فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت
سال هفتم / شماره بیست و یکم/ تابستان ۱۳۹۳

تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران

محمد رضا اولی[۱]
مهدی قائمی‌اصل[۲]
سعیده امین زادگان[۳]
الناز عظیمی[۴]

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۲/۴/۱

چکیده

مبنای پژوهش حاضر آزمون رابطه میان عناصر حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی با یک نمونه ۱۲۲ تایی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸- ۱۳۸۵ می باشد . پژوهش حاضر از نوع توصیفی – تحلیلی و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی است. در تحلیل داده ها از روش های رگرسیون چند متغیره و رگرسیون گام به گام و برای تخمین رگرسیون از روش های اثرات ثابت، اثرات تصادفی و حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بین پنج عنصر حاکمیت شرکتی (شامل درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهام داران کنترلی، تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره) فقط متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی تاثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد. به علاوه رابطه علیت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی نیز بر اساس آزمون علیت گرنجری تایید می‌شود. شرکت‌های ایران خودرو، سرمایه گذاری معادن و فلزات و سایپا به ترتیب دارای بالاترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی می باشند.

واژه‌های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی ، عناصر حاکمیت شرکتی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، مدل داده های تابلویی.

۱- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد و دانشجوی دکتری حسابداری واحد علوم و تحقیقات تهران (مسئول مکاتبات) Mohammadreza_ola@yahoo.com
۲- دانشجوی دوره دکتری علوم اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی m.ghaemi84@gmail.com
۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، دانشکده علوم انسانی aminzadegan.s@gmail.com
۴- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مشهد، دانشکده علوم انسانی azimi.elnaz@gmail.com

Archive of SID
www.SID.ir

۱- مقدمه

سهامداران به عنوان مالکان واحدهای اقتصادی در پی افزایش سود خود هستند و با توجه به این که افزایش سود نتیجه عملکرد مطلوب واحد های اقتصادی می باشد ، ارزیابی این واحد ها برای سرمایه گذاران دارای اهمیت فراوانی است(حسینی نسب و همکاران،۱۳۸۸). تاثیرات احتمالی حاکمیت شرکتی بر عملکرد و ارزش شرکت ها در ایران موضوعی است که در سال های اخیر از سوی نهادها و گروه های مختلف اجرایی ، نظارتی و محققان مورد توجه قرار گرفته است . به طور طبیعی طرح این موضوع توسط یک نهاد نظارتی مانند سازمان بورس و اوراق بهادار در یک چارچوب کلی یعنی حاکمیت شرکتی و با هدف فراهم ساختن بستر لازم برای حمایت هرچه بیشتر و بهتر از حقوق سهامداران ، به ویژه سهامداران خرد صورت می گیرد. برای اندازه گیری این که واحد ها تا چه اندازه در رسیدن به هدف خود که همان حقوق سهامداران بوده موفق عمل نموده اند، همواره به معیارهای مناسب احساس نیاز می‌شود. استیوارت در سال ۱۹۹۰، مفهوم ارزش افزوده ی اقتصادی را به عنوان یک معیار واقعی اندازه گیری عملکرد شرکت و ابزار ارزیابی مدیر اجرایی معرفی کرد. در این راستا هرچه حاکمیت شرکتی موثرتر باشد از دیدگاه سرمایه گذار، عملکرد شرکت بهتر بوده و ارائه یک عملکرد بهتر به ایجاد تقاضا از سوی سهامداران در بازار سرمایه و در نهایت بهبود ارزش شرکت منجر خواهد شد. در نتیجه این امر ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد تحت تاثیر قرار خواهد گرفت. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز در صدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان ها حفاظت کند .از آن جا که سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش هزینه های نمایندگی و افزایش ارزش شرکت می شوند(ولی پور و خرم،۱۳۹۰) ، می توان انتظار داشت که اجرای سازو کارهای موثر حاکمیت شرکتی از طریق ایجاد یک چارچوب نظارتی مناسب منجر به خلق ارزش شده و به واسطه آن ارزش افزوده اقتصادی ارتقا یابد . با توجه به این که ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار جدید ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری مورد پذیرش اکثر سهامداران بوده ، می توان این سوال را مطرح نمود که" آیا میان حاکمیت شرکتی وارزش افزوده اقتصادی ارتباط معنا داری وجود دارد ؟". سازوکارهای حاکمیت شرکتی به کار گرفته شده در این تحقیق شامل درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهامداران کنترلی وتفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره می باشند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

هدف حاکمیت شرکتی در اشکال مختلف آن، کاهش مشکل نمایندگی است (یعقوب نژاد و همکاران، ۲۰۱۱). حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند و بدین ترتیب می تواند در کارایی هر شرکتی تاثیر قابل توجهی داشته باشد. این امر، تقسیم اختیارات و مسؤلیت های مختلف شرکا را در شرکت مشخص می کند(رضایی،۲۰۰۴). کیفیت ساختار حاکمیت شرکتی رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت را کاهش می دهد، به منافع سرمایه گذاران کمک می کند و عملکرد بازار سهام را بهبود می بخشد. از آن جا که سهامداران واحد تجاری به دنبال افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این که افزایش ثروت نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزشیابی واحد تجاری برای مالکان دارای اهمیت فراوانی است

Archive of SID
www.SID.ir

(نوروش و همکاران،۱۳۸۳).از سوی دیگر حداکثر کردن ارزش بازار سهام شرکت ها از اهداف اولیه و اساسی هر شرکتی محسوب می شود. به این منظور تحلیلگران به دنبال معیاری هستند تا با در نظر گرفتن هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه گذاری برای حداکثر کردن ارزش شرکت و افزایش ثروت سهامداران اقدام کنند (یحیی‌زاده فر و همکاران، ۱۳۸۹). لذا آنها با توجه به برتری معیارهای اقتصادی نسبت به معیارهای سنتی حسابداری، روش ارزش افزوده اقتصادی را بر می گزینند .ارزش افزوده ی اقتصادی معیار جدید اندازه گیری عملکرد است که ادعا شده است تطابق بهتری برای انگیزش مدیران نسبت به سهامداران دارد. بر این اساس، شرکت هایی که مشکلات نمایندگی زیادتری را تجربه کرده اند، باید تمایل بیشتری به استفاده از این سیستم ارزیابی عملکرد نشان دهند(لواتا،۲۰۰۲).با توجه به هدف اصلی این پژوهش، در ادامه ابتدا به توضیح مهم‌ترین متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی می‌پردازیم و سپس به بیان فرضیه های تحقیق خواهیم پرداخت .

۲-۱- درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره

ترکیب اعضای هیات مدیره در مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نقش حیاتی ایفا می کند. هر چه تعداد مدیران مستقل عضو هیات مدیره افزایش یابد، احتمال اشتباه و جعل گزارشات کاهش می یابد. از دیدگاه نظریه نمایندگی حضور مدیران غیر موظف مستقل در هیات مدیره شرکت ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می کند (رحمانی و همکاران،۱۳۸۹). تحت حاکمیت شرکتی موثر، مدیریت به هیات مدیره و هیات مدیره با هدف ایجاد ارزش به سهامداران پاسخگو است(رضایی،۲۰۰۴).

۲-۲- تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره

مدیر عامل در شرکت دارای نقش اجرایی است و رییس هیات مدیره بر اجرای این نقش نظارت می کند. عدم تفکیک این دو سمت و نبود تضاد منافع بین رییس هیات مدیره و مدیر عامل منجر به کاهش عملکرد نظارتی سهامداران می شود. ضمن این که طرفداران تئوری مباشرت نیز معتقدند که این ایفای نقش دوگانه عملکرد شرکت را بهبود می بخشد (حساس یگانه و همکاران،۱۳۸۷) .

۲-۳- درصد مالکیت سرمایه گذار نهادی

یکی از عوامل حاکمیتی مهم واثر گذار در شرکت های بورسی، مالکیت نهادی سهام می باشد(نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷).سهامدار نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی نقش مهمی در کاهش هزینه های نمایندگی داشته و هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند (نوروش و همکاران،۱۳۸۸). منظور از سرمایه گذاران نهادی، شرکت های بیمه، صندوق های سرمایه گذاری، موسسات مالی، بانک ها و شرکت های سهامی است(نمازی و همکاران،۱۳۸۸).مالکان نهادی به دلیل ویژگی های ذاتی خود می توانند نفوذ بیشتری در شرکت داشته باشند و به دلیل صرفه ناشی از مقیاس، عملکرد مدیریت را در جهت منافع سرمایه گذاران هدایت می‌نمایند (رحمانی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۴- درصد مالکیت سهامداران عمده

بر اساس آیین نامه اصول راهبری شرکتی، سهامدار عمده سهامداری است که به طور مستقل

Archive of SID
www.SID.ir

بتواند حداقل یک عضو هیات مدیره و یا بیش از یک عضو هیات مدیره را منصوب کند و دارای بیشترین کنترل بر هیات مدیره است(بابایی و احمدوند،۱۳۸۷). به عقیده برخی صاحب نظران ، وجود سهامداران عمده در شرکت از یک سو زمینه ها و انگیزه های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می کند و از سوی دیگر، گاهی به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه های کنترل و همسو کردن خواسته های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران افزایش می‌یابد (ونگ، ۲۰۰۶).

۲-۵- درصد مالکیت سهامداران کنترلی

وجود سهامدار کنترلی، از دیگر عوامل موثر بر حاکمیت شرکتی است. سهامدار کنترلی، سهامداری است که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام دارای حق رأی شرکت را در اختیار داشته باشد.

۲-۶- ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی یک معیار عملکرد تلقی می شود که به کنترل کل ارزش ایجاد شده شرکت پرداخته و تصویر واقعی از ایجاد ثروت برای سهامداران ارائه می کند(رهنمای رودپشتی و همکاران،۱۳۸۵) .این شاخص توسط استرن استوارت ایجاد شد تا به بیان چالش هایی که شرکت ها در زمینه اندازه گیری عملکرد مالی مواجه اند بپردازد .ایجاد بهبود در ارزش افزوده اقتصادی به معنای افزایش ثروت سهامداران است(رهنمای رودپشتی وهمکاران،۱۳۸۸).همانطور که اشاره شد ارزش افزوده اقتصادی روش اندازه گیری ارزش اقتصادی یک کسب و کار بعد از در نظر گرفتن کل هزینه سرمایه می باشد (هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام) در صورتی که اغلب روش های سنتی فقط بدهی را در حساب های هزینه قلمداد می کند.

برخی از پژوهش هایی که به طور مستقیم و غیر مستقیم با موضوع پژوهش حاضر در ارتباط هستند و به نحوی به بررسی روابط حاکمیت شرکتی یا ارزش افزوده اقتصادی می پردازند، به شرح زیر است :

ایزدی نیا و رسائیان(۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد ، از میان ابزار های نظارتی تنها دو مورد(درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و درصد سرمایه گذاران نهادی) را در نظر گرفته و به عنوان معیار های ارزیابی عملکرد اقتصادی از کیو- توبین و ارزش افزوده بازار استفاده نموده است . نتایج حاکی از این بود که میان هر دو ابزار نظارتی در نظرگرفته شده با معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معنا داری وجود دارد.در مطالعه ای مرادی زاده و همکاران(۱۳۸۸) شواهدی را در ارتباط با نقش سرمایه‌گذار نهادی بر شیوه مدیریت سود گردآوری کرده و نشان دادند که سرمایه گذاران نهادی،کیفیت حاکمیت شرکتی را در گزارشگری مالی بهبود می بخشند و بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز آن با مدیریت سود رابطه ی منفی معناداری وجود دارد.مشایخ و اسماعیلی(۱۳۸۵) به بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری پرداختند و به این نتایج رسیدند که بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره و تعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره رابطه ای وجود ندارد . اما رابطه ای غیر خطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیات مدیره مشاهده کردند. وکیلی فرد و باوند پور در سال ۱۳۸۹ رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی (سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیر موظف هیات مدیره و کیفیت اطلاعات مالی) و معیارهای ارزیابی عملکرد(متغییر کیو- توبین

Archive of SID
www.SID.ir

و رشد سود خالص) را بررسی کردند و دریافتند که بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت ها رابطه معنادار و مثبت و بین نسبت حضور اعضای غیر موظف هیات مدیره با عملکرد شرکت ها رابطه معنادار و معکوس وجود دارد. یحیی زاده فر و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی ارتباط دو دسته معیارهای ارزیابی عملکرد سنتی و معیار ارزیابی عملکرد مبتنی بر ارزش افزوده اقتصادی با ارزش افزوده بازار شرکت ها را مورد بررسی قرار دادند.نتایج نشان می دهد که ارتباط معنا داری بین ارزش افزوده اقتصادی و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده بازار شرکت ها وجود دارد، اما بین نرخ بازده دارایی ها و سود هر سهم و ارزش افزوده بازار رابطه معنا داری وجود ندارد.

لواتا و کاستیگن(۲۰۰۲) به تجزیه و تحلیل شرکت هایی پرداختند که ارزش افزوده اقتصادی را به عنوان یک استراتژی متمایز پذیرفته بودند . نتایج بررسی نشان می دهد شرکت هایی که از ارزش افزوده اقتصادی استفاده می کنند، درصد بالاتری از مالکیت نهادی و درصد پایین تری از مالکیت داخلی را نسبت به شرکت هایی که ارزش افزوده اقتصادی را نپذیرفتند، ارائه می کنند . کلین و همکاران(۲۰۰۵)، ارتباط بین ارزش شرکت و شاخص های حاکمیت شرکتی موثر را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده اند.آن ها یافتند که تمام عناصر حاکمیتی اندازه گیری شده، مهم نیستند و اثرهای حاکمیتی با مقوله ی مالکیت متفاوت هستند. در رابطه با نمونه ی کامل شرکت ها، هیچ گونه مدرکی دال بر این که شاخص کل حاکمیتی بر عملکرد شرکت اثر می گذارد، پیدا نکردند. بینر و همکاران(۲۰۰۶) از شاخص حاکمیت شرکتی هیات مدیره و پنج متغیر دیگرکه مربوط به ساختار مالکیت ، ویژگی های هیات مدیره و نسبت بدهی به دارایی می باشد به منظور ارائه شرح جامعی از حاکمیت شرکتی در سطح شرکت استفاده کرده اند . نتایج از یک رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و ارزیابی شرکت حمایت می کند. بلاسابرمیول وهمکاران(۲۰۱۰) مدارکی را دال بر وجود یک رابطه مثبت بین ارزش بازار شرکت و شاخص کلی حاکمیتی یافتند. اسچاتن و همکاران (۲۰۱۱) در مقاله ای تحت عنوان «حاکمیت شرکتی و ارزش مازاد بر دارایی های نقدی شرکت های بزرگ اروپایی» رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش مازاد بر پول نقد را بررسی می کنند و به این نتیجه رسیدندکه هزینه پول نقد مازاد توسط شرکت هایی که با حاکمیت شرکتی ضعیف اداره می شوند، تاثیر منفی بر عملکرد آن ها دارد. آمان و همکاران(۲۰۱۱) اثر ارزیابی حاکمیت شرکتی بر درجه رقابت بازار را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج آنها نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی به طور معناداری، ارزش شرکت را در صنایع غیر رقابتی افزایش می دهد.

۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به سوال اصلی تحقیق و به پشتوانه مبانی نظری و پیشینه ذکر شده ، فرضیه های زیر مطرح می‌شود:

۱) بین درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

۲) بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

۳) بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

۴) بین درصد مالکیت سهامداران کنترلی و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

۵) بین تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

Archive of SID
www.SID.ir

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نوع توصیفی- همبستگی بوده و مبتنی بر تحلیل نتایج حاصل از داده‌های تابلویی است و از نظر هدف کاربردی تلقی می شود. در تحلیل داده ها از روش های رگرسیون چند متغیره، گام به گام و روش های تخمین اثرات ثابت، اثرات تصادفی و حداقل مربعات به وسیله نرم افزار های Eviews 7 و Stata/SE 11.1 استفاده شده است .

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی آن از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ می باشد. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده و از بین اعضای جامعه تنها شرکت هایی که حائز شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب گردیدند :

۱) نوع فعالیت آنها سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد.
۲) قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۳) صورت های مالی حسابرسی شده و یادداشت های همراه آن ها در دسترس باشد.
۴) نماد معاملاتی آن ها برای یک دوره سه ماهه متوقف نباشد.
۵) دوره مالی آن ها سالیانه و منتهی به ۱۲/۲۹ هر سال باشد.

تعداد شرکت های نمونه پس از لحاظ نمودن شرایط فوق به ۱۲۲ شرکت رسید. برای گردآوری اطلاعات از روش کتابخانه ای و میدانی استفاده شده است و داده ها نیز از نرم افزار ره آورد نوین و سایت کدال (codal) و rdis جمع آوری شده است.

۵- مدل پژوهش و متغیرهای آن

در گام اول، آزمون ترکیب‌پذیری داده‌ها را با فرض معادله رگرسیونی زیر روی ۱۲۲ شرکت‌های موجود انجام می‌دهیم:

$$EVA=\beta_0 + \beta_1 \text{Inst Own} + \beta_2 \text{Inst Block} + \beta_3 \text{Inst Control} + \beta_4 \text{Dual} + \beta_5 \text{Out Ratio} + \beta_6 \text{Lev} + \beta_7 \text{Size} + \beta_8 \text{Loss} + \beta_9 \text{Curr} + \beta_{10} \text{Roa}$$

رابطه (۱)

تمامی اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیر ها از صورت های مالی و یادداشت های همراه استخراج گردیده است .

متغیر وابسته

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

$$EVA = (r - c)^{*}\text{capital}$$

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

متغیرهای مستقل

Inst Own: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، که از تقسیم تعداد سهام در اختیار سهامدار نهادی بر کل سهام منتشره محاسبه می‌شود.

Inst Block: درصد مالکیت سهامداران عمده ،در این تحقیق سهامدارانی که بیش از پنج درصد کل سهام منتشره، سهام داشته باشند.

Inst Control: درصد مالکیت سهام داران کنترلی ،سهامداری است که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام دارای حق رأی شرکت را در اختیار داشته باشد.

Dual: تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره،یک‌متغیرمجازی است بدین صورت که اگررئیس هیات مدیره دارای سمت مدیرعامل نیز باشد عدد۱ و در غیراین صورت عدد۰ خواهد گرفت .

Archive of SID
www.SID.ir

Out Ratio: نسبت مدیران غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره می باشد.

متغیرهای کنترلی

Lev: اهرم مالی در این پژوهش نماینده نوع ساختار سرمایه است. این متغیر، کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های پایان دوره تعریف شده است

Size: اندازه شرکت،از لگاریتم طبیعی میانگین دارایی‌ها به‌عنوان معیار اندازه شرکت استفاده شد.

Loss: زیان‌یک‌متغیرمجازی بوده، بدین صورت که اگر سود شرکت کمتر از صفر باشد مقدار یک و در غیر این صورت صفرمی باشد .

Curr نسبت جاری: دارایی‌ها جاری به بدهی‌های جاری.

Roa نرخ بازده دارایی: نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها.

۶- نتایج پژوهش

با توجه به نتایج حاصل از انجام آزمون ترکیب‌پذیری در نرم‌افزار Stata/SE 11.1، امکان ترکیب داده‌ها در قالب الگوی داده‌های تابلویی وجود دارد و می‌توان تمامی مقاطع ۱۲۲ گانه را به منزله یک مقطع در تحلیل وارد کرد. نتایج حاصل از برآورد پارامترهای رابطه (۱) با استفاده از روش حداقل مربعات در نرم‌افزار Eviews 7 در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): نتایج حاصل از برآورد پارامترهای رابطه (۱)

نتایج حاصل از برآورد رابطه (۱) با استفاده از برآوردگر اثرات ثابت			نتایج حاصل از برآورد رابطه (۱) با استفاده از برآوردگر حداقل مربعات			متغیر
معنا داری	آماره t	ضریب	معنا داری	آماره t	ضریب	
0.2528	-۱,۱۴۵۷	-۰,۱۹۴۱	0.0001	۴,۰۸۷۹	۰,۷۲۱۸**	مقدار ثابت
0.1676	۱,۳۸۳۰	۰,۰۰۱۱	0.0441	۲,۰۱۹۲	۰,۰۰۰۶**	درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی
0.2896	-۱,۰۶۰۷	-۰,۰۰۰۸	0.0968	-۱,۶۶۴۲	-۰,۰۰۰۹*	درصد مالکیت سهامداران عمده
0.2080	۱,۲۶۱۷	۰,۰۰۰۹	0.3511	۰,۹۳۳۳	۰,۰۰۰۳	درصد مالکیت سهام داران کنترلی
0.8794	-۰,۱۵۱۹	-۰,۰۲۰۳	0.0000	-۴,۷۷۹۶	-۰,۷۹۳۳**	تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره
0.3141	۱,۰۰۸۱	۰,۰۷۹۷	0.6545	-۰,۴۴۷۸	-۰,۰۲۱۴	نسبت مدیران غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره
0.8840	۰,۱۴۵۹	۰,۰۰۰۱	0.5782	۰,۵۵۶۴	۰,۰۰۰۴	اهرم مالی
0.0052	۲,۸۱۶۴	۰,۰۰۸۶**	0.0002	۳,۷۳۴۹	۰,۰۰۸۴**	اندازه شرکت
0.5502	۰,۵۹۸۰	۰,۰۴۲۴	0.4097	-۰,۸۲۵۱	-۰,۰۷۰۲	زیان
0.1149	۱,۵۸۰۹	۰,۰۳۳۳	0.9943	۰,۰۰۷۱	۰,۰۰۰۱	نسبت جاری
0.8244	۰,۲۲۲۱	۰,۰۳۲۰	0.4391	۰,۷۷۴۴	۰,۰۷۶۶	نرخ بازده دارایی
۰,۶۹۹۹			۰,۰۹۷۴			ضریب تعیین
۰,۵۷۹۶			۰,۰۷۷۲			ضریب تعیین تعدیل‌شده
5.8204			4.8340			آماره F
0.0000			0.0000			احتمال (آماره-F)

**معنی‌دار در سطح ۹۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۹۰ درصد

Archive of SID
www.SID.ir

نتایج جدول (۱) نشان از رابطه مثبت و معنادار میان اندازه شرکت و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و رابطه منفی و معنادار درصد مالکیت سهامداران عمده و تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره با ارزش افزوده اقتصادی حکایت دارد. البته به دلیل پایین بودن ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده نمی‌توان به برآوردهای رگرسیون فوق اتکای چندانی داشت. به همین دلیل به سراغ برآوردگرهای اثرات ثابت و تصادفی که مختص الگوی داده های تابلویی هستند؛ می‌رویم و از آنها برای برآورد رگرسیون استفاده می‌کنیم. ابتدا با انجام آزمون هاسمن، وجود اثرات تصادفی در رگرسیون رابطه (۱) را مورد بررسی قرار می‌دهیم که نتایج این آزمون نشان از رد شدن وجود اثرات تصادفی در زمان و مکان دارد. لذا باید از اثرات ثابت برای تخمین رابطه (۱) استفاده کنیم. بر اساس آزمون فیشر و آزمون کای دو، وجود اثرات ثابت دو طرفه (در زمان و مکان) تایید می‌شود و باید از برآوردگر اثرات ثابت دوطرفه استفاده کنیم. بر اساس نتایج حاصل از برآورد رابطه (۱) با برآوردگر اثرات ثابت ، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده، مقادیر مناسب و قابل اتکایی هستند که نشان از برتری نتایج برآوردگر اثرات ثابت نسبت به حداقل مربعات دارد. با این حال نتایج نشان می‌دهد که تنها متغیر معنادار در تبیین ارزش افزوده اقتصادی که رابطه‌ای مثبت و معناداری با متغیر وابسته دارد، اندازه بنگاه است. بر این اساس چون هیچ‌یک از متغیرهای حاکمیت شرکتی موجود در میان متغیرهای رگرسیون از معناداری برخوردار نیستند، به سراغ روش رگرسیون گام به گام می‌رویم تا از این طریق متغیرهای تاثیرگذار بر ارزش افزوده اقتصادی را مورد ارزیابی قرار دهیم. لازم به تذکر است از آنجایی که با تعداد زیاد متغیرهای موجود در رگرسیون، درجه آزادی مدل کاهش می‌یابد و عدم معنی‌داری متغیرهای اصلی حاکمیت شرکتی، می‌تواند ناشی از این پدیده باشد، به همین جهت لازم است از روش گام به گام با ایجاد محدودیت معنی‌داری، به صورت تک تک متغیرهای معنی‌دار جدا شده و سایر متغیرهای مخل، از رگرسیون حذف شوند . این رویکرد با استفاده از روش رگرسیون گام به گام و در مدل‌های با متغیرهای توضیحی و کنترلی انجام می‌شود.

رگرسیون بهینه حاصل از رگرسیون گام به گام به این صورت خواهد بود:

$$EVA=\beta_0+\beta_1 \text{Inst Own} + \beta_2 \text{Inst Block} + \beta_4 \text{Dual} + \beta_5 \text{Out Ratio} + \beta_7 \text{Size}$$

رابطه (۲)

این رگرسیون بر اساس نتایج حاصل از آزمون ترکیب پذیری، قابلیت ترکیب شدن داده‌ها را داراست و بر اساس آزمون هاسمن، آزمون فیشر و آزمون کای دو، باید مبتنی بر برآوردگر اثرات ثابت برآورد شود که نتایج حاصل از این برآورد در جدول ۲ ذکر شده‌است.

بر اساس نتایج فوق، متغیر اندازه شرکت در کنار متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی که از متغیرهای حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود، تاثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارند. برای اطمینان از نوع رابطه اثرگذاری میان ارزش افزوده اقتصادی و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و ارزیابی رابطه علی- معلولی این متغیر، ازآزمون علیت گرنجری نیز استفاده می‌کنیم که نتایج این آزمون در جدول (۳) ذکر شده‌است.

Archive of SID
www.SID.ir

جدول (۲) نتایج حاصل از برآورد رابطه (۲) با برآوردگر اثرات ثابت

	ضریب	آماره t	معنا داری
مقدار ثابت	-۰,۱۰۱۸	-۰,۶۳۶۳	0.5250
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	*۰,۰۰۱۳	۱,۶۷۰۳	0.0958
درصد مالکیت سهامداران عمده	-۰,۰۰۰۷	-۰,۸۹۶۸	0.3705
تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره	-۰,۰۳۷۰	-۰,۲۹۰۶	0.7715
نسبت مدیران غیر موظف به کل اعضای هیات مدیره	۰,۰۷۶۴	۰,۹۷۵۱	0.3302
اندازه شرکت	۰,۰۰۸۳**	۲,۸۰۹۶	0.0052
ضریب تعیین	۰,۶۹۴۹		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰,۵۸۰۸		
آمارهF	6.0910		
احتمال (آماره-F)	0.0000		

**معنی‌دار در سطح ۹۵ درصد، * معنی‌دار در سطح ۹۰ درصد

جدول (۳) نتیجه آزمون علیت گرنجری

فرض H0	تعداد مشاهدات مربوط به آزمون	ارزش احتمال	آماره F
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، علت گرنجری ارزش افزوده اقتصادی نیست	۲۲۹	۰,۰۷۱۳۲	۲,۶۷۱۹۳
ارزش افزوده اقتصادی، علت گرنجری درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی نیست	۲۲۹	۰,۳۴۰۸۴	۱,۰۸۱۵۳

بر اساس نتایج این آزمون نیز، رابطه علیت ازسوی مالکیت سرمایه گذاران نهادی به سمت ارزش افزوده اقتصادی خواهد بود و درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، علت گرنجری ارزش افزوده اقتصادی است.

با توجه به منطق برآوردگرهای اثرات ثابت و نیز با در نظر داشتن مقادیر مربوط به اثرات ثابت مقطعی در برآورد فوق، شرکت‌های ایران خودرو، سرمایه گذاری معادن و فلزات، سایپا، سیمان سپاهان، پارس خودرو، پتروشیمی شیراز، قطعات اتومبیل، کارخانجات داروپخش، پلاسکوکار سایپا، سایپا دیزل، سایپا آذین و سرمایه گذاری ایران خودرو به ترتیب دارای بالاترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی هستند که این اثرگذاری مشاهده نشده حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی، توسط متغیرهای توضیحی رگرسیون رابطه (۲) مورد محاسبه قرار نگرفته است. از سوی دیگر شرکت‌های تولیدی تهران، دارو اسوه، نیروکلر، سیمان شمال و سیمان داراب به ترتیب دارای پایین‌ترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی هستند که این اثرگذاری مشاهده نشده حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی، توسط متغیرهای توضیحی رگرسیون رابطه (۲) مورد محاسبه قرار نگرفته است. از سوی دیگر به دلیل استفاده از برآوردگر اثرات ثابت دوطرفه می‌توان اثرات زمان مربوط به برآورد رابطه (۲) را نیز مورد بررسی قرارداد. نتایج اثرات زمان رگرسیون رابطه (۲) نشان می‌دهد که عناصر حاکمیت شرکتی در سال ۱۳۸۵ اثرگذاری مشاهده نشده مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی داشته است و سال‌های ۱۳۸۶، ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ به ترتیب بالاترین اثرگذاری

Archive of SID
www.SID.ir

مشاهده نشده منفی بر ارزش افزوده اقتصادی را دارا بوده‌اند.

۷- نتیجه گیری و بحث

نتایج آزمون فرضیه ها مربوط به آزمون رابطه میان عناصر حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی با یک نمونه ۱۲۲ تایی از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۵ می باشد عناصر حاکمیت شرکتی شامل، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهام داران کنترلی، تفکیک نقش مدیر عامل از رییس هیات مدیره، درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره می باشد . با توجه به سناریوهای مختلفی که در مورد تصریح مدل رگرسیونی و نیز روش برآورد این مدل‌ها مورد بررسی قرار گرفت، می‌توان گفت که از میان عناصر حاکمیت شرکتی فوق، متغیر درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی تاثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد که به احتمال زیاد به این دلیل خواهد بود که سهامدار نهادی به عنوان یکی از عوامل خارجی نظام حاکمیت شرکتی نقش مهمی در کاهش هزینه های نمایندگی داشته و هزینه های نمایندگی اثر معکوسی بر ارزش شرکت دارند(نوروش و همکاران، ۱۳۸۳) (لواتا و کاستیگن،۲۰۰۲). در واقع شرکت هایی که مشکلات نمایندگی زیادتری را تجربه کرده اند، باید تمایل بیشتری به استفاده از این سیستم ارزیابی عملکرد نشان دهند. همچنین رویکرد پسین نسبت به داده‌های شرکت‌های مختلف در صنایع گوناگون، نشان از تاثیر مستقیم این عنصر حاکمیتی بر ارزش افزوده شرکت‌های گوناگون در اقتصاد ایران داشته است و تاثیرگذاری سایر عناصر حاکمیت شرکتی را نمی‌توان در مورد رفتار بنگاه های ایران صادق دانست.

توصیه این پژوهش، تاکید بر افزایش مالکیت سهام داران نهادی به عنوان یک عامل موثر در ارزش افزوده اقتصادی در بنگاه‌ها می باشد. همچنین پیشنهاد می شود به منظور استفاده در پژوهش های آتی موارد ذیل مد نظر قرار گیرد:

- با توجه به اثرات مشاهده نشده در الگوی داده‌های تابلویی شرکت‌ها ، می‌توان با رویکرد تحقیقات کیفی و میدانی به سراغ کشف ویژگی‌ها و مولفه‌های احصاء نشده در مدل نهایی پژوهش رفت تا ابعاد جدیدی از حاکمیت شرکتی نیز به ادبیات پژوهش اضافه شود.
- بررسی تاثیر اجرای آیین نامه راهبری شرکتی (۱۳۸۶) بر ارزش افزوده اقتصادی به صورت مقایسه سال های قبل و بعد از اجرای آیین نامه

فهرست منابع

* ایزدی نیا ناصر،رسائیان امیر. (۱۳۸۹)، رابطه برخی ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد دانش حسابداری؛ ۱(۱):۵۳-۷۲
* بابایی زکلیکی محمدعلی،احمدوند ژیلا. (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران. تحقیقات مالی؛۱۰(۲۶): ۴۱-۶۰.
* حساس یگانه یحیی، شعری صابر، خسرونژاد حسن. (۱۳۸۷)، رابطه ساز وکارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها، اندازه شرکت با مدیریت سود. مطالعات حسابداری؛۴۲: ۹۷-۵۱۱ .
* حسینی نسب محمدابراهیم، موقری هادی، باسخا مهدی. (۱۳۸۸)، عوامل موثر بر ارزش افزوده ی کارگاه های صنعتی ایران با ده نفر کار کن و بیش تر .تحقیقات اقتصادی؛ ۴۵(۳).

Archive of SID
www.SID.ir

* رحمانی علی، حسینی سید علی، رضاپور نرگس. (۱۳۸۹)، رابطه مالکیت نهادی و نقد شوندگی سهام در ایران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۷(۶۱): ۳۹-۵۴.
* رحیمیان نظام الدی، صالح نژاد سید حسن، سالکی علی. (۱۳۸۸)، رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۶(۵۸): ۷۱-۸۶.
* رهنمای رودپشتی فریدون، نیکومرام هاشم، شاهوردیانی شادی. (۱۳۸۵)، مدیریت مالی راهبردی: ارزش آفرینی، تهران : کیکاوش ؛۱۳۸۵.
* مرادی زاده فرد مهدی ،ناظمی اردکانی مهدی، غلامی رضا ، فرزانی حجت اله. (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۶(۵۵): ۸۵-۹۸.
* مشایخ مهناز، اسماعیلی مریم. (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه های اصول راهبری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ ۴۵: ۲۵-۴۴.
* نمازی محمد، حلاج محمد، ابراهیمی شهلا. (۱۳۸۸)، تاثیر مالکیت نهادی بر عملکرد مالی گذشته و آتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۶(۵۵): ۱۱۳-۱۳۰.
* نمازی محمد، کرمانی احسان. (۱۳۸۷)، تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۵: ۸۳-۱۰۰.
* نوروش ایرج ،صالحی فایق ،کرمی غلامرضا. (۱۳۸۳)، بررسی رابطه جریان های نقد عملیاتی، سود عملیاتی و ارزش افزوده اقتصادی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ۳۷: ۱۲۱-۱۴۶.
* نوروش ایرج ،کرمی غلامرضا ،وافی جواد. (۱۳۸۸)، بررسی ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکت های بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری؛ ۱(۱): ۴ - ۲۷.
* وکیلی فرد حمید رضا ،باوند پور لیدا. (۱۳۸۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات مالی؛ ۸ .
* ولی پور هاشم، خرم علی. (۱۳۹۰)، اثر بخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی به منظور کاهش هزینه‌های نمایندگی. حسابداری مدیریت؛ ۸: ۶۱-۷۵.
* یحیی زاده فر محمود ،شمس شهاب الدین ،لاریمی سیدجعفر . (۱۳۸۹)، رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نسبت های سودآوری با ارزش افزوده بازار شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ۱۷(۵۹): ۱۱۳-۱۲۸.
* Amman, Manuel & Oesch, David & Schmid, Markus. M. (2011), Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value:Evidence from the EU Area. European Financial Management 36:1-18.
* Balasubrmal, ian.N & Black,Bernard.s & Khanna ,Vikramaditya. (2010), The Relation Between Firm level Corporate Governance and Market Value:A case study of India. Emerging Market Revie 11:319-340.
* Beiner, Stefan & Drobetz, Wolfgang & Schmid, Markus M & Zimmermann, Heinz. (2006), An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation.

Archive of SID
www.SID.ir

European Financial Management؛ 12(2) :249–283.

* Klein, Peter & Shapiro,Danel & Young, Jeffrey. (2005), Corporate Governance, Family Ownership and Firm Value: the Canadian evidence. Blackwell publishing Ltd ؛13(6): 769-784.
* Lee, seaki & kim, woo Gon. (2009), EVA,refined EVA,MVA,or traditional performance measures for the hospitality industry.International Journal of Hospitality Management؛ 28:439-445.
* Lovata, Linda M & Costigan, Michael L.Empirical (2002), Analysis of Adopters of Economic Added Value. Management Accounting Research؛13:215–228.
* Rezaee, Zabihollah. (2004), Corporate Governance Role in Financial Reporting. Research in Accounting Regulation؛17:107-149.
* Schauten, Marc B.J & Dijk, Dick van & waal, Jan-Paul van der. (2011), Governance and the Value of Exeess Cash Holdings of large European Firms.European Financial Management؛36.
* Wang,Zong-Jun& Xiao-Lan Deng. (2006), Corporate Governance and Financial Distress: Evidence from Chinese Listed Companie .Chinese Economy ؛39(5):5-27.
* Yaghoobnezhad, Ahmad & Nikoomaram, Hashem & Mohammadzadeh (2011), saltel, Haydar.The investication of the Reationship between corporate Governance And Eernings Manegment .Internal Journal of Academic Research؛3(2):1230-1238

Archive of SID

www.SID.ir