فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت
سال چهارم / شماره یازدهم/ زمستان ۱۳۹۰

بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران

قدرت‌اله طالب‌نیا[۱]
نظام‌الدین رحیمیان[۲]
مجتبی باقری نویر[۳]

تاریخ دریافت: ۸۹/۵/۲ تاریخ پذیرش: ۹۰/۳/۲۰

چکیده

تحقیق حاضر برای فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران، صورت پذیرفته است. متغیرهای مستقل تحقیق سازوکارهای حاکمیت شرکتی می باشند که از چهار بعد تعداد سرمایه گذاران نهادی، نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی، استقلال اعضای هیات مدیره و نسبت مدیران غیرموظف هیات مدیره، مورد بررسی قرار می‌گیرند. متغیر وابسته تحقیق ثروت ایجاد شده برای سهامداران می باشد که برای محاسبه آن از مدل پابلو فرناندز استفاده شده است. پابلو فرناندز معتقد است از آنجایی که در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی(EVA) از ارزش های دفتری استفاده می شود، بنابراین محاسبات از قابلیت اطمینان کافی برخوردار نبوده و ممکن است تصمیم گیرندگان را به اشتباه بیاندازد. او مدلی را پیشنهاد نمود که در آن به جای ارزش‌های دفتری از ارزش بازار سهام استفاده می‌شود. متغیر کنترلی تحقیق اندازه شرکت می‌باشد. در این تحقیق متغیر وابسته با یک وقفه زمانی یک ساله نسبت به متغیرهای مستقل مورد آزمون قرار می‌گیرد. انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک و با اعمال محدودیت هایی انجام شد که طی آن ۹۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی۱۳۸۳-۱۳۸۷ انتخاب گردید. برای آزمون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق از روش های رگرسیون خطی ساده و چند گانه استفاده شده است. به طور کلی نتایج تحقیق بیانگر آن است که بین هیچکدام از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه معنی داری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: سازوکارهای حاکمیت شرکتی، سرمایه‌گذاران نهادی، استقلال اعضای هیات مدیره، اعضای غیر موظف هیات مدیره و ثروت ایجاد شده برای سهامداران

۱- استادیار مدعو مرکز آموزش عالی رجاء و (مسئول مکاتبات) gh-talebnia@yahoo.com
۲- استادیار مرکز آموزش عالی رجاء
۳ - دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری مرکز آموزش رجاء baghri10116@yahoo.com

Archive of SID
www.SID.ir

۱- مقدمه

نظام راهبری شرکت که در ادبیات مالی با عنوان حاکمیت شرکتی شناخته می شود، طی سال های اخیر و با گسترش بحران های مالی بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته است. «نظام حاکمیت شرکتی» در واقع واکنشی به مساله نمایندگی است که از «جدایی کنترل از مالکیت» ناشی می‌شود. از دیدگاه نظریه نمایندگی حضور مدیران غیرموظف مستقل در هیات مدیره شرکت ها و عملکرد نظارتی آنها به عنوان افرادی مستقل به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران کمک شایان توجهی می‌کنند. تفکیک وظایف رئیس هیات مدیره و مدیر عامل نیز از جمله محرک‌هایی به شمار می‌آید که به دلیل استقلال بیشتر در تصمیم گیری، موجب کاهش مشکلات نمایندگی و بهبود عملکرد شرکت می شود. سرمایه گذاران نهادی، یکی دیگر از سازو کارهای حاکمیت شرکتی نیرومند را بازنمایی می کنند که می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند. آنها از طریق جمع آوری اطلاعات و قیمت گذاری تصمیمات هیات مدیره به طور ضمنی و از طریق اداره نحوه عمل شرکت به طور صریح بر شرکت نظارت می‌کنند. به طور کلی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی، چارچوبی را برای هدایت و اداره موثر، کارآمد و صحیح بنگاه های اقتصادی و برای حداکثرسازی منافع سهامداران ایجاد می کند. این نظام برای حمایت و صیانت از حقوق و منافع تمام سرمایه گذاران و سهامداران در شرکت و کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران ایجاد و تقویت می شود.

۲- ادبیات و پیشینه تحقیق

ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را می توان به دو گروه داخلی و بیرونی طبقه‌بندی کرد. سازوکار داخلی حاکمیت شرکتی شامل:

۱) تمرکز مالکیت،

۲) هیات مدیره،

۳) جبران خدمت مدیران،

۴) ساختارسازمانی چندبخشی.

و سازوکار بیرونی به بازار کنترل شرکتی اشاره دارد که در ایران متداول نیست[۱]. از بین ساز و کارهای مطرح شده، این مقاله تنها تاثیر سرمایه‌گذارن نهادی (ساختار مالکیت) و هیات مدیره (به عنوان متغیرهای مستقل تحقیق) را بر میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران مورد بررسی قرار می دهد.

۲-۱- سرمایه گذاران نهادی

سرمایه‌گذاران نهادی به سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت های بیمه، شرکت‌های سرمایه گذاری و... می‌گویند [۸]. موقعیت سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکتی از لحاظ نظری پیچیده می‌باشد. از یک نظر می‌توان گفت سرمایه گذاران نهادی نوع دیگر از سازوکار حاکمیت شرکتی قدرتمند را به نمایش می‌گذارند. به طوری که می‌توان بر مدیریت شرکت، اعمال نظارت نماید و در اثر چنین نظارتی بر مدیریت شرکت نتایج اساسی بدست می‌آید. به طوری که منافع مدیریت و سهامداران همسو می‌گردد. نقش نظارتی سرمایه گذاران نهادی به طور روز افزون اهمیت می‌یابد و به طور دائم بر تاثیر آن افزون می‌گردد. این در حالی است که بر سهم آنان در مالکیت شرکت‌ها بطور مداوم افزوده می شود. در حقیقت تمرکز مالکیت در ادبیات تحقیق به عنوان سازوکار مهم شناخته می شود که مشکل نمایندگی را تحت کنترل در می آورد و حمایت از سهامداران را بهبود می‌بخشد[۱۵]. چنین تمرکزی از حاکمیت می‌تواند آثار منفی نیز به بار آورد. مثلاً دسترسی سرمایه گذاران نهادی؛ اطلاعات نهانی را امکان‌پذیر ساخته و موجب پیدایش عدم تقارن اطلاعاتی بین

Archive of SID
www.SID.ir

آنان و سهامداران اقلیت گردد. در حقیقت واسطه قوی مانند سرمایه گذاران نهادی ممکن است به علت توانایی در کسب مزیت از طریق صرفه جویی در مقیاس و تنوع سازی بتوانند مشکلات نمایندگی را حل نمایند [۱۱] . سرمایه گذاران نهادی در این تحقیق از دو جنبه مورد بررسی قرار می گیرند، یکی میزان سهامی که در اختیار دارند و دیگری تعداد آنها.

۲-۲- هیات مدیره

هیات مدیره از ارکان اصلی حاکمیت شرکتی محسوب می شود. مسئولیت اصلی هیات مدیره، ایجاد راهبری کارآمد بر امور شرکت، در راستای منافع سهامداران و تعادل در منافع ذینفعان مختلف آن از جمله مشتریان، کارکنان، سرمایه گذاران و جوامع محلی می باشد. مسائل اساسی مربوط به هیات مدیره ترکیب هیات و پاداش مدیران اجرایی است. ویژگی های ترکیب هیات شامل اندازه و ساختار آن ، تعداد مدیرانی که هیات را تشکیل می دهند، نسبت مدیران غیرموظف و ترکیب نقش مدیر عامل و رئیس آن می باشد که در این تحقیق از بین ویژگی های ترکیب هیات مدیره، تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس آن(استقلال هیات مدیره) و نسبت مدیران غیر موظف به عنوان متغیرهای مستقل تحقیق مورد بررسی قرار می گیرند.

۲-۳- دو منصب داشتن بالاترین مقام اجرایی (مدیر عامل)

تفکیک پست های بالاترین مقام اجرایی و ریاست هیات مدیره موجب افزایش قدرت هیات مدیره می شود که نتیجه آن توانایی بیشتر در نظارت بر عملکرد مدیریت و متعاقب آن تأثیر مثبت برعملکرد شرکت و ایجاد ثروت می باشد. تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می دهد که عدم کارایی هیات مدیره در انجام وظایف نظارتی خود در آن دسته از شرکت هایی متداول تر بوده است که اعظای هیات مدیره آن تحت سیطره مدیریت رده بالا به ویژه بالاترین مقام اجرایی (مدیر عامل) بوده است. مولفان یاد شده معتقدند مدیران شرکت نفوذ و کنترل زیادی نسبت به فرایند انتخاب و تصدی اعضای هیات مدیره، ترکیب کمیته های هیات مدیره، تعیین دستور جلسه اعضای هیات مدیره، لحن نوشتاری دستور جلسات مذبور و جریان اطلاعات دارا می‌باشند که در نتیجه آن هرگونه سیستم کنترلی و تعادلی را محکوم به شکست می‌سازند[۲].

۲-۴- تاثیر مدیران غیر موظف (غیر اجرایی) در حاکمیت شرکتی

فروپاشی انرون در سال ۲۰۰۱؛ نظرها را به سوی اثر بخشی عملکرد مدیران غیر موظف هیات مدیره جلب کرد. از سوی دیگر، گزارش هیگز (۲۰۰۳) در انگلستان نیز پاسخی محکم به نفوذ قابل ملاحظه مدیران غیر موظف ناکارا در شرکت‌های هم ردیف انرون محسوب می شود.

البته باید توجه داشت که مدیران اجرایی شرکت، نقش مهمی را در ایجاد ترکیب مناسبی از مدیران موظف و غیر موظف در میان اعضای هیات مدیره ایفا می کنند. وجود چنین ترکیبی از عناصر اصلی هیات مدیره کارا و موثر محسوب می شود، زیرا در حالی که مدیران موظف، اطلاعات ارزشمندی درباره فعالیت شرکت ارائه می‌کنند، مدیران غیرموظف با دیدگاه‌های حرفه‌ای و بی‌طرفانه درمورد تصمیم گیری مدیران مذکور به قضاوت می‌نشینند. بدین ترتیب، هیات مدیره شرکت با دارا بودن تخصص، استقلال و قدرت قانونی لازم ساز و کار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب می آید[۲].

Archive of SID
www.SID.ir

نشانه‌های با اهمیتی مبنی بر این که ساختار هیئت مدیره می تواند ریسک های نمایندگی را که در برابر سهامداران وجود دارد، تحت تاثیر قرار دهد و بدینوسیله با کاهش هزینه‌های نمایندگی منجر به افزایش ثروت سهامداران گردد، وجود دارد.

۲-۵- ثروت ایجاد شده برای سهامداران (مدل فرناندز)

هنگامی که مدیران تلاش می کنند ارزش افزوده اقتصادی(EVA)، سود اقتصادی (EP) و ارزش افزوده نقدی را افزایش دهند آیا آنان واقعا برای سهامداران ثروت ایجاد کرده اند؟ پابلو فرناندر(۲۰۰۲)[۱۳] در تحقیق خود به این نتیجه رسید که افزایش هریک از موارد پیش‌گفته الزاما به معنی ایجاد ثروت برای سهامداران نمی باشد.او در تحقیق خود ۵۸۲ شرکت آمریکایی را مورد آزمایش قرار داد و به این نتیجه رسید که ارزش افزوده اقتصادی نمی‌تواند ثروت ایجاد شده برای سهامداران را اندازه‌گیری نماید از نظر او، از آنجایی که در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی از ارزش‌های دفتری استفاده می کنیم، بنابراین محاسبات از قابلیت اطمینان کافی برخوردار نبوده و ممکن است تصمیم گیرندگان را به اشتباه بیاندازد. او مدلی را برای اندازه گیری ثروت سهامداران پیشنهاد نمود که در محاسبه آن به جای ارزش‌های دفتری از ارزش بازار سهام استفاده می شود.که در این تحقیق نیز از این مدل برای اندازه گیری ثروت ایجاد شده برای سهامداران استفاده می کنیم. نحوه محاسبه ثروت ایجاد شده برای سهامداران به شرح زیر می باشد:

(ke- نرخ بازده واقعی سهام داران) × ارزش بازار سرمایه شرکت =CSV

که در آن نرخ هزینه سرمایه شرکت (بازده مورد انتظار)= ke است.

۲-۶- پیشینه تحقیق

محققـــان در تحقیقـــات مختلـــف ســـازوکارهای حاکمیت شرکتی را از ابعاد مختلف مورد بررسی قرار داده اند. برایان جان بولتون(۲۰۰۶)[۶] در تحقیقی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شـرکت پرداخت و به این نتیجه رسید که تفکیک مدیر عامـل از رئیس هیات مدیره با عملکرد شرکت رابطـه مثبـت دارد و استقلال اعضای هیات مدیره با عملکرد آتی و جاری رابطه منفی دارد.نویسی و نایکر(۲۰۰۶)[۱۲] در تحقیقی به بررسی رابطه بین مالکیت نهـادی و ارزش شرکت در نیوزیلند پرداختند. یافته های تحقیـق آنهـا حاکی از این است که سرمایه گـذاران نهـادی انگیـزه های بیشتری برای نظارت بر مدیریت دارند و بنابراین حضوررآنان رابطه مثبـت بـر ارزش شـرکت خواهـد داشت، ولی در سطوح بالای مالکیت، سرمایه گـذاران نهادی ممکن است هیات مدیره را به اخذ تصـمیمات غیربهینه ترغیب کننـد.بـه عبـارت دیگـر ارتبـاط بـین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت تا یـک سـطح مشخص تملک سهام رابطه مثبـت بـر ارزش شـرکت دارد و با افزایش سطح مالکیت تاثیر منفـی بـر ارزش شرکت خواهد داشت. پنـگ وهمکـاران (۲۰۰۳)[۱۴] به بررسی رابطه مثبت حضور اعضـای غیـر موظـف هیات مدیره با عملکرد شرکت در شرکت های روسی پرداختند. یافته های تحقیق نشـان میدهـد کـه رابطـه مثبت مفروض در سطح معناداری ۵ درصد،مورد تایید واقع نمی گـردد. هرمـالین و ویزبـاچ (۲۰۰۳)[۱۰] در بررسی خود شواهد امریکایی را بدین صورت خلاصه کرده اند:

الف) نسبت بیشتر مـدیران غیرموظـف بـا عملکـرد مالی شرکت رابطه ندارد؛ اما با تصمیم های بهتر در رابطه با مسائلی نظیر خریدها،پاداش مـدیران اجرایی و تغییر مدیر عامل در رابطه است.

Archive of SID
www.SID.ir

ب) اندازه شرکت به طور منطقی هم با عملکرد شرکت و هم کیفیت تصمیم گیری ها در ارتباط است.

ج) عملکرد ضعیف شرکت، تغییر مدیر عامل و تغییر در ساختار مالکیت اغلب با تغییرات در اعضای هیئت مدیره رابطه دارند.

کلز و همکاران(۲۰۰۲)[۹] رابطه بین سازوکارهای های حاکمیت شرکتی را با عملکرد مورد بررسی قرار دادند و با انتخاب معیارهای حاکمیت شرکتی شامل: جبران خدمت مدیرعامل، دوره تصدی مدیرعامل، ترکیب هیات مدیره، ساختار رهبری و ساختار مالکیت، به این نتیجه دست یافتند که نسبت اعضای غیرموظف، رابطه معکوس و غیرمعنی داری با ارز ش شرکت دارد.

مریم فعلی(۱۳۸۷)[۴]در تحقیق خود، رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار داد. دراین تحقیق سازوکارهای حاکمیت شرکتی از دو بعد مورد بررسی قرارگرفت.یکی وجود سهامداران نهادی و دیگری ترکیب اعضای هیات مدیره (موظف و غیرموظف)، و به این نتیجه رسید که در مجموع رابطه مثبت و معنی داری بین دو متغیر و ارزش شرکت وجود دارد. شهناز مشایخ و مریم اسماعیلی(۱۳۸۶)[۵] در تحقیقی، رابطه بین کیفیت سودوبرخی از سازو کارهای حاکمیت شرکتی نظیر درصد مالکیت اعضای هیات مدیره وتعداد اعضای غیر موظف هیات مدیره را بررسی قرار دادند.نتایج تحقیق، بیانگر این است 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 وجود دارد. هدی اسکندر(۱۳۸۶)[۳] در تحقیق خود رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار داد.در این نگرش های مختلف (یعنی فرضیه نظارت کارآمدو فرضیه همگرایی منافع)در مورد سرمایه گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت و نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه مثبت بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت بود.

۳- فرضیه های تحقیق

این مقاله از یک فرضیه اصلی و چهار فرضیه فرعی به شرح زیر تشکیل شده است:

- **فرضیه اصلی تحقیق:**

بین سازو کارهای حاکمیت شرکتی با ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه معنا داری وجود دارد.

- **فرضیه های فرعی تحقیق:**

۱) بین تعداد سرمایه گذاران نهادی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه مثبت و معنا داری وجود دارد.

۲) بین نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

۳) بین میزان استقلال اعضای هیات مدیره(عدم تصدی همزمان پست های ریاست هیات مدیره و مدیر عاملی (NON-DUALITY)) با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامدران رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

۴) بین نسبت اعضای غیر موظف هیات مدیره با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

۴- روش‌شناسی 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

Archive of SID
www.SID.ir

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مـی باشـد. تحقیق حاضر از لحاظ روش ، از نوع تحقیق توصیفی است.از میان انـواع تحقیـق هـای توصـیفی ، از نـوع تحقیق همبستگی اسـت زیـرا رابطـه بـین متغیرهـای مستقل و وابسته بررسـی مـی شـود.تحقیـق توصـیفی آنچه که هست بدون دخل و تصرف توصیف و تفسیر می کند. در تحقیق همبستگی، هدف اصلی آنست کـه مشخص شودآیا رابطه ای بین دو یا چند متغیـر کمـی وجود دارد و اگر این رابطه وجود دارد اندازه وشدت آن به چه میزان می باشد.

به منظور آزمون فرضیه اصلی (بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ثروت ایجاد شده برای سهامدارن رابطه معناداری وجود دارد) از مدل رگرسیون زیر استفاده می شود:

$$CSV_{it} = \alpha + \beta1(NII)_{it} + \beta2(INSTITOWN)_{it} + \beta3(NON\text{-}DUALITY)_{it} + \beta4(NXRATIO)_{it} + \beta5SIZE_{it} + \varepsilon$$

که در این مدل:

Csv = ثروت ایجاد شده برای سهامداران

NII =تعداد سرمایه گذاران نهادی

INSTITOWN= درصـد مالکیـت سـرمایه گـذاران نهادی شرکت iدر پایان سال t

NON-DUALITY= عدم تصـدی همزمـان دوپسـت مدیر عاملی و ریاست هیات مدیره

NXRATIO=درصـد مـدیران غیـر موظـف در هیـت مدیره شرکتi در پایان سال t

SIZE= اندازه شرکت iدر پایان سال t

ε= عامل خطا

$\alpha\beta1\beta2\beta3$=ضرایب مدل هستند که با استفاده از نـرم افزارهای اماری براورد می شوند.

به علت محدودیت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته، دوره زمانی مربوط به تحقیق حاضر یک دوره ۵ ساله از ۱۳۸۳-۱۳۸۷ انتخاب گردید. به دلیل ماهیت زمانی فرایند تصمیم گیری و لزوم گذشت زمان در تاثیرگذاری هر یک از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ثروت ایجاد شده برای سهامداران، متغیر وابسته (csv) و کنترلی تحقیق با یک وقفه یک ساله مورد سنجش قرار می گیرند.

قلمرو مکانی تحقیق حاضر نیز شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اورق بهادار تهران در طی سال های مورد مطالعه می باشد.

نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک و بر اساس معیارهای زیر انتخاب می شود:

۱) از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ در بورس حضور داشته باشند.
۲) سال مالی آنها به پایان اسفند ختم شده باشد.
۳) شرکت بین سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ تغییر سال مالی نداده یاشد.
۴) شرکت بین سال های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ وقفه عملیاتی نداشته باشد.
۵) شرکت های واسطه گری مالی به دلیل ماهیت خاص فعالیت حذف می شوند.
۶) طی سال های مذکور زیان ده نباشد.

از میان حدود ۴۲۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال های مورد مطالعه، با اعمال محدویت های فوق ۹۸ شرکت انتخاب گردید. لازم به ذکر است چنانچه از فرمول های نمونه گیری استفاده می‌شد تعداد نمونه کمتری مورد مطالعه قرار می‌گرفت.

۵- متغیرهای تحقیق و روش محاسبه آنها

در این بخش متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی تحقیق تعریف شده و نحوه محاسبه هر یک از آنها بیان می گردد:

Archive of SID
www.SID.ir

متغیرهای مستقل تحقیق

۱. تعداد سرمایه گذاران نهادی؛ تعداد افراد یا سازمان هایی است که بیش از ۵ درصد سهام یک شرکت را در اختیار داشته باشند [۸].

۲. نسبت سرمایه گذاری سرمایه گذاران؛ حاصل تقسیم تعداد سهام در اختیار سرمایه گذاران نهادی به کل سهام.

۳. استقلال اعضای هیات مدیره(عدم تصدی هم زمان پست های ریاست هیات مدیره و مدیر عاملی به طور هم زمان)؛ متغیر دودوئی(باینری) است که زمانی به آن ارزش یک تعلق می گیرد که دو شخص متفاوت سمت های ریاست هیات مدیره و مدیریت عاملی را به عهده بگیرند و هر دو آنها جزء سهامداران عمده نیز نباشند، ارزش صفر زمانی به این متغیرها داده می شود که هر یک از موارد پنج گانه زیر تحقق پیدا کند؛

الف. سمت مدیر عامل و ریاست هیت مدیره به شخصی تفویض شود که سهامدار عمده نیز باشد.

ب. شخصی که جزء سهامداران عمده نیست همزمان عهده دار دو سمت شود.

ج. سمت های مدیرعامل و ریاست هیات مدیره به شخصی دو تفویض شود اما شخص عهده دار سمت ریاست هیات مدیره جزو سهامداران عمده یاشد در حالی که شخص عهده دار سمت مدیر عامل در زمره سهامداران عمده نباشد.

د. سمت های مدیریت عامل و ریاست هیات مدیره توسط دو شخص متفاوت تعهد شود اما شخص عهده دار سمت مدیریت عامل در زمره سهامداران عمده بوده و شخص عهده دار سمت ریاست هیات مدیره سهامدار عمده نباشد.

ح . سمت های مدیریت عامل و ریاست هیات مدیره به دو نفر تفویض شده ولی هر دو نفر جزء سهامداران عمده شرکت باشند[۶].

۴.درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره؛ حاصل تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیات مدیره شرکت بر کل تعداد اعضای هیات مدیره.

متغیر وابسته تحقیق

ثروت ایجاد شده برای سهامداران(CSV) متغیر وابسته کلیه فرضیه های تحقیق بوده و به صورت زیر محاسبه می شود؛

CSV=ارزش بازار سرمایه شرکت×(نرخ بازده واقعی سهام داران-ke)

که درآن نرخ هزینه سرمایه شرکت (بازده مورد انتظار)=ke است.

برای محاسبه بازده مورد انتظار مدل‌های گوناگونی ارائه شده که در این تحقیق از الگوی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، بادوام ترین مدل در زمینه تجزیه و تحلیل ریسک و بازده است و همچنان به عنوان یک مدل استاندارد مطرح است. در این مدل مقدار بازده مورد انتظار به صورت تابعی از نرخ بدون ریسک و بتا محاسبه میشود.

$$E(R_i)=R_{fi}+\beta_i(E(R_m)-R_f)$$

که در آن:

$E(R_i)$= مقدار بازده مورد انتظار

R_f= نرخ بازده بدون ریسک یا نرخ سود اوراق مشارکت دولتی

$E(R_m)$=بازده مورد انتظار پرتفوی بازار

β= بتای مربوط به سهام

متغیر کنترلی تحقیق

ارزش سهام شرکت در پایان سال به عنوان متغیر کنترلی وارد مدل آماری شده تا اثر متغیر مستقل را بر متغیر وابسته خنثی کند.

Archive of SID
www.SID.ir

۶- یافته های تحقیق

نتایج آزمون حاصل از بررسی ارتباط بین هر یک از متغیرهای مستقل با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامدارن (متغیر وابسته) به وسیله مدل رگرسیون خطی ساده یک متغیره و چند متغیره، در نگاره های۶-۱ نشان داده شده است.

آزمون فرضیه فرعی اول

نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیون خطی برای بررسی ارتباط بین تعداد سرمایه گذاران نهادی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران در نگاره ۱ نشان داده شده است.

از آنجائیکه در همه موارد مقدار آماره t کمتر از ۱/۶۴۵ می باشد فرضیه H_O مبنی بر عدم وجود ارتباط خطی بین متغیرهای تعداد سرمایه گذاران نهادی و میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران را نمی توان با شواهد موجود رد کرد. در نتیجه نمی توان ادعا کرد بین متغیرهای ذکر شده ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه اول تحقیق تایید نمی گردد.

آزمون فرضیه فرعی دوم

نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیون خطی برای بررسی ارتباط بین نسبت سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران در نگاره ۲ نشان داده شده است.

نگاره ۱. ضرایب رگرسیونی (یک متغیره)

		ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (P-Value)
		مقدار	خطای برآورد			
سال ۱۳۸۴	a	3112570884861.4	1772300816843.2	-	1.76	0.08
	b	-140367170763.5	586748069579.3	-0.24	-2.39	0.02
سال ۱۳۸۵	a	3675084288070.0	1641714042981.4	-	0.32	0.75
	b	3815828367049.3	3829929097400.8	0.10	1.00	0.32
سال ۱۳۸۶	a	2694680207846.9	7425283684896.5	-	0.36	0.72
	b	259707193214.0	2412423767618.4	0.01	0.11	0.91
سال ۱۳۸۷	a	-9510588041.5	107301972648.7	-	-0.09	0.93
	b	14194181717.7	35368146277.9	0.04	0.40	0.69
کل دوره ۴ ساله (۱۳۸۴-۸۷)	a	745079953595.6	4706904825715.6	-	0.16	0.87
	b	1325451804317.8	1574622233291.7	0.09	0.84	0.40

نگاره۲: ضرایب رگرسیونی (یک متغیره)

		ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (P-Value)
		مقدار	خطای برآورد			
سال ۱۳۸۴	a	-2353293830116.3	3398497324074.5	-	-0.69	0.49
	b	22244403863.1	43410417419.5	0.05	0.51	0.61
سال ۱۳۸۵	a	-5493230190423.1	20675049059150.0	-	-0.27	0.79
	b	260440283268.8	266649162477.8	0.10	0.98	0.33
سال ۱۳۸۶	a	-10553835068075.8	13288067906555.4	-	-0.79	0.43
	b	190551656707.2	174711192034.2	0.11	1.09	0.28

Archive of SID
www.SID.ir

سال ۱۳۸۷	a	-66437051341.7	188560057376.3	-	-0.35	0.73
	b	1305807532.7	2495406141.0	0.05	0.52	0.60
کل دوره ۴ ساله (۱۳۸۴-۸۷)	a	-1718266386686.2	8306527224721.9	-	-0.21	0.84
	b	82529467152.7	108968237113.6	0.08	0.76	0.45

نگاره ۳: ضرایب رگرسیونی (یک متغیره)

		ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (P-Value)
		مقدار	خطای برآورد			
سال ۱۳۸۴	a	-809736447485.2	998741944803.4	-	-0.81	0.42
	b	895396128846.9	2233254880560.7	0.04	0.40	0.69
سال ۱۳۸۵	a	16645497250491.2	6298170230295.2	-	2.64	0.01
	b	-7760238191609.3	14004678571879.9	-0.06	-0.55	0.58
سال ۱۳۸۶	a	4772027476490.0	4061557729166.9	-	1.17	0.24
	b	-7509580374416.5	9240798617407.8	-0.09	-0.81	0.42
سال ۱۳۸۷	a	40103015094.0	58672901287.5	-	0.68	0.50
	b	-48567455758.4	128247981078.4	-0.04	-0.38	0.71
کل دوره ۴ ساله (۱۳۸۴-۸۷)	a	5373735810351.0	2437718626998.2	-	2.20	0.03
	b	-3837804016166.3	5462827806955.3	-0.08	-0.70	0.48

از آنجائیکه در همه موارد مقدار آماره t کمتر از ۱/۶۴۵ می‌باشد فرضیه H_O مبنی بر عدم وجود ارتباط خطی بین متغیرهای نسبت سرمایه‌گذاری سرمایه گذاران نهادی و میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران را نمی‌توان با شواهد موجود رد کرد. در نتیجه نمی‌توان ادعا کرد بین متغیرهای ذکر شده ارتباط مثبت معنی‌داری وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم تحقیق تایید نمی گردد.

آزمون فرضیه فرعی سوم

نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیون خطی برای بررسی ارتباط بین استقلال هیات مدیره با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران در نگاره ۳ نشان داده شده است.

از آنجائی که در همه موارد مقدار آماره t کمتر از ۱/۶۴۵ می باشد فرضیه H_O مبنی بر عدم وجود ارتباط خطی بین متغیرهای استقلال هیات مدیره و میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران را نمی‌توان با شواهد موجود رد کرد. در نتیجه نمی توان ادعا کرد بین متغیرهای ذکر شده ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه سوم تحقیق تایید نمی گردد.

آزمون فرضیه فرعی چهارم

نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیون خطی برای بررسی ارتباط بین نسبت مدیران هیات مدیره با میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران در نگاره ۴ نشان داده شده است.

از آنجائی که در همه موارد مقدار آماره t کمتر از ۱/۶۴۵ می‌باشد فرضیه H_O مبنی بر عدم وجود ارتباط خطی بین متغیرهای نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران را نمی توان با شواهد موجود رد کرد. در نتیجه نمی‌توان ادعا کرد بین متغیرهای ذکر شده ارتباط مثبت معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق تایید نمی گردد.

Archive of SID
www.SID.ir

آزمون فرضیه اصلی تحقیق

ملاک قضاوت در مورد این فرضیه مقدار آماره f یا مقدار احتمال (P-Value) می‌باشد. در صورتی که مقدار آماره f بزرگتر از مقدار بحرانی برای سطح اطمینان ۹۵٪ باشد، می توان نتیجه گرفت مدل برازش شده با متغیرهای مستقل موجود بطور معنی داری قادر به پیش بینی مقادیر متغیر وابسته (میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران) می باشد. مقدار بحرانی برای f(۶۵،۵) تقریبا برابر با ۲/۳۸ می‌باشد. از آنجائیکه مقدار آماره f بدست آمده برای این مدل کمتر از ۲/۳۸ می‌باشد، نمی‌توان ادعا کرد مدل برازش شده با متغیرهای مستقل موجود بطور معنی داری قادر به پیش بینی مقادیر متغیر وابسته (میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران) می باشد.

ضریب تعیین نیز نشانگر این است که همه متغیرهای مستقل در حضور متغیر کنترل فقط قادر به پیش بینی ۱۵۱/. از پراکندگی میزان ثروت ایجاد شده برای سهامداران می باشند.

نگاره ۴: ضرایب رگرسیونی (یک متغیره)

		ضرایب غیر استاندارد		ضرایب استاندارد	آماره t	مقدار احتمال (P-Value)
		مقدار	خطای برآورد			
سال ۱۳۸۴	a	-6300926391000.3	3435387594429.5	-	-1.83	0.07
	b	8938449100976.0	5341204404784.6	0.19	1.67	0.10
سال ۱۳۸۵	a	-1182107570089.0	17294740624932.1	-	-0.68	0.50
	b	40087810008436.5	26685305231851.1	0.17	1.50	0.14
سال ۱۳۸۶	a	12349428923571.1	13675739784914.1	-	0.90	0.37
	b	-1679351881526.4	20729115175383.8	-0.10	-0.81	0.42
سال ۱۳۸۷	a	59082070333.8	206209000631.5	-	0.29	0.78
	b	-96939374067.5	313151097908.1	-0.04	-0.31	0.76
کل دوره ۴ ساله (۸۷-۱۳۸۴)	a	-993737175504.9	7311828577101.1	-	-0.14	0.89
	b	7401163998203.5	11303832226005.8	0.08	0.65	0.51

جدول ۴-۱۵: ضرایب همبستگی (رگرسیون چندگانه)

	تعداد	ضریب همبستگی چندگانه	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره f	مقدار احتمال (P-Value)
کل دوره ۴ ساله (۸۷-۱۳۸۴)	70	0.388	0.151	0.086	2.310	0.054

۷- نتیجه گیری و بحث

نتایج آزمون‌های انجام شده بیانگر آن است که به طورکلی در بازار بورس ایران، رابطه معنی داری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ثروت ایجاد شده برای سهامداران وجود ندارد. این در حالی است که برخی از محققان به نتایج مشابه و برخی نیز به نتایج متضاد رسیده بودند. به طور کلی نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات پنگ و همکاران (۲۰۰۳)، هرمالین و ویزپاچ (۲۰۰۳)، شهناز مشایخ و مریم اسماعیلی (۱۳۸۶)، رضا رجبی (۱۳۸۵) و حسن قالیباف و فاطمه رضایی (۱۳۸۵) که تحقیقات‌شان از لحاظ محتوا شباهت به تحقیق حاضر دارد همخوانی دارد و با نتایج تحقیقات، نویسی و نایکر (۲۰۰۶) و برایان جان بولتون (۲۰۰۶) و کلز و همکاران (۲۰۰۲) هماهنگی ندارد.

www.SID.ir

در توضیح عدم وجود رابطه معنی دار بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ثروت ایجاد شده برای سهامداران در بازار بورس ایران ، مد نظر قرار دادن عوامل زیر ضروری به نظر می رسد؛

۱) از آنجایی که بازار سرمایه در ایران از کارآیی (حتی در حد ضعیف آن) برخوردار نمی باشد و این عدم کارایی می‌تواند منجر به قیمت گذاری غیرواقعی سهام در بازار گردد، در نتیجه این قیمت گذاری غیرواقعی امکان محاسبه واقعی ثروت ایجاد شده برای سهامداران وجود ندارد، بنابراین عدم کارایی می تواند وجود ارتباط معنی دار بین متغیرهای مستقل و وابسته را زیر سئوال ببرد.

۲) یکی دیگر از عواملی که می باید در تفسیر نتیجه بدست آمده از این تحقیق مد نظر قرار گیرد، روش محاسبه ثروت ایجاد شده برای سهامداران است که توسط پابلو فرناندز ارائه شد. 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 ثروت ایجاد شده برای سهامداران 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 سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایجاد ثروت برای سهامداران متصور نیست، اما به راحتی نمی توان نقش سازوکارهای حاکمیت شرکتی را دررسیدن 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 سازوکارهای حاکمیت شرکتی می تواند ما را در رسیدن به این هدف یاری نماید. نکته قابل ذکردیگر 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، سازوکارهای حاکمیت شرکتی بیش از پیش مورد توجه قرار گیرد چرا که بدون وجود سازوکارهای مناسب حاکمیت شرکتی پیوستن به سازمان تجارت جهانی دردی از اقتصاد کشور ما درمان نمی کند، زیرا سرمایه گذران خارجی در بازاری حاضر به سرمایه گذاری هستند که در آن تمام اهدف حاکمیت شرکتی از جمله رعایت حقوق ذینفعان، مدنظر قرار گرفته شده باشد.

فهرست منابع

۱) آیین نامه نظام راهبری شرکت-بورس اوراق بهادارتهران-۱۳۸۶

۲) .پور زمانی، زهرا، (۱۳۸۵)، « حکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت ها » رساله دکتری، دانشگاه علوم تحقیقات.

۳) حساس یگانه، یحیی و اسکندر، هدی (۱۳۸۷)، «بررسی رابطه بین سرمایه گذران نهادی و ارزش شرکت» فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی ، دوره ۱۵ ،شماره ۵۲ ، تابستان.

۴) فعلی، مریم (۱۳۸۷)، «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت» رساله مقطع کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.

۵) مشایخ، شهناز و اسماعیلی، مریم (۱۳۸۷)، «بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود» مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، پاییز.

6) Ashbaugh, hollis,"corporate Governance and cost of Equity caqpital",ssrn(2004).

Archive of SID
www.SID.ir

7) Brian John Bolton, Corporate Governance and Firm Performance, University of Colorado, (2006).
8) Bushee, b.(1998),” The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior”, Accounting review.j.
9) colse, jerilyn;mc williamse, w. Victoria,b. and sen, nilanjan, (2001), "An examination of the relationship of governance mechanisms to performance" journal of management.
10) Hermalin, Benjamin,E .,and weisbach, Michael s,(2003)” boards of directorse as an endogenously determined institution” a survey of the economic literature,economic policy review 1.
11) Jill Solomon and Aris Solomon , (2005),'' corporate Governance and accountability'',john Wiley&Sons,Ltd,.
12) Navssi, farshid. And Naiker, (2006),”Institutional Ownership and Corporate value”Managerial finance,vol,32.
13) Pablo Fernandez ,(2002) , "EVA,Economic profit and Cash value Added DO Not Measure Shareholder value Creation",IESE University of Navara.
14) peng,mike w., Buck,Trevor,and filatotchev ,(2003),"Do outside directors and new managers helpe improve firme performance? An exploratory study in Russian privatization"journal of world business.
15) Shleifer,a.Vishny,r,(1986),”Large Shareholders and Corporate Control”,journal of politicale Economy,vol,94

Archive of SID

www.SID.ir