریق ضرایب رگرسیونی بدست آمده است. هدف از محاسبه ی کارایی شرکت، اندازه‌گیری توانایی مدیریت است از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی (رابطه (۴))، ویژگی های ذاتی شرکت نیز دخالت دارد، نمی توان توانایی مدیریت را به درستی اندازه گیری کرد؛ زیرا متاثر از این ویژگی ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می شود. دمرجیان و همکاران(۲۰۱۲) به منظور کنترل اثر ویژگی های ذاتی شرکت در الگویی که ارائه داده اند، کارایی شرکت را به ۲ بخش جدا؛ یعنی کارایی بر اساس ویژگی های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده‌اند. آن‌ها این کار را با استفاده از کنترل ۵ ویژگی خاص شرکت: اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی(صادرات) انجام داده‌اند. هر کدام از این ۵ متغیر که ویژگی ذاتی شرکت هستند، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. این ۵ ویژگی در الگوی (۵) که توسط دمرجیان و همکاران(۲۰۱۲)، ارائه شده، کنترل شده‌اند:

رابطه ۵)

$$Firm\ Efficiency_{j,t} = \alpha_0 + \alpha_1\ Size_{j,t} + \alpha_2\ MarketShare_{j,t} + \alpha_3\ Free\ Cash\ Flow\ Indicator_{j,t} + \alpha_4\ Age_{j,t} + \alpha_5\ Foreign\ Currency\ Indicator_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

که در آن؛ $Size_{j,t}$= اندازه شرکت j در سال t و برابر است با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت ؛ $Market\ Share_{j,t}$= سهم بازار شرکت j در سال t و برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت ؛ $Free\ Cash\ Flow\ Indicator_{j,t}$= افزایش (کاهش) در جریان نقد عملیاتی شرکت j در سال t را نشان می دهد که در صورت مثبت بودن جریان نقد عملیاتی، برابر یک و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است ؛ $Age_{j,t}$= عمر شرکت j از زمان تاسیس تا سال t و برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد این سال‌ها ؛ $Forreign\ Currency\ Indicator_{j,t}$= صادرات شرکت j در سال t و برای شرکت‌هایی که صادرات داشته‌اند، برابر ۱ و در غیر اینصورت، صفر در نظر گرفته شده است. ؛ $\varepsilon_{j,t}$= باقیمانده الگو است که نشان دهنده میزان توانایی مدیریت است. الگوی شماره (۵) نیز همانند الگوی تحلیل پوششی داده ها باید بر اساس صنعت تحلیل شود.

متغیر تعدیل‌کننده

سازوکارهای حاکمیت شرکتی (CG)، برای اندازه‌گیری تاثیر سازو کارهای حاکمیت شرکتی بر متغیر وابسته با استفاده از روش تاپسیس[۴] شاخصی که متشکل از شش معیار استقلال هیات مدیره، مالکیت مدیریتی، دوگانگی وظایف مدیرعامل، کیفیت حسابرسی، مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت ساخته شده است، که با استفاده از این شاخص به امتیازبندی شرکت‌های نمونه بر اساس این شش معیار حاکمیت شرکتی پرداخته شده است. در این امتیازبندی چند شاخصه فرض می‌کنیم که وزن تاثیر تمامی این معیارهای حاکمیت شرکتی در تصمیم‌گیری یکسان و برابر با ۰,۱۶۷ یا $\frac{1}{6}$ است. روش تاپسیس یکی از کارآمدترین روش‌های تصمیم‌گیری چند شاخصه است که اولین بار توسط هوانگ و یون[۵] (۱۹۸۱) ارائه شده است، پایه این تکنیک بر مفهوم فاصله اقلیدسی از ایده‌آل‌های مثبت و منفی استوار است (تقی‌زاده و ضیائی حاجی پیرلو، ۱۳۹۴). در این پژوهش نیز شرکت‌های مورد بررسی در پژوهش برای هر سال بر اساس شش سازوکار حاکمیت شرکتی مذکور امتیازبندی می‌شود. با توجه به نتایج متناقض پژوهش‌ها در مورد تاثیر متضاد و دوگانه برخی از این سازوکارهای حاکمیت شرکتی تعیین جنبه مثبت یا منفی برخی از این معیارها دشوار است که برای حل این مساله با مراجعه به پژوهش‌هایی که در چند سال اخیر در حوزه معیارهای حاکمیت شرکتی و تاثیر آن

www.SID.ir

Archive of SID

بر وضعیت شرکت به لحاظ نقدشوندگی سهام، میزان محافظه‌کاری، میزان کیفیت گزارشگری مالی، میزان مدیریت سود، ارزش شرکت، کارایی اطلاعات، کیفیت افشاء و .... انجام گرفته، معیاری که در نتایج حاصل از اکثر پژوهش‌ها از خود جنبه مثبت را نشان داده به عنوان معیار با جنبه مثبت (یعنی معیاری از حاکمیت شرکتی که باعث بهبود وضعیت شرکت می‌شود) و معیاری که در نتایج حاصل از اکثر پژوهش‌ها از خود جنبه منفی را نشان داده به عنوان معیار با جنبه منفی در نظر گرفته شده است. در جدول زیر ضمن تعریف عملیاتی معیارهای حاکمیت شرکتی درصد پژوهش‌هایی که در ۶ سال اخیر منجر به جنبه مثبت و یا منفی این معیارها شده است لحاظ می‌شود:

بعد از انتخاب این شش معیار ماتریس تصمیم با ۶ ستون و ۱۲۴ سطر برای هر سال تشکیل داده می‌شود. سپس به ترتیب ابتدا مربعات هر مولفه ماتریس و سپس مجموع مجذور مربعات هر ستون (هر معیار) محاسبه و با تقسیم هر مولفه ماتریس بر مجذور مجموع مربعات و ضرب در وزن هر شاخص ماتریس را بی مقیاس کرده و سپس برای هر معیار راه حل ایده آل مثبت و راه حل ایده آل منفی را بدست آورده و فاصله هر گزینه از ایده‌آل مثبت و منفی را محاسبه و نهایتا ضریب نزدیکی هر گزینه نسبت به راه حل ایده‌آل محاسبه می‌شود.

جدول ۱- معیارهای حاکمیت شرکتی

معیار	تعریف عمیاتی	جنبه
۱: استقلال هیات مدیره	تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیات مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره	مثبت- ٪۹۰
۲: مالکیت مدیریت	بیان‌گر درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیات مدیره است.	مثبت- ٪۸۶
۳: دوگانگی پست مدیر عامل	اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره نیز باشد به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیر عامل اطلاق می‌شود. در این پژوهش دوگانگی به صورت یک متغیر مجازی که در اندازه گیری آن اگر نقش مدیرعامل از رئیس یا نائب رئیس هیئت مدیره تفکیک نشده باشد عدد یک، و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.	منفی-٪۹۰
۴: کیفیت حسابرسی	اگر امتیاز کنترل کیفیت حسابرس الف باشد به آن عدد ۱ و اگر غیر از الف باشد به آن عدد صفر اختصاص می‌یابد. امتیاز کنترل کیفیت توسط جامعه حسابداران رسمی ایران منتشر می‌شود.	مثبت-٪۸۹
۵: مالکیت نهادی	به صورت درصد سهام در اختیار سهامداران نهادی اندازه‌گیری می‌شود. سهامداران نهادی به اشخاص حقوقی یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری و.. گفته می‌شود که بخش بزرگی از سهام را در اختیار دارند و نسبت به سرمایه‌گذاران فردی آگاه‌تر و اطلاعات بیش‌تری دارند (پارک و همکاران، ۲۰۰۸)	مثبت- ٪۸۸
۶: تمرکز مالکیت نهادی	تمرکز مالکیت نهادی از طریق شاخص هرفیندال هیرشمن محاسبه می‌شود که در آن درصد مالکیت سهامداران نهادی هر شرکت به توان ۲ رسیده و با هم جمع می‌شود و عددی بین ۰ و ۱ حاصل می‌شود که هرچه این عدد به یک نزدیک‌تر نشان از تمرکز مالکیت و معکوس آن نشاندهنده عدم تمرکز مالکیت می‌باشد. $HH = \sum_{i=1}^{n} INSOWN^2$	منفی- ٪۶۰

متغیرهای کنترلی شامل

اندازه شرکت[۶]: بر طبق تحقیقات گذشته ثابت شده است که شرکت‌های بزرگ‌تر سرمایه‌گذاری‌های کاراتری انجام می‌دهند که منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود (بیدل و همکاران، ۲۰۰۹) که برای کنترل اثر اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی کل داراییهای شرکت i در سال t استفاده شده است؛

نسبت اهرمی[۷]: به اعتقاد هاتن و تهرانیان (۲۰۰۹)، افزایش میزان بدهی شرکت می‌تواند منجر به

www.SID.ir

Archive of SID

افزایش هزینه بهره و بنابراین منجر به کاهش سود گردد، از این‌رو حجم بالای بدهی در ساختار سرمایه یک شرکت می‌تواند زمینه‌ای برای کاهش ارزش و ثروت سهامداران باشد. در این پژوهش برای کنترل اثر متغیر فوق از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت i در سال t استفاده شده است؛

بازده دارایی‌ها[8]: با افزایش بازده دارایی‌ها در واقع ارزش شرکت افزایش یافته است و طبق پژوهش آندرو و همکاران (۲۰۱۳) برای کنترل اثر این متغیر از نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت i در سال t استفاده می‌شود؛

فرصت‌های رشد[9]: طبق پژوهش آندرو و همکاران (۲۰۱۳) هرچه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام بالاتر باشد یعنی انتظارات سهامداران نسبت به سودآوری آتی شرکت بالاتر است و با ارزش ایجاد شده برای سهامداران ارتباط مثبت دارد از این‌رو برای کنترل اثر فرصت‌های رشد شرکت از نسبت ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری سهام شرکت i در سال t استفاده می‌شود.

مدل مربوط به آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از ۲ مدل رگرسیونی شماره (۶) و (۷) زیر استفاده شده است در مدل ۶ امتیاز حاکمیت شرکتی مربوط به شرکت‌ها در داخل مدل وارد شده است ولی در مدل ۷ شرکت‌ها بر اساس امتیاز حاکمیت شرکتی که دارند چارک‌بندی شده‌اندو برای آزمون فرضیه صرفا از داده‌های مربوط به چارک اول که مربوط به شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف و چارک چهارم که مربوط به شرکت‌های با حاکمیت قوی می‌باشد به شرح زیر استفاده شده است:

مدل ۶)

$$CSV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MgrlAbility_{i,t} + \alpha_2 MgrlAbility_{i,t} * CG_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که درآن : $CSV_{i,t}$= ارزش ایجاد شده برای سهامداران شرکت i در سال t ؛ $MgrlAbility_{i,t}$ = توانایی مدیریت شرکت i در سال t ؛ $CG_{i,t}$ = امتیاز حاکمیت شرکتی شرکت i در سال t ؛ $LEV_{i,t}$ = نسبت اهرمی شرکت i در سال t ؛ $ROA_{i,t}$ = بازده دارایی‌های شرکت i در سال t ؛ $GROWTH_{i,t-1}$ = نرخ رشد شرکت i در سال t

مدل۷)

$$CSV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MgrlAbility_{i,t} + \alpha_2 MgrlAbility_{i,t} * DHIGH_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $DHIGH_{i,t}$ = متغیر مجازی مربوط به شرکت i در سال t که برای شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی برابر یک و برای شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف برابر صفر است.به طور کلی امکان دارد که سرمایه‌گذاران حاکمیت شرکتی را به صورت یک طیف در نظر نگیرند و لذا شرکت‌ها به دو دسته دارای حاکمیت شرکتی قوی و ضعیف تفکیک شوند. برای این منظور سال- شرکت‌ها بر اساس شاخص حاکمیت شرکتی چارک‌بندی می‌شوند . شرکت‌هایی که در چارک اول قرار می‌گیرند به عنوان شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی ضعیف و شرکت‌هایی که در چارک چهارم قرار می‌گیرند به عنوان شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی در نظر گرفته می‌شوند. سپس صرفا داده‌های مربوط به این دو گروه که از طریق متغیر مجازی DHIGH قابل شناسایی هستند در مدل رگرسیونی مورد آزمون قرار می‌گیرند.

۶- یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد، که بیانگر پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. این پارامترها عمدتا شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه و همچنین، اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی نظیر انحراف معیار

www.SID.ir

Archive of SID

است. مهم‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است و شاخص مناسبی برای نشان‌دادن مرکزیت داده‌هاست، برای مثال میانگین متغیر ارزش ایجاد شده برای سهامدار برابر با (۰/۰۵۴) است و بیانگر آن است که در بورس اوراق بهادار تهران برای سرمایه‌گذاران به طور میانگین حدود ۵ درصد بازدهی بیشتر از حداقل بازده مورد انتظار از سرمایه‌گذاری ایجاد شده است و شرکت‌های بورسی برای سهامداران ارزش‌آفرینی داشته‌اند. یا مقدار میانگین برای متغیر امتیاز حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی به طور میانگین در بین شرکت‌های بورسی تا ۶۴٪ رعایت شده‌اند.

جدول ۲- آمار توصیفی

متغیرها	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ارزش ایجاد شده برای سهامدار	$CSV_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۰۵۴	۰/۰۱۲	۰/۱۱۲	-۰/۰۸۰	۰/۶۸۲
توانایی مدیریتی	$MgrlAbility_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۰۰۲	۰/۰۲۲	۰/۱۲۶	-۰/۴۷۶	۰/۲۷۳
امتیاز حاکمیت شرکتی	$CG_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۶۴۹	۰/۶۵۵	۰/۰۸۹	۰/۳۱۰	۰/۸۷۰
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۱۲۴۰	۱۳/۷۷۴	۱۳/۶۱۰	۱/۴۸۷	۱۰/۸۱۶	۱۸/۳۷۹
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۵۸۷	۰/۶۰۵	۰/۱۹۵	۰/۰۹۰	۰/۹۹۰
بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۱۶۲	۰/۱۳۲	۰/۱۶۵	-۰/۱۹۸	۰/۷۸۲
فرصت‌های رشد	$MTB_{i,t}$	۱۲۴۰	۱/۳۲۱	۱/۱۰۵	۱/۰۸۲	۰/۱۰۲	۶/۵۶۸
استقلال هیات مدیره	$INDBRD_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۶۰۳	۰/۶۰۰	۰/۲۱۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
مالکیت مدیریتی	$MgrlOwn_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۶۵۷	۰/۷۱۰	۰/۲۴۲	۰/۰۰۰	۰/۹۹۰
مالکیت نهادی	$InsQwn_{i,t}$	۱۲۴۰	۰/۶۹۳	۰/۷۴۰	۰/۲۱۲	۰/۰۵۶	۰/۹۹۵
تمرکز مالکیت نهادی	ConQwni,t	۱۲۴۰	۰/۳۳۰	۰/۳۱۱	۰/۲۰۲	۰/۰۰۳	۰/۹۸۹

آزمون فرضیه و نتایج آن

روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون با استفاده از داده های ترکیبی است. فرضیه پژوهش از طریق نتایج حاصل از الگوهای اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد آزمون قرار می‌گیرد. هم‌چنین سطح اطمینان مورد استفاده جهت آزمون فرضیه و بررسی فروض کلاسیک رگرسیون ۹۵ درصد است. در داده‌های ترکیبی به منظور انتخاب بین داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون اف- لیمر استفاده شده است و بر اساس معنی داری کم‌تر از ۵ درصدِ این آزمون روش داده‌های تابلویی انتخاب شده ودر مرحله بعدی برای انتخاب بین روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده که معنی‌داری کم‌تر از ۵٪ آن حاکی از استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی با اثرات ثابت می‌باشد. برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیون، آزمون فرض‌های کلاسیک از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. از جمله مهم‌ترین این فرض‌ها، فرض‌های مربوط به بررسی نرمال بودن باقیمانده‌های مدل، عدم وجود خودهمبستگی، عدم وجود هم‌خطی و عدم وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌های مدل است.

برای بررسی نرمال بودن باقیمانده‌ها از آزمون جارک- برا استفاده شده است که نتایج این آزمون در جدول (۳) نشان می‌دهد باقیمانده‌های مدل‌های مورد بررسی دارای توزیع نرمال هستند. به منظور تشخیص وجود خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌های از آزمون وولد ریچ استفاده شد معنی داری بالای ۵ درصد این آزمون همانطور که در جدول (۳) نشان داده شده است نبود همبستگی بین باقیمانده‌ها را ثابت می‌کند. برای بررسی هم‌خطی از آزمون "عامل تورش واریانس" استفاده شد و در آن آماره VIF برای همه متغیرها همانطور که در جدول (۳) قابل مشاهده است کمتر از ۱۰ بود و نشان از عدم وجود هم خطی بین

www.SID.ir

Archive of SID

اجزای اخلال مدل دارد. برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌ها از آزمون ناهمسانی واریانس LR (والد تعدیل شده)، استفاده شده و نتایج حاصل از این آزمون طبق جدول (۳) حاکی از عدم وجود ناهمسانی واریانس در مدل مورد بررسی است. به منظور تعیین معنی دار بودن الگوی رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل در الگوی پژوهش، از آماره تی استیودنت در سطح اطمینان ۹۵٪، استفاده شده است. از آزمون دوربین واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده شده است.

جدول ۳- نتایج آزمون تاثیر امتیاز حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهامدار بر اساس مدل (۶)

$$CSV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MgrlAbility_{i,t} + \alpha_2 MgrlAbility_{i,t} * CG_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	معنی‌داری	VIF
عرض از مبداء	C	-۰/۱۳۹	-۵/۴۵۱	۰/۰۰۰	---
توانایی مدیریتی	$MgrlAbility_{i,t}$	۰/۱۱۲	۲/۷۸۹	۰/۰۰۵	۵/۷۷
تعامل توانایی مدیریتی و امتیاز حاکمیت شرکتی	$MgrlAbility*CG_{i,t}$	۰/۱۱۵	۱/۹۹۶	۰/۰۳۶	۵/۸۲
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۰۲	۱/۱۴۰	۰/۲۵۵	۱/۰۳
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۰۲۹	-۱/۷۷۴	۰/۰۷۶	۱/۷۲
بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۰۵۳	۲/۳۳۲	۰/۰۲۰	۲/۲۹
فرصت‌های رشد	$MTB_{i,t}$	۰/۰۵۵	۲۰/۰۳۲	۰/۰۰۰	۱/۴۵
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۳۹۷			
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۲/۰۰۶			
آماره فیشر معنی‌داری	F statistic	۱۳۶/۸۲۶ ۰/۰۰۰			
جارک- برا معنی داری	Jarque-Bera	۰/۵۳۵ ۰/۷۶۳			
وولدریج معنی‌داری	Wooldridge	۰/۸۵۰ ۰/۳۵۸			
ناهمسانی‌واریانس معنی‌داری	LR والد تعدیل‌شده	۸۸/۲۶ ۰/۹۹۲			

نتایج آزمون فرضیه پژوهش

همانطور که در جدول (۳)، قابل مشاهده است نتایج آزمون فرضیه پژوهش بر اساس مدل (۶) نشان‌می‌دهد که P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل توانایی مدیریت و متغیر تعاملی امتیاز حاکمیت شرکتی و توانایی مدیریت، هر دو کم‌تر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. از این‌رو می‌توان نتیجه گرفت که بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهامدار و همین‌طور بین متغیر تعاملی توانایی مدیریتی و امتیاز حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهامدار ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد و حاکمیت شرکتی موجب تشدید اثر توانایی مدیریت بر ارزش ایجاد شده برای سهامداران می‌شود. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول (۳)، و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. معنی‌داری کمتر از سطح خطای ۵٪ برای متغیرهای کنترلی بازده دارایی‌ها و فرصت‌های رشد نشان می‌دهد که با افزایش بازده دارایی‌ها و نیز با افزایش فرصت‌های رشد شرکت ارزش ایجاد شده برای سهامداران نیز افزایش می‌یابد. نتایج مندرج در جدول (۳)، همچنین نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مربوط به آزمون فرضیه تقریبا برابر (۰/۳۹۷) است که بیانگر این

www.SID.ir

Archive of SID

موضوع است که ۴۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار)، توسط مجموعه متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. علاوه‌براین با توجه به اینکه احتمال آماره فیشر، کم‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵٪ این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

در ادامه همانطور که در جدول (۴)، قابل مشاهده است نتایج آزمون فرضیه پژوهش بر اساس مدل (۷) که در آن سال شرکت‌های با امتیاز حاکمیت بالا و پایین در قالب متغیر مجازی DHIGH تفکیک شده بودند نشان‌می‌دهد که P-value محاسبه شده برای متغیر مستقل توانایی مدیریت و متغیر تعاملی امتیاز حاکمیت شرکتی و توانایی مدیریت، هر دو کم‌تر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. از این‌رو می‌توان نتیجه گرفت که بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار و همین‌طور بین متغیر تعاملی توانایی مدیریتی و امتیاز حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد. بنابراین با توجه به نتایج مندرج در جدول (۴)، و در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه پژوهش رد نمی‌شود. معنی‌داری کمتر از سطح خطای ۵٪ برای متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و فرصت‌های رشد نشان می‌دهد که با افزایش اندازه شرکت و نیز با افزایش فرصت‌های رشد شرکت، ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران نیز افزایش می‌یابد. نتایج مندرج در جدول (۴)، هم‌چنین نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مربوط به آزمون فرضیه تقریبا برابر (۰/۴۶۷) است که بیانگر این موضوع است که ۴۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار)، توسط مجموعه متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. علاوه‌براین با توجه به اینکه احتمال آماره فیشر، کم‌تر از ۵ درصد می‌باشد، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵٪ این مدل معنی‌دار بوده و از اعتبار بالایی برخوردار است.

جدول ۴- نتایج آزمون تاثیر امتیاز حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهام‌دار بر اساس مدل (۷)

$$CSV_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 MgrlAbility_{i,t} + \alpha_2 MgrlAbility_{i,t} * DHIGH_{i,t} + \alpha_3 Size_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	معنی‌داری
عرض از مبداء	C	-۰/۲۰۷	-۵/۵۳۸	۰/۰۰۰
توانایی مدیریتی	$MgrlAbility_{i,t}$	۰/۲۱۰	۸/۵۹۶	۰/۰۰۰
تعامل توانایی مدیریتی و امتیاز حاکمیت شرکتی	$MgrlAbility*DHIGH_{i,t}$	۰/۰۴۱	۲/۶۹۹	۰/۰۰۷
اندازه شرکت	$Size_{i,t}$	۰/۰۰۵	۲/۱۷۱	۰/۰۳۰
نسبت اهرمی	$LEV_{i,t}$	-۰/۰۲۶	-۱/۰۷۴	۰/۲۸۳
بازده دارایی‌ها	$ROA_{i,t}$	۰/۰۵۹	۱/۸۶۸	۰/۰۶۲
فرصت‌های رشد	$MTB_{i,t}$	۰/۰۵۹	۱۵/۱۶۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	Adjusted R Square	۰/۴۶۷		
دوربین واتسون	Durbin-Watson	۱/۸۰۶		
آماره فیشر معنی‌داری	F statistic	۹۱/۴۱۵ ۰/۰۰۰		

۷- نتیجه‌گیری و بحث

از آنجایی که کیفیت مدیریت شرکت نقش عمده‌ای در تصمیمات سرمایه‌گذاری ایفا می‌کند اندازه‌گیری توانایی مدیریت در دهه‌ی اخیر توجه زیادی را از دو جنبه ۱) نحوه اندازه‌گیری توانایی مدیریت و ۲) تاثیر توانایی مدیریت بر ارزش و عملکرد شرکت، به خود جلب کرده است. در واقع توانایی مدیریت در تعیین ارزش یک شرکت عاملی است که نادیده گرفته شده است. از این رو هدف از پژوهش حاضر بررسی اثر سازو کارهای حاکمیت شرکتی به

www.SID.ir

Archive of SID

عنوان یک عامل نظارتی و کنترلی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش شرکت ایجاد شده برای سهامداران می‌باشد. برای دستیابی به اهداف پژوهش تعداد ۱۲۴ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۴ مورد بررسی قرار گرفت. برای بررسی اثر سازوکارهای حاکمیت شرکتی به جای بررسی اثر تک تک سازوکارهای حاکمیت شرکتی اقدام به رتبه‌بندی شرکت‌های مورد بررسی بر اساس روش تاپسیس که یک روش تصمیم‌گیری چند شاخصه می‌باشد اقدام شده است، و برای اندازه‌گیری توانایی مدیریت از الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، و در نهایت برای اندازه‌گیری ارزش شرکت از مدل ارزش ایجاد شده برای سهامداران (CSV) استفاده شده است. نتایج فرضیه مطرح در پژوهش نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهامدار تاثیر مثبت و معنی‌دار دارد.

مطابق با آنچه در پژوهش حاضر مورد بحث و بررسی قرار گرفته است، مدیران کاراتر و دارای توانایی ذاتی بالاتر می‌توانند به سرعت از شرایط واحد اقتصادی تحت تصدی و صنعت مورد فعالیت خود، شناخت کافی بدست آورده و نسبت به انتخاب و اجرای پروژه‌های باکیفیت‌تر و دارای ریسک پایین‌تر اقدام کنند. بر این اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، مطابق با نظریه "قراردادهای کارا" می‌باشد که بر اساس آن هدف از انتخاب مدیران کاراتر و تمهیدات مربوط به تخصیص پاداش برای این مدیران وابسته به این تفکر است که هدف این مدیران حداکثر کردن ثروت سهامداران است و هر چه توانایی‌های ذاتی مدیران بیشتر باشد آن را در ارائه برآوردها و قضاوتها، دقیق تر نشان می‌دهند. بنابراین ممکن است مدیران با توانایی عملیاتی بالاتر، آگاهی بیشتری در خصوص وضعیت آتی شرکت، صنعت و روندهای اقتصادی داشته باشند. از این جهت انتظار می رود اقلام تعهدی برآورد شده توسط مدیران مذکور، دقیق تر باشد. به عبارت دیگر، کیفیت بالاتر اقلام تعهدی عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از مشکلات نمایندگی و در نتیجه هزینه سهامداران را برای نظارت و پایش مدیر کاهش داده و به گزینش صحیح پروژه ها منجر شود، که این امر منجر به بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران می‌شود. از طرف دیگر تجزیه و تحلیل های تجربی در پژوهش حاضر نشان می‌دهد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی که به صورت متغیر تعاملی در مدل آزمون فرضیه ها آورده شده اثر مثبتی بر ارتباط توانایی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهامداران دارد در واقع از آنجا که هدف اصلی از ایجاد حاکمیت شرکتی کاهش مشکلات نمایندگی است منجر به هم‌راستا کردن منافع مدیران که تصمیمات سازمان را اتخاذ می‌کنند با منافع سرمایه‌گذاران که تحت تاثیر تصمیمات آن‌ها قرار می‌گیرند می‌شود. نتایج حاصل از پژوهش حاضر با یافته‌های آندرو و همکاران (۲۰۱۳) که نشان دادند توانایی مدیریت منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود هم‌خوانی دارد. همین‌طور با یافته‌های سامی و همکاران (۲۰۱۱) که نشان دادند شرکت‌هایی که دارای مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بهتر هستند عملکرد بهتر و ارزش بالاتری دارند هم‌خوانی دارد، و نیز با یافته‌های ممتازیان و کاظم‌نژاد (۱۳۹۵) که نشان دادند با افزایش قابلیت مدیران در استفاده بهتر از منابع و به تبع آن افزایش کارایی کل شرکت، عملکرد شرکت بهبود یافته و از این طریق ثروت سهامداران افزایش می‌یابد هم‌خوانی دارد.

با توجه به اهمیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ارتباط بین توانایی مدیریت و ارزش شرکت پیشنهاد می‌شود که هم‌زمان با گزارش‌های مالی سالانه و یا میان دوره‌ای رتبه حاکمیت شرکتی متعلق به هر شرکت در بورس اوراق بهادار نیز بر اساس روش‌های مختلف رتبه بندی گزارش شود تا سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری و یا در تخمین سودآوری سرمایه‌گذاری‌های خود از آن استفاده کنند .

هم‌چنین به پژوهش‌گران پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی رتبه حاکمیت شرکتی بر اساس تعداد بیش‌تری از سازوکارهای حاکمیت شرکتی در

www.SID.ir

Archive of SID

زیر شاخه‌های ویژگی‌های هیات مدیره و ویژگی‌های حسابرسی و در خصوص وجود و عدم وجود کمیته های حسابرسی و دیگر کمیته‌های هیات مدیره محاسبه شود و همین‌طور پیشنهاد می‌شود از روش‌های دیگر رتبه‌بندی از قبیل SAW یا الکتره یا AHPو .... استفاده شود .

محدودیت‌های پژوهش به این شرح قابل ذکر است که: در این پژوهش داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت ها از بابت تورم تعدیل نشده است و در صورت تعدیل اطلاعات مذکور ممکن است نتایج متفاوتی از نتایج فعلی حاصل شود.

فهرست منابع

* امیرحسینی، زهرا و سمیه محسنی بهبهانی. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین اصول حاکمیت شرکتی با عملکرد هیات مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران . مجموعه مقالات اولین همایش منطقه‌ای پژوهش ها و راه‌کارهای نوین در حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی شفق تنکابن، صص ۱۷۵-۲۰۲
* برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآور نهندی، یونس و قادر حسین بابایی (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره ۲، صص ۱-۱۶.
* بزرگ اصل، موسی و بیستون صالح‌زاده(۱۳۹۴). رابطه توانایی مدیریت و پایداری سود با تاکید بر اجزای تعهدی و جریانای نقدی در شرکتای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابرسی، سال چهاردهم، شماره ۵۸، صص ۱۷۰-۱۵۳.
* تقی‌زاده، هوشنگ و مصطفی ضیائی حاجی پیرلو (۱۳۹۴). کاربرد تئوری تصمیم‌گیری در مدیریت. تبریز: انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
* حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۳.
* سجادی، علی (۱۳۸۸). نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی. فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴، صص ۲۵۷-۲۷۶.
* شوروزی، محمدرضا؛ خلیلی، محسن؛ سلیمانی، حمید و امید فروتن (۱۳۹۴). ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی. پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹.
* طالب‌نیا، قدرت‌اله؛ رحیمیان، نظام‌الدین و مجتبی باقری نویر (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران. فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال چهارم، شماره یازدهم، صص ۵۳-۶۴.
* فعلی، مریم (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت. رساله مقطع کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
* معین‌الدین، محمود؛ سعیدا اردکانی، سعید و علی فاضل یزدی (۱۳۹۳). بررسی تاثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره نهم، صص ۱۰۱-۱۳۲.
* ممتازیان، علیرضا و مصطفی کاظم‌نژاد (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین قابلیت‌های مدیریت و معیارهای عملکرد با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها : مطالعه تجربی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال پنجم، شماره ۲۰، صص ۶۵-۸۸.
* مهرانی، ساسان و سونا نوروزی (۱۳۹۴). بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ارزش شرکت و

www.SID.ir

Archive of SID

مدیریت سود. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره دوم، شماره ۳، پیاپی ۶، صص ۱۰۵-۱۲۲.

* موذنی، بیتا و یونس بادآور نهندی (۱۳۹۵). ارتباط بین استعداد مدیریتی، کارایی سرمایه گذاری و خطر سقوط قیمت سهام .مدیریت بهره وری، سال دهم، شماره ۳۹، صص ۲۴۷-۲۸۰.
* Acquaah, M., & Chi, T. (2007). A longitudinal analysis of the impact of firm resources and industry characteristics on firm-specific profitability. Journal of Management and Governance, 11, 179-213.
* Andreou, P. C., Ehrlich, D., & Louca, C. (2013). Managerial ability and firm performance: Evidence from the global financial crisis. Cyprus University of Technology, Department of Commerce, Finance and Shipping, and Visiting Research Fellows at Durham Business School.
* Ararat, M., Black, B. S., & Yurtoglu, B., B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time series evidence from Turkey. Emerging Market Review, 30, 113-132.
* Baik, B., Choi, S., Farber, D. B., & Zhang, J. (2012). Managerial ability and earnings quality: an international analysis. Available at http://www.kaaedu.or.kr/fun/download.php?path.
* Bebchak, L. A., Fried, J. M., & Walker, D. I. (2002). Managerial Power and rent Extraction in the Design of Executive Compensation. The University of Chicago Law Review, 69, 751-846.
* Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? Journal of Accounting and Economics, 48(2), 112-131.
* Cornaggia, K. J., Krishnan, G. V., & Wang, CH. (2017). Managerial ability and credit rating. Contemporary Accounting Research, 34(4), 2094-2122.
* Demerjian, P., Lev, B., & MacVay, s. (2012). Quantifying managerial ability: Anew measure and validity test. Management Science, 58(7), 1229-1248.
* demirjian , P., Lewis, M., Lev, B., & McVay, S. (2013). Managerial ability and earnings quality. The Accounting Review, 88(No 2), 463-498.
* Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate Governance and equity price. The Quarterly Journal of Economics, 118(1), 107-156.
* Habib, A., & Manzur Hasan, M. (2017). Managerial talent, investment efficiency and stock price crash risk. Research in International Business and Finance, 42, 262-274.
* Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2017). Assessing Managerial ability: Implication for corporate governance. Forthcoming in the Handbook of the Economics of Corporate Governance.
* Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports,R2, and crash risk. Journal of Financial Economics, 94(1), 67-86.
* Leverty, J., & Qian, Y. (2011). Do acquisitions create more value when good management replaces bad management? Working paper, University of Iowa, Iowa City.
* Fernandez, P. (2002). EVA, Economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation. IESE University of Navara..
* Sami, H., Wang, J., & Zhou, H. (2011). Corporate Governance and operating performance of chinese listed firms. Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, 20(2), 106-114.
* Tangjitprom, N. (2013). The Role of Corporate Governance in reducing the negative effect of earnings management. International Journal of Economics and Finance, 5(3), 213-220

یادداشت‌ها

[1] Efficient Contracting
[2] Rent Extraction
[3] Baik et al
[4] TOPSIS
[5] Hwang & Yoon
[6] $FirmSize_{i,t}$
[7] $LEV_{i,t}$
[8] $ROA_{i,t}$
[9] $MTB_{i,t}$

www.SID.ir