Archive of SID.ir

فصلنامه علمی پژوهشی
دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت
دوره ۱۲/ شماره ۳ (پیاپی ۴۷)/ پائیز ۱۴۰۲
صفحه ۱۳ تا ۲۶

تبیین الگوی ارزیابی نقش نظام رتبه بندی حاکمیت شرکتی بر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده: شواهدی ازبورس اوراق بهادارتهران

دانیال احمدیار
دانشجوی دکتری حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی ،رشت ، ایران
daniyalahmadyar@gmail.com

سینا خردیار
استادیار گروه حسابداری، واحد رشت، دانشگاه آزاد اسلامی ،رشت ، ایران(نویسنده مسئول)
sina.kheradyar@gmail.com

بهمن بنی مهد
دانشیار گروه حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی ،کرج، ایران
dr.banimahd@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۹/۰۷/۰۸ تاریخ پذیرش: ۹۹/۰۸/۰۶

چکیده

نظام راهبری شرکتی به‌دنبال حصول اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده و ذی‌نفعان مختلف تحقق می‌یابد. تأثیرات احتمالی نظام راهبری شرکتی بر عملکرد و ارزش شرکت‌ها در ایران موضوعی است که در سال‌های اخیر از سوی نهادها و گروه‌های مختلف اجرایی، نظارتی و محققان مورد توجه قرار گرفته است. در این راستا، در مطالعه حاضر به تبیین الگوی ارزیابی نقش نظام رتبه‌بندی نظام راهبری شرکتی بر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده شرکت ها پرداخته شد. جامعه آماری این پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۲ لغایت سال ۱۳۹۶ بوده و نمونه مورد بررسی، از طریق روش حذف سیستماتیک از جامعه آماری، انتخاب شد. با توجه به شرایط معین، تعداد ۱۱۹ شرکت به‌عنوان نمونه آماری این پژوهش، انتخاب شدند و با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی به آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. نتایج بررسی‌ها نشان داد که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد، بنابراین تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و توازن قدرت در هیئت مدیره به عنوان مولفه‌های حاکمیت شرکتی با بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: نظام رتبه بندی عمومی حاکمیت شرکتی، بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده، مولفه‌های نظام راهبری شرکتی.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۱- مقدمه

حل مسئله نمایندگی و پاسخگویی هیات مدیره و مدیران اجرای واحدهای تجاری به ذینفعان به ویژه صاحبان منابع و سهامداران خواه از منظر مالی(بیان صادقانه و منصفانه وضعیت مالی و عملکرد مالی در قالب گزارش سود یا زیان) و خواه از دید عملیاتی (بیان واضح میزان کارایی، اثربخشی و بهره‌وری ناشی از بکارگیری منابع سهامداران و اعتبار دهندگان با هدف کاهش ریسک مالی و بهینه‌سازی ثروت سهامداران)، نیازمند نظارت و مراقبت کافی می‌باشد. یکی از مهمترین ساز و کارهای متداول برای حل مشکل تعارض منافع که عمدتاً منجر به رخداد ناهمگونی در ارزش‌گذاری منابع سهامداران می‌شود، استقرار نظام راهبری شرکتی مبتنی بر مکانیزم رتبه‌گذاری آن و کنترل مداوم مولفه‌های تشکیل دهنده‌ی راهبری شرکتی می‌باشد، که در اکثر کشورها رایج شده است و رعایت اصول و توصیه‌های آن به شکل قوانین و مقررات لازم الاجرا در آمده است (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱). راهبری شرکتی را مجموعه روابط بین هیأت مدیره، مدیریت، سهامداران و کلیه ذینفعان از جمله کارکنان تعریف کرده‌اند که تأمین کننده منافع کلیه اشخاص ذینفع می‌باشد. رتبه‌گذاری نظام راهبری شرکتی تعیین کننده ساختاری است که توسط آن اهداف سازمان، تدوین و ابزار دستیابی به این اهداف و نظارت بر عملکرد مشخص می‌شود و مباشران سهامداران با تعبیه سیستم رتبه‌گذاری، به پیروی از مشی کاهش تضاد منافع با صاحبان ثروت ،کاهش هزینه‌های نمایندگی و در نهایت شفافیت در ارزشگذاری منافع سهامداران تشویق می‌شوند. چهار رکن بنیادین راهبری شرکتی شامل انصاف، شفافیت، پاسخ‌گوئی و مسئولیت‌پذیری فراتر از محدوده ساختارهای فرهنگی، حقوقی و اقتصادی کشورها مطرح است. موضوع راهبری شرکتی به شکل کنونی در دهه ۱۹۹۰ در کشورهای آمریکا، انگلستان و کانادا در پاسخ به مشکلات کارایی هیأت مدیره شرکت های بزرگ مطرح شد. بحران‌های مالی سال‌های اخیر منجر به تأکید بیشتر به برقراری مکانیزم‌های راهبری شرکتی شده است (رحمانی و همکاران، ۱۳۹۰). راهبری شرکتی صحیح باید دارای مشخصات زیر باشد:

اولاً: مشخصه‌های لازم برای هیأت مدیره و مدیریت اجرایی را فراهم آورد تا منافع مالی شرکت و سهامداران را در نظر گیرند؛ دوماً : نظارت برخط کارآمد و مؤثر را تسهیل و روان‌سازی نماید وسوماً : سازمان را تشویق کند تا منابع را بصورت کارا مورد استفاده قرار دهد. اهداف رتبه‌بندی نظام راهبری شرکتی با ارائه قوانین و مقررات شفاف و پیاده‌سازی آن با پشتیبانی مستمر از منافع حقوق اقلیت سهامداران، بهبود فرآیند شفافیت در گزارشگری مالی برون‌سازمانی، تأکید بر نقش هیأت مدیره‌های مستقل و ناظران خارج از سازمان، حذف معاملات درون بنگاهی، اطلاع‌رسانی مرتبط و به موقع تحقق می‌یابد. با اجرای سیستم رتبه‌بندی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی چهار هدف اصلی شامل ارتقای اصل پاسخگویی مالی دو سویه، شفافیت در گزارشگری مالی حقوق اقلیت و منافع سهامداران اکثریت و رعایت اصل انصاف، حقوق طرف‌های ذینفع (مباشران و مالکان ثروت) تأمین می‌شود.

درحال حاضردرایران هیچ تحقیق جامعی درخصوص معیارهای رتبه بندی حاکمیت شرکتی انجام نشده است، همچنین هیچ موسسه رتبه بندی حاکمیت شرکتی هم در حال حاضر در ایران وجود ندارد. معیارهای مورد استفاده درتحقیقات کشورهای دیگرنیز به دلیل زمینه های متفاوت فرهنگی، اجتماعی،سیاسی واقتصادی ایران به صورت کامل قابل استفاده نمی باشد و مسئله مهمتر اینکه ضرائب معیارهای مورداستفاده در رتبه بندی توسط موسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی درتمام کشورها و مؤسسات مذکور به صورت کاملا "محرمانه بوده و افشاء نمی‌شوند. مولفه‌های اصلی نظام راهبری شرکتی، بر میزان شفافیت و انصاف در گزارشگری مالی حقوق مالکانه بنگاه اقتصادی توسط مدیران بنگاه که لاجرم عدم اجرای آن می تواند منجر به تنزّل کیفیت عملکرد مالی گزارش شده مورد ارزیابی قرار گیرد، چرا که پیاده‌سازی الگوی رتبه‌گذاری اجزای راهبری شرکتی با هدف صیانت از منابع و منافع سهامداران، به ویژه سهامداران خرد، می‌تواند منجر به کاهش پدیده‌ی تعارض منافع مالک مدیر، تعدیل مخارج کارگزاری و بهبود کیفیت گزارشگری مالی و ارزشگذاری حقوق مالکانه شود. با توجه به مطالب فوق سوال اصلی تحقیق حاضر این است که آیا نظام رتبه بندی حاکمیت شرکتی بر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده تاثیرگذار می باشد؟

۲- مبانی نظری تحقیق

شرکت های سهامی از رتبه بندی حاکمیتی برای مقایسه رویه های حاکمیتی خود با رقباء وشرکت های همکار در صنعت استفاده می نمایند. صندوق های بازنشستگی، صندوق های مشاع و سایر سرمایه گذاران نهادی و شرکت های سهامی به منظور جذب سرمایه گذاران، برروی های حاکمیتی که توسط مؤسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی جمع آوری گردیده و مورد علاقه آنهاست نظارت می کنند. شرکت های رتبه بندی شده هم به دنبال رتبه حاکمیتی خوب می باشندتا هزینه های سرمایه خود و ریسک فعالیت های سهامداران راکاهش دهند وشانس جذب هیأت مدیره ومدیران اجرایی را افزایش دهند. رتبه حاکمیتی خوب می تواند شرکت را قادر سازد که هزینه های

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

مازاد بیمه ای خود را کاهش دهد (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸). در حال حاضر در پروسه‌ی رتبه‌بندی نظام راهبری شرکتی دو دیدگاه مطرح شده است؛ رهیافت اولی، دیدگاه انگلیسی– آمریکائی و دومی، دیدگاه فرانسوی– آلمانی است. رهیافت رتبه‌بندی در رویکرد رتبه‌بندی اول بر منافع سهامداران و دومی بر منافع سپرده‌گذاران تأکید دارد. مکانیزم رتبه‌بندی نظام راهبری شرکتی به صورت کلی و اجزای مولفه‌ها به طور اخص، به عنوان عامل اساس در بهبود روند گزارشگری مالی و افشای منصفانه ارزش حقوق مالکانه گروه اقلیت و اکثریت قلمداد می‌شود ضمن آن چنین امری از واژه‌هایی است که در بهبود فرآیند گزارشگری مالی شفاف، شدیداً مطرح است در دهه گذشته واژه «رتبه‌گذاری راهبری شرکتی» به کلمه‌ای کلیدی تبدیل شده است که در توصیف میزان و درجه شفافیت در گزارشگری مالی حقوق مالکانه بنگاه‌ها به منظور ارزیابی عملکرد در مقایسه با موقعیت آنها با سایر رقبایشان در بازار به کار می‌رود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۹).

لاپورتا و دیگران (۲۰۰۰) معتقدند که با حاکمیت شرکتی خوب قیمت سهام را بالا می برند، چون با حفاظت قانونی بهتر، سود بیشتری ازطرف شرکت در قالب بهره یاسود نقدی به آنها بر می گردد. ثانیاً حاکمیت شرکتی خوب هزینه سرمایه شرکت راکاهش می دهد. رشد تعداد، اندازه و تأثیر مؤسسات رتبه بندی حاکمیت شرکتی رامیتوان به افزایش سرمایه گذاران نهادی،اجرای الزامات قانونگذاری مربوط به رأی گیری وکالتی توسط مشاوران سرمایه گذاری و مدیران و تداوم رسوایی های مالی و ضعف حاکمیتی مربوط دانست.

یکی از عوامل اصلی بهبود کارآیی اقتصادی نظام راهبری بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت هیئت مدیره، سهامداران وسایرگروه‌های ذینفع است.نظام راهبری بنگاه ها ساختاری را فراهم می‌کند که ازطریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم ووسایل دستیابی به هدف‌ها ونظارت بر عملکردتعیین می شود. این نظارت انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجادکرد و زمینه نظارت موثر را فراهم می کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیشتری به کار می گیرند (موسوی و همکاران، ۱۳۸۹). حاکمیت شرکتی پیش از هرچیز حیات بنگاه اقتصادی در دراز مدت را هدف قرار داده ودرصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت کند. دو هدف حاکمیت شرکتی عبارت است از:

- کاهش ریسک بنگاه اقتصادی ازطریق بهبود و ارتقای شفافیت و پاسخگویی.
- بهبود کارآیی درازمدت سازمان از طریق جلوگیری ازخود کامگی و عدم مسئولیت پذیری مدیریت اجرایی (آرارات و همکاران، ۲۰۱۶).

از معیارهای مهم نظام راهبری شرکتی که در بسیاری از پژوهش ها تاثیرآن برعملکرد شرکت ها مورد بررسی قرارگرفته است می‌توان به ساختار و ترکیب هیات مدیره اشاره کرد. از دیدگاه نظری نمایندگی می توان چنین فرض کرد که هیات مدیره کارآمد برسایراعضای هیأت مدیره تاثیرگذار بوده و بدون وجود تلاش نظارتی هیات مدیره این امکان وجود داردکه مدیران ازموقعیت خود سوء استفاده کنند (اریکسون و همکاران، ۲۰۰۵). در هرشرکت ترکیبی ازسرمایه‌گذاران نهادی و غیر نهادی وجود دارد، سرمایه‌گذاران نهادی که عموما"سهم بالایی از سهام شرکت ر ا می خرند ترجیح می دهند که انتخابشان حاکمیت شرکتی مناسب داشته باشد تا از این طریق آسیب های ناشی از تقلب یا بی توجهی مدیر که مستقیما"به آنها زیان می‌رساند، پیشگیری کند (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱). آنها تمایل دارند که با ایجاد حاکمیت شرکتی مناسب و افشاهای با کیفیت هزینه سیاسی ونظارتی راکاهش دهند (گمپرز و همکاران، ۲۰۰۳). دراین راستا عواملی نظیر احتمال وجود همگرایی منافع در مالکیت متمرکز بین مالک و مدیر و همچنین توانایی بالای مدیریت متمرکز را از جمله دلایلی عنوان نمودند که می تواند به بهبود عملکرد موسسات منجرگردد (صبور و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین تمرکز مالکیت از یک طرف باعث همسوکردن منافع مدیران و منافع گروه سهامداران گردید و از طرف دیگر موجب دسترسی سهامداران پرقدرت به اطلاعات محرمانه و ایجاد عدم تقارن اطلاعاتی بین سهامداران پرقدرت و سایرسهامداران می شود (کشیری و یزدانی، ۱۳۹۲).

گومبرز (۲۰۰۳)، در پژوهشی تحت عنوان اثر رتبه‌بندی نظام حاکمیت شرکتی واحدهای تجاری و کسب بازده غیر عادی سرمایه‌گذاران، نشان دادند واحدهای تجاری که از رتبه‌های بالاتری در حاکمیت شرکتی برخوردارند نسبت به شرکت‌های که رتبه‌های پایین‌تری در کیفیت حاکمیت شرکتی دریافت می‌کنند، سرمایه‌گذاران دارنده سهام واحدهای تجاری با کسب رتبه بالا در حاکمیت شرکتی نسبت به واحدهای تجاری با دریافت رتبه پایین، به طور متوسط سالانه ۱۲ درصد بازده غیرعادی کمتری تحصیل می‌کنند.

بایی و همکاران (۲۰۱۰) ،در تحقیقی پیرامون تاثیر رتبه‌بندی شاخص‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش جاری حقوق مالکانه، با بکارگیری اطلاعات ۱۰۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار شانگهای، به طراحی نظام رتبه‌گذاری مولفه های راهبری شرکت ، با استفاده از تکنیک تحلیل مولفه‌های

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

اصلی پرداختند و نتایج نشان داد بین ملاک‌های اندازه‌گیری ارزش جاری حقوق مالکانه بر حسب نسبت کیو توبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، مولفه های رتبه‌گذاری نظام راهبری شرکتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد.

آرارات و همکاران[1] (۲۰۱۶) در مطالعه ای به بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و سودآوری شرکت با استفاده از داده‌های شرکت های سهامی عام ترکیه طی سال های ۲۰۰۶-۲۰۱۲، پرداخته‌اند و بر اساس نتایج حاصل از این مطالعه ساختار هیئت مدیره، شامل اندازه هیئت مدیره و استقلال هیات مدیره بر ارزش شرکت و سودآوری شرکت تاثیر مستقیم دارد.

سوارز و سانتا[2] (۲۰۱۵) به بررسی رابطه میان عملکرد شرکت و ویژگی های مدیریت در شرکت های خانوادگی خارج بورس پرداختند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد رابطه ای منفی میان درصد سهام متعلق به مدیران و عملکرد شرکت وجود دارد. اما در شرکت هایی که مدیرعامل، رئیس هیئت مدیره نیز است این رابطه مثبت است. همچنین اگر مدیرعامل شرکت از خارج از خانواده انتخاب شود در آن صورت، در مواردی که مدیر عامل، رئیس هیئت مدیره نیز است، این موضوع بر عملکرد شرکت تاثیر منفی دارد.

نمازی وکرمانی(۱۳۸۷) تأثیرساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را ارزیابی نمودند.آنها براساس یافته های پژوهش نتیجه‌گیری کردند که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معنی‌داری وجود دارد. ضمن آن که ارتباط مشاهده شده بین متغیرهای مالکیت نهادی و عملکرد به صورت معکوس، بین متغیر سرمایه‌گذاران شرکتی و عملکرد به صورت مثبت و بین سرمایه‌گذاران مدیریتی و عملکرد به صورت معکوس بود.

کشیری و یزدانی (۱۳۹۲) به بررسی رابطه بین ساختار حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک ها و موسسات مالی و بیمه لیست شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که استقلال هیأت مدیره تاثیر معنادار مثبتی با عملکرد بانک ها و موسسات مالی دارد، شواهد نشان می دهد که اندازه سطح مالکیت مدیریتی تاثیر منفی معناداری بر عملکرد بانک دارد.

شیری و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی تاثیر شاخصه های خاص حاکمیت شرکتی بانک های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از جمله دوگانگی نقش مدیرعامل، نسبت مدیران غیرموظف، نسبت سهام در تملک اعضای هیات مدیره، سهامداران نهادی و اندازه هیات مدیره بر سودآوری آنها در یک دوره ۶ ساله از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ با استفاده از روش داده های ترکیبی را برای ۹ بانک پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. در این بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی ها به عنوان معیارهای عملکرد بانک مورد استفاده قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش حاکی از آن است که بین نسبت مالکیت مدیریتی و سودآوری بانک ها رابطه معنادار وجود ندارد ولی بین سایر متغیرهای مستقل و سودآوری بانک ها رابطه معناداری وجود دارد.

۳- روش تحقیق و جامعه آماری

این پژوهش از نظر هدف، از دسته کاربردی به شمار می رود و از نظر روش، پژوهش توصیفی مبتنی بر تحلیل رگرسیونی خطی چند متغیره است که در آن، از تحلیل داده های ترکیبی استفاده شده است. داده های مورد نیاز از لوح فشرده تدبیر پرداز و سایت کدال جمع آوری شده است. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از رگرسیون خطی در نرم افزار Eviews انجام شده است. برای رتبه‌گذاری عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی از تحلیل عاملی استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ می‌باشد و متشکل از شرکت‌هایی است که حائز معیارهای زیر باشند و باتوجه به این‌که با اعمال این معیارها، تعداد آن‌ها کم محدود خواهند بود، از نمونه‌گیری صرف‌نظر می‌شود:

۱) در طول دوره پژوهش، در بورس حضور داشته باشند.
۲) در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.
۳) جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و موسسات مالی نباشند.
۴) داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش، در طول دوره زمانی ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶، موجود باشند.
۵) دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر به‌صورت پانلی به‌کار برد.

با توجه به شرایط بالا تعداد ۱۱۹ شرکت در دوره زمانی تحقیق مورد بررسی قرار گرفته است.

۳-۱- فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری پژوهش و پیشینه آن، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین شده اند:

[1] Ararat et al.

[2] Suarez & Santana

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

❖ **فرضیه اصلی:** بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

- فرضیه فرعی اول: بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه تمرکز مالکیت، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی دوم: بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه‌های راهبری اندازه‌ی هیات مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی سوم: بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه استقلال هیات مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی چهارم: بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری تنوع هیات مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.
- فرضیه فرعی پنجم: بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری توازن قدرت، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ی معناداری وجود دارد.

۳-۲- مدل های پژوهش و نحوه اندازه گیری متغیرها

مدل رگرسیون فرضیه اصلی تحقیق به شرح زیر می باشد:

$$ROI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGR_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 BM_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 PROF_{i,t} + \beta_7 CF_{i,t} + \beta_8 TANG_{i,t} + \beta_9 COD_{i,t} + \beta_{10} RISK_{i,t} + \beta_{11} KZ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیون فرضیه اصلی و فرضیه‌های فرعی تحقیق به شرح زیر می باشند:

$$ROI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 MOW_{i,t} + \beta_2 BS_{i,t} + \beta_3 BIN_{i,t} + \beta_4 BVA_{i,t} + \beta_5 BPB_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 BM_{i,t} + \beta_8 BETA_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} PROF_{i,t} + \beta_{11} CF_{i,t} + \beta_{12} TANG_{i,t} + \beta_{13} COD_{i,t} + \beta_{14} RISK_{i,t} + \beta_{15} KZ_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته

$ROI_{i,t}$ = بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت شرکت i در سال t که برای محاسبه بازده سرمایه‌گذاری از نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها استفاده می‌گردد. بازدهی سرمایه-گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت برابر است با تفاضل بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت و متوسط بازدهی سرمایه‌گذاری شرکت‌های حاضر در صنعت.

متغیرهای مستقل

الف- $CGR_{i,t}$ = متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از متغیرهای زیر استفاده می‌گردد:

۱) تمرکز مالکیت که برابر است با درصد سهام تحت تملک مالکان بیش از پنج‌درصد سهام شرکت.

۲) اندازه هیئت مدیره که برابر است با تعداد اعضای هیئت مدیره.

۳) استقلال هیئت مدیره که برابر است با نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیر به تعداد اعضای هیئت مدیره.

۴) تنوع جنسیتی در هیئت مدیره که اگر هیئت مدیره شرکت دارای اعضای مرد و زن باشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این‌صورت برابر صفر خواهد بود.

۵) توازن قدرت در هیئت مدیره که اگر مدیرعامل عضو هیئت مدیره نباشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این‌صورت، برابر صفر خواهد بود.

۶) در راستای ترکیب عوامل متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی، از رویکرد تحلیل عاملی استفاده می‌شود.

ب- $MOW_{i,t}$ = تمرکز مالکیت شرکت i در سال t که برابر است با درصد سهام تحت تملک مالکان بیش از پنج‌درصد سهام شرکت.

ج- $BS_{i,t}$ = اندازه هیئت مدیره شرکت i در سال t که برابر است با تعداد اعضای هیئت مدیره.

د- $BIN_{i,t}$ = استقلال هیئت مدیره شرکت i در سال t که برابر است با نسبت تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیر به تعداد اعضای هیئت مدیره.

ه- $BVA_{i,t}$ = تنوع جنسیتی در هیئت مدیره شرکت i در سال t که اگر هیئت مدیره شرکت دارای اعضای مرد و زن باشد، این

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این‌صورت برابر صفر خواهد بود.

و- $BPB_{i,t}$ = توازن قدرت در هیئت مدیره شرکت i در سال t که اگر مدیرعامل عضو هیئت مدیره نباشد، این متغیر برابر یک قرار می‌گیرد و در غیر این‌صورت، برابر صفر خواهد بود.

متغیرهای کنترلی

- $SIZE_{i,t}$ = اندازه شرکت i در سال t که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.
- $BM_{i,t}$ = فرصت‌های رشد شرکت i در سال t که برابر است با نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.
- $BETA_{i,t}$ = ریسک سیستماتیک شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از ضریب بتا استفاده می‌گردد. ضریب بتا از بازده سهام شرکت‌های نمونه (R_i) و بازده پرتفوی بازار (R_m) استفاده می‌کند:

$$\beta = \frac{Cov(Ri, Rm)}{\partial^2 Rm}$$

- $LEV_{i,t}$ = سطح بدهی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها.
- $PROF_{i,t}$ = سودآوری شرکت i در سال t که برابر است با نسبت سودخالص به دارایی‌ها.
- $CF_{i,t}$ = جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت جریان نقد عملیاتی به دارایی‌ها.
- $TANG_{i,t}$ = عینی بودن دارایی‌های شرکت i در سال t که برابر است با نسبت دارایی‌های مشهود به کل دارایی-ها.
- $COD_{i,t}$ = هزینه بدهی شرکت i در سال t که برابر است با نسبت هزینه‌های مالی به کل بدهی‌ها.
- $RISK_{i,t}$ = ریسک شرکت i در سال t که برابر است با نسبت انحراف معیار جریان نقدعملیاتی شرکت طی سه سال گذشته به دارایی‌ها.
- $KZ_{i,t}$ = محدودیت تأمین مالی شرکت i در سال t که برای محاسبه آن از شاخص تعدیل‌شده کاپلان و زینگالس[1] (۱۹۹۷) استفاده می‌گردد. شاخص اندازه-گیری محدودیت تأمین مالی کاپلان و زینگالس (۱۹۹۷) را تهرانی و حصارزاده (۱۳۸۸) بومی‌سازی نموده‌اند که شیوه محاسبه آن از قرار زیر است:

- $KZ = 17.33 – 37.486\ C – 15.216\ DIV + 3.39\ Lev – 1.402\ MTB$

که در آن: C = نسبت موجودی نقد به دارایی‌ها؛ DIV = نسبت سودتقسیمی به دارایی‌ها؛ Lev = نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها؛ و MTB = نسبت حاصل‌جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به ارزش دفتری دارایی‌ها. پس از محاسبه مقادیر KZ برای هر شرکت-سال، مقادیر از کوچکترین به بزرگترین مرتب شده و سپس به پنج قسمت تقسیم می‌شوند که می‌توان شرکت-سال‌های حاضر در پنجک چهار و پنج را به‌عنوان شرکت-سال‌های دچار محدودیت مالی شناسایی نمود. حال شرکت–سال‌هایی که در پنجک‌های اول، دوم و سوم قرار گرفته‌اند، به‌عنوان شرکت‌های کمتر دچار محدودیت مالی شناسایی شده و برابر صفر قرار داده می‌شوند و در غیر این‌صورت برابر یک می‌باشند.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی و همبستگی متغیرها

به منظور کسب شناخت بیشتر درباره نمونه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده است. جدول ۱ نمایی کلی از آمار توصیفی متغیرها را نشان می دهد.

مقدار میانگین متغیر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت، ۰/۰۱۶ است و مقدار میانه متغیر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت، ۰/۰۰۴ است. یکی از مهمترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می‌باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت، ۰/۱۰۲ است. بیشترین مقدار متغیر بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت برابر با ۰/۴۷۶ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۳۳۷- است. چولگی و کشیدگی متغیر مذکور نیز به ترتیب برابر ۰/۵۴ و ۵/۳۹۴ است.

[1] Kaplan and Zingales

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت	۰/۰۱۶	۰/۰۰۴	۰/۴۷۶	-۰/۳۳۷	۰/۱۰۲	۰/۵۴	۵/۳۹۴
متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی	۰/۷۱۵	۰/۷۵۱	۰/۹۸۱	۰/۲۴۶	۰/۱۸۲	-۰/۷	۲/۷۸
تمرکز مالکیت	۵/۰۴۳	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۲۹۲	۶/۵۴۱	۴/۷۹۱
اندازه هیئت مدیره	۰/۶۳۳	۰/۶	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۳۴	-۰/۸۵	۳/۹۱۸
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۱	۵/۴۸۵	۳/۰۸۱
تنوع جنسیتی در هیئت مدیره	۰/۰۹۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۲۹۶	۲/۷۱۴	۸/۳۶۶
توازن قدرت در هیئت مدیره	۰/۹۲۲	۰/۸۴۵	۲/۰۸۸	۰/۱۹۵	۰/۳۹۳	۱/۶۸۳	۵/۹۱
اندازه شرکت	۱۴/۱۶۲	۱۴/۰۸۳	۱۹/۳۷۴	۱۱/۰۳۵	۱/۴۰۳	۰/۹۴۷	۵/۱۳۵
فرصت‌های رشد	۰/۷۰۲	۰/۵۴۶	۳/۹۴۹	۰/۰۵۵	۰/۵۷۲	۲/۴۲۷	۱۱/۱۵۹
ریسک سیستماتیک	۰/۳۹۶	۰/۲۱۶	۴/۷۴۴	-۳/۵۶۱	۱/۱۳۲	۰/۳۵۵	۵/۷۴۲
سطح بدهی	۰/۵۸۱	۰/۵۹	۰/۹۸۶	۰/۱۰۸	۰/۱۸۸	-۰/۱۶۷	۲/۳۷
سودآوری	۰/۰۸۶	۰/۰۷۱	۰/۵۵۳	-۰/۳۴۷	۰/۱۱۶	۰/۴۴۳	۵/۱۱۸
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۹۸	۰/۰۸۶	۰/۵۵۸	-۰/۴	۰/۱۱۶	۰/۳۲۲	۵/۳۸۷
عینی بودن دارایی‌ها	۰/۲۵۹	۰/۲۱	۰/۸۴۹	۰/۰۱۳	۰/۱۷۹	۰/۹۴۳	۳/۲۹۹
هزینه بدهی	۰/۰۶۳	۰/۰۵۶	۰/۲۴۳	$۱/۲*۱۰^{-۵}$	۰/۰۴۵	۰/۸۱۶	۳/۴۴۴
ریسک شرکت	۰/۰۶۱	۰/۰۴۹	۰/۲۸۴	۰/۰۰۱	۰/۰۴۷	۱/۵۴۹	۶/۱۰۳
محدودیت تأمین مالی	۰/۴	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹	۰/۴۰۸	۱/۱۶۶

۴-۲- بررسی پایایی متغیرها

پیش از تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، پایایی متغیرها باید بررسی شود، جدول شماره ۳ نتایج آزمون پایایی را نشان می دهد.

پایایی متغیرهای پژوهش به این معنا است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث بوجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. نتایج آزمون ایم، پسران و شین در جدول فوق نشان می‌دهد که تمام متغیرهای تحقیق پایا می باشند.

جدول ۳- آزمون ایم، پسران و شین برای بررسی پایایی متغیرها

متغیرها	آماره t	سطح معناداری
بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت	-۱۴/۵۳۱	۰/۰۰۰
متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی	-۱۲/۶۳۸	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-۱۲/۰۳۷	۰/۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	-۱۳/۴۷۸	۰/۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	-۱۰/۸۸۳	۰/۰۰۰
تنوع جنسیتی در هیئت مدیره	-۱۳/۶۲۹	۰/۰۰۰
توازن قدرت در هیئت مدیره	-۱۳/۵۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۸/۱۸۷	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	-۲۰/۶۰۷	۰/۰۰۰
ریسک سیستماتیک	-۲۲/۳۷۸	۰/۰۰۰
سطح بدهی	-۱۱/۵۶۹	۰/۰۰۰
سودآوری	-۱۴/۵۵۳	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	-۱۸/۳۰۶	۰/۰۰۰
عینی بودن دارایی‌ها	-۱۰/۵۹۱	۰/۰۰۰
هزینه بدهی	-۱۰/۶۹۹	۰/۰۰۰
ریسک شرکت	-۱۴/۱۲	۰/۰۰۰
محدودیت تأمین مالی	-۱۷/۳۲۸	۰/۰۰۰

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۴-۳- تحلیل‌عاملی شاخصه‌های رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی

پس از محاسبه شاخصه‌های گوناگون نظام راهبری شرکتی، با استفاده از رویکرد تحلیل عاملی، متغیر واحدی برای متغیر مولفه‌های رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی تعریف می‌گردد. در مورد علت استفاده از تحلیل عاملی نیز لازم به توضیح است که تحلیل عاملی، این توانایی را دارد که متغیرهای گوناگون را باتوجه به مقادیر آن‌ها به‌صورتی متوازن در کنار هم قرار داده و ترکیب نماید. به این ترتیب، مناسب‌ترین راهکار برای ترکیب چند متغیر و تشکیل یک متغیر جدید، تحلیل عاملی است. مشخصات تحلیل عاملی در جدول ۴ ارائه شده است.

لازم به توضیح است که مقدار KMO همواره بین صفر و یک در نوسان است و در صورتی که مقدار آن کمتر از ۰/۵ باشد، داده‌ها برای تحلیل عاملی مناسب نیستند که به این ترتیب، باتوجه به مقدار شاخص KMO که بالاتر از ۰/۵ است، عوامل شناسایی شده، برای تحلیل عاملی مناسب بوده‌اند. علاوه براین ازآنجا که سطح معناداری آزمون بارتلت کمتر از ۰/۰۵ است، تحلیل عاملی با موفقیت صورت گرفته است. ضرایب متغیرها نیز در جدول شماره ۴ مشهود است که به‌عنوان وزنی در محاسبه مقدار میانگین مورد استفاده قرار می‌گیرند.

جدول ۴. تحلیل عاملی شاخصه‌های رتبه‌گذاری مولفه‌های نظام راهبری شرکتی

سرفصل‌ها	ضریب (بار) عاملی
تمرکز مالکیت	۰/۲۲۲
اندازه هیئت مدیره	۰/۰۲۸
استقلال هیئت مدیره	۰/۸۴۸
تنوع جنسیتی در هیئت مدیره	۰/۰۲۶
توازن قدرت در هیئت مدیره	۰/۸۵۸
شاخص KMO	۰/۶۸۹
آماره آزمون Bartlett	۲۱۴/۱۰۱
سطح معناداری آزمون Bartlett	۰/۰۰۰

۴-۴-آزمون تعیین نوع داده ها

در راستای برآورد ضرایب مدل گزاره عمومی اول، از آزمون‌های چاو و هاسمن برای شناسایی روش مناسب تخمین مدل استفاده شده است.

مطابق آنچه در جدول شماره ۵ دیده می‌شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مورد استفاده برای فرضیه اصلی تحقیق با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد شده است.

مطابق آنچه در جدول شماره ۶ دیده می‌شود، روش اثرات ثابت بر دو روش دیگر دارای ارجحیت است و لذا مدل مورد استفاده برای فرضیه‌های فرعی تحقیق نیز با استفاده از روش اثرات ثابت، برآورد شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن فرضیه اصلی

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۱۴/۳۱۵	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۷۴/۵۱۵	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

جدول ۶. نتایج آزمون‌های چاو و هاسمن فرضیه‌های فرعی تحقیق

آزمون	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
چاو (اثرات ثابت در برابر تلفیقی)	۱۲/۸۴۵	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت
هاسمن (اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی)	۸۲/۲۵	۰/۰۰۰	استفاده از روش اثرات ثابت

۴-۵- آزمون فرضیه رگرسیون فرضیه اصلی تحقیق

با توجه به نتایج جدول شماره ۷، از آنجا که آماره t متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی و بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت برقرار است. به این ترتیب، فرضیه اصلی مبنی بر این‌که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، مورد تأیید قرار می‌گیرد.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول ۷. نتایج آزمون مدل فرضیه اصلی تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	۰/۸۸۹	۰/۰۷۱	۱۲/۳۹	۰/۰۰۰	-
متغیر رتبه‌گذاری‌شده عمومی مولفه‌های نظام راهبری شرکتی	۰/۰۲۴	۰/۰۰۷	۳/۳۹۳	۰/۰۰۰	۱/۰۹
اندازه شرکت	۰/۰۵۹	۰/۰۰۴	۱۲/۶۶۳	۰/۰۰۰	۱/۰۸۶
فرصت‌های رشد	۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	۲/۰۹۶	۰/۰۳۶	۱/۱۹۶
ریسک سیستماتیک	-۰/۰۷۳	۰/۰۱۸	-۳/۸۷۵	۰/۰۰۰	۱/۰۱۷
سطح بدهی	-۰/۰۱۹	۰/۰۰۳	-۵/۱۱۹	۰/۰۰۰	۱/۷۳۵
سودآوری	۰/۶۲۴	۰/۰۶۸	۹/۱۶۷	۰/۰۰۰	۱/۶۳۶
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۲۷	۰/۰۰۹	۲/۸۶۵	۰/۰۰۴	۱/۲۳۶
عینی بودن دارایی‌ها	۰/۰۱۵	۰/۰۰۵	۲/۹۷۵	۰/۰۰۳	۱/۱۶
هزینه بدهی	-۰/۱۵۸	۰/۰۵۳	-۲/۹۴	۰/۰۰۳	۱/۱۶۶
ریسک شرکت	-۰/۰۴۷	۰/۰۲۴	-۱/۹۵۸	۰/۰۵	۱/۰۵۶
محدودیت تأمین مالی	۰/۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۲/۱۷۴	۰/۰۳	۱/۵۴۳
آماره F		۲۱/۱۹۶	ضریب تعیین		۰/۶۳۹
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۲
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین- واتسون		۲/۰۹۶

متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، سودآوری، جریان نقد عملیاتی، عینی بودن دارایی‌ها و محدودیت تأمین مالی دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای ریسک سیستماتیک، سطح بدهی و هزینه بدهی، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین-واتسون مدل نیز ۲/۰۹۶ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره ۴-۶، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مورد استفاده حدود ۶۲درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این‌که مقدار عامل تورم واریانس (VIF) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکلی هم‌خطی در مدل تحقیق وجود ندارد.

۴-۶- آزمون فرضیه رگرسیون فرضیه‌های فرعی تحقیق

با توجه به نتایج جدول شماره ۸، از آنجا که آماره t متغیر تمرکز مالکیت بزرگتر از ۱/۹۶۵+ بوده و سطح معناداری آن کوچکتر از ۰/۰۵ است، ارتباطی معنادار و مستقیم بین تمرکز مالکیت و بازده سرمایه‌گذاری تعدیل‌شده بر حسب متوسط صنعت برقرار است. شرایط مشابهی برای متغیرهای اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و توازن قدرت در هیئت مدیره برقرار است. به این ترتیب، گزاره‌های اختصاصی گزاره عمومی اول مبنی بر این‌که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه تمرکز مالکیت، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه اندازه هیئت مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه استقلال هیئت مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری تنوع جنسیتی در هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد و بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت و مکانیزم رتبه‌گذاری توازن قدرت در هیئت مدیره، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد، مورد تأیید قرار می‌گیرند.

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

جدول ۸. نتایج آزمون مدل فرضیه‌های فرعی تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	VIF
مقدار ثابت	۰/۸۱۸	۰/۱۰۱	۸/۰۲۹	۰/۰۰۰	–
تمرکز مالکیت	۰/۰۷۱	۰/۰۱۳	۵/۴۱	۰/۰۰۰	۱/۱۹
اندازه هیئت مدیره	۰/۰۲۶	۰/۰۱	۲/۵۱	۰/۰۱۲	۱/۰۷۸
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۲۱	۰/۰۰۹	۲/۳۲۲	۰/۰۲	۱/۴۴۳
تنوع جنسیتی در هیئت مدیره	۰/۰۱۸	۰/۰۰۷	۲/۵۲۷	۰/۰۱۱	۱/۰۶۶
توازن قدرت در هیئت مدیره	۰/۰۱۹	۰/۰۰۸	۲/۳۹۹	۰/۰۱۶	۱/۴۰۸
اندازه شرکت	۰/۰۵۴	۰/۰۰۴	۱۰/۹۶۶	۰/۰۰۰	۱/۱۴۲
فرصت‌های رشد	۰/۰۰۷	۰/۰۰۲	۲/۸۸۶	۰/۰۰۴	۱/۲۱۲
ریسک سیستماتیک	-۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	-۲/۹۱۳	۰/۰۰۳	۱/۰۱۸
سطح بدهی	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۲	-۱/۹۹۳	۰/۰۴۶	۱/۸۸۸
سودآوری	۰/۸۸۹	۰/۰۷	۱۲/۶۴۲	۰/۰۰۰	۱/۷۰۵
جریان نقد عملیاتی	۰/۰۲۶	۰/۰۱	۲/۳۸۷	۰/۰۱۷	۱/۲۵۱
عینی بودن دارایی‌ها	۰/۰۲۷	۰/۰۱	۲/۶۳۲	۰/۰۰۸	۱/۱۹۶
هزینه بدهی	-۰/۱۶۲	۰/۰۵۳	-۳/۰۴	۰/۰۰۲	۱/۱۹۶
ریسک شرکت	-۰/۰۴	۰/۰۰۴	-۸/۶۵۶	۰/۰۰۰	۱/۰۶۳
محدودیت تأمین مالی	۰/۰۰۶	۰/۰۰۱	۳/۳۹۸	۰/۰۰۰	۱/۵۴۹
آماره F		۲۴/۹۹	ضریب تعیین		۰/۶۳۳
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۶۱۳
تصحیح وایت دیاگونال (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین- واتسون		۲/۰۸۶

گفتنی است متغیرهای اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، سودآوری، جریان نقد عملیاتی، عینی بودن دارایی‌ها و محدودیت تأمین مالی دارای رابطه مستقیم و معنادار با متغیر وابسته هستند و متغیرهای ریسک سیستماتیک، سطح بدهی، هزینه بدهی و ریسک شرکت، رابطه معکوس و معنادار با متغیر وابسته دارند. لازم به ذکر است آماره دوربین- واتسون مدل نیز ۲/۰۸۶ است که بین ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد. ضمناً سطح معناداری آماره F نیز ۰/۰۰۰ است که پایین‌تر از ۰/۰۵ بوده و نشان از معناداری مدل دارد. دیگر نکته قابل توجه در جدول شماره ۴-۸، ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل است. مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل مورد استفاده حدود ۶۱درصد می‌باشد که نشان می‌دهد حدود ۶۱درصد از تغییرات متغیر وابسته به‌وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. لازم به ذکر است که استفاده از تصحیح وایت دیاگونال، منجر به رفع اثرات ناهمسانی واریانس احتمالی گردیده است. ضمناً باتوجه به این‌که مقدار عامل تورم واریانس (VIF) برای تمامی متغیرها کمتر از عدد پنج است، مشکلی هم‌خطی در مدل تحقیق وجود ندارد.

۷- نتیجه گیری و پیشنهادها

نتایج بررسی‌های صورت گرفته نشان داد که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه تمرکز مالکیت، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. در این رابطه لازم به توضیح است که در این رابطه لازم به توضیح است که جنسن و مکلینگ (۱۹۷۶) استدلال نمودند به علت سهم بزرگ سهامداران عمده از شرکت، آنان به‌منظور بیشینه‌سازی ارزش سهام خود (و به‌طور مشابه به‌منظور کمینه‌سازی زیان‌های بالقوه ناشی از درماندگی مالی یا ورشکستگی)، انگیزه‌هایی برای نظارت بر فعالیت‌ها و تصمیم‌گیری‌های مدیران شرکت دارند (الی و سانگ، ۲۰۰۰). همچنین نتایج نشان داد که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه اندازه هیئت مدیره، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. در این رابطه لازم به توضیح است که اندازه هیئت مدیره به‌عنوان عنصری با اهمیت در ویژگی‌های هیئت مدیره مطرح است. تعداد بهینه اعضای هیئت مدیره باید به گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیئت مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). بین بازده سرمایه‌گذاری

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه استقلال هیئت مدیره، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. در این رابطه لازم به توضیح است که مدیران بیرونی، به‌واسطه افزایش تمرکز بر عملکرد مالی شرکت، ابزاری برای نظارت بر فعالیت‌های مدیریت فراهم می‌نمایند که منتج به کمینه‌سازی هزینه‌های نمایندگی می‌گردد. افزایش در نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، دارای ارتباطی مستقیم با مراقبت و نظارت هیئت مدیره است که به کاهش درجه عدم تقارن اطلاعاتی و در نهایت، افزایش کیفیت اطلاعات هیئت مدیره کمک می‌کند. بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه تنوع جنسیتی در هیئت مدیره، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. در این رابطه لازم به توضیح است که حضور زنان در شرکت‌ها و اتخاذ تصمیمات، حمایت‌های اجتماعی قابل توجهی را به خود جلب نموده است. دیلی و همکاران (۱۹۹۹) استناج نمودند که درصد حضور زنان مستقل در شرکت‌ها، افزایش قابل ملاحظه‌ای را در طی دهه‌های اخیر تجربه کرده است. بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه توازن قدرت در هیئت مدیره، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. در این رابطه لازم به توضیح است که حضور مدیرعامل در هیئت مدیره می‌تواند تا حدود زیادی موجب تضعیف نظارت هیئت مدیره بر فعالیت‌های وی گردد که به این ترتیب، عملکرد شرکت نیز با احتمال بالاتری با ناکارایی همراه می‌گردد. این نتیجه در انطباق با نتایج و استدلال‌های اسماعیل‌زاده مقری و همکاران (۱۳۸۹)، شیری و همکاران (۱۳۹۵) و کشیری و یزدانی (۱۳۹۲)، آرارات و همکاران (۲۰۱۶) و سوارز و سانتا (۲۰۱۴) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج به‌دست آمده در مطالعه حاضر مبنی بر این‌که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه تمرکز مالکیت، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد، به سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که درنظر داشته باشند حضور سرمایه‌گذاران عمده می‌تواند نشانی از کاهش هزینه‌های نمایندگی، افزایش نظارت بر مدیریت شرکت، افزایش کارایی عملیاتی شرکت، تقویت شاخص‌های عملکردی و نهایتاً افزایش رقم بازده سرمایه‌گذاری، ارزش افزوده اقتصادی و سود هرسهم شرکت باشد که البته این موضوع هم می‌تواند افزایش بازدهی سرمایه‌گذاری در سهام شرکت را موجب گردد که می‌تواند شامل عواقب مثبت برای سرمایه‌گذاران بالقوه در دوره‌های زمانی کوتاه‌مدت و بلندمدت نیز باشد. البته این نتیجه برای مدیران شرکت‌ها و مسئولان سازمان بورس و اوراق بهادار نیز مفید و قابل توجه و استفاده است. همچنین با توجه به نتایج به‌دست آمده در مطالعه حاضر مبنی بر این‌که بین بازده سرمایه‌گذاری تعدیل شده بر حسب متوسط صنعت با مکانیزم رتبه‌گذاری مولفه اندازه، استقلال، تنوع جنسیت و توازن قدرت هیئت مدیره، رابطه مستقیم و معنادار وجود دارد، به سرمایه-گذاران در شرکت‌های مذکور پیشنهاد می‌شود که به هنگام خرید و فروش و همچنین سرمایه‌گذاری در سهام، به ساختار و ترکیب هیات مدیره توجه جدی داشته باشند چراکه می‌تواند تأثیر قابل توجهی بر افزایش بازدهی و کاهش ریسک سرمایه-گذاری در سهام شرکت داشته باشد.

۱) در این مطالعه به بررسی ارتباط خطی متغیرهای تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و توازن قدرت در هیئت مدیره با بازده سرمایه- گذاری، ارزش افزوده اقتصادی و سود هرسهم تعدیل شده بر حسب متوسط پرداخته شد که می‌توان در مطالعات آتی با مرور و کنکاش بیشتر ادبیات و رویکردهای نوین اقتصادسنجی، روابط غیرخطی درجه دوم و سوم آن‌ها را نیز مورد توجه و بررسی قرار داد.

۲) به‌منظور کمی‌سازی نظام راهبری شرکتی در این مطالعه، از سازوکارهای تمرکز مالکیت، اندازه هیئت مدیره ، استقلال هیئت مدیره ، تنوع جنسیتی در هیئت مدیره و توازن قدرت در هیئت مدیره استفاده شد که می‌توان در مطالعات آتی از سایر سازوکارهای موجود مانند مالکیت نهادی، کمیته حسابرسی و حسابرسی داخلی استفاده و نتایج را مقایسه نمود.

منابع تحقیق

۱) حساس یگانه، یحیی، الهه معزز، خان حسینی، داوود و نیکونسبتی، محمد، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، دهمین همایش ملی حسابداری ایران، تهران، دانشگاه الزهرا

۲) حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی، (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران ، دوره ۴، شماره ۱۳، ۷۵-۱۰۰

۳) رحمانی، علی، مشایخ، شهناز و مهدیه پور، اعظم، (۱۳۹۰)، تاثیر نوع ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌ها، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۳، شماره نهم، صص ۱-۲۱

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

۴) رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتی، فرشاد، طالب نیا، قدرت و نبوی چاشمی، سید علی، (۱۳۹۱)، ارائه الگوی سنجش تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود سال پنجم، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، صص۷۹-۱۰۰

۵) شیری، اردشیر، اشراقی سامانی، رویا، محمدی، یادگار و جعفری نیا، غلامرضا، (۱۳۹۵)، بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سودآوری بانکها (مطالعه موردی: بانک های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران)، شماره ۳۱، ۵۵-۷۷

۶) کشیری، غلامرضا و یزدانی، محبوبه، (۱۳۹۲)، بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد بانک ها و موسسات مالی در بورس اوراق بهادار تهران، نخستین کنفرانس ملی توسعه مدیریت پولی و بانکی، تهران، دبیرخانه دائمی کنفرانس توسعه مدیریت پولی و بانکی

۷) موسوی، زهرا، مریدی پور، حمید و جاری، اعظم، (۱۳۸۹)، ارزیابی تأثیر سازوکار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۶، صص ۱۴۱-۱۵۵

۸) نمازی، محمد، حلاج، محمد و ابراهیمی، شهلا، (۱۳۸۸)، تاثیر مالکیت نهادی برعملکرد مالی گذشته و آتی شرکت های پذیرفته شده دربورس اوراق بهادارتهران ، بررسیهای حسابداری وحسابرسی،شماره ۱۶ ، ۱۱۳-۱۳۰

۹) نمازی، محمد، کرمانی، احسان، (۱۳۸۷)، تأثیرساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ، بررسی های حسابداری وحسابرسی،دوره ۱۵ ،شماره ۵۳ ، ۸۳ – ۱۰۰

10) Ararat, M; Bernard S. Black, B. Burcin Yurtoglu (2016). The Effect of Corporate Governance on Firm Value and Profitability: Time- Series Evidence from Turkey, Emerging Markets Review http://dx. doi. org/10. 1016/j. ememar. 2016. 10. 001

11) Bai, J. (2010). Comments on the independence of the governance structure of the board of directors in commercial banks against the backdrop of foreign, Journal of Beijing open University, 1, 33-38.

12) Erickson, J. , Park,Y. W. , Reising, J. and Shin, H. H. (2005). “Board composition and firm value under concentrated ownership: The Canadian evidence”. Pacific-Basin Finance Journal, 13: 387-410. 25.

13) Gompers, P., Ishii, J. and Metrick, A. (2003) . Corporate Governance and Equity Prices. Quarterly Journal of Economics, Vol. 118, pp. 107-155.

14) Sabur M,Omar F and Karim A,Sweden University ,(2009), Ownership Structure Board characteristics and financial performance :evidence frome the Bostwna" ,pp1-21.

15) Suarez, K. C. , and Santana , J,M. , (2015), Board composition and performance in Spanishnon-listed family firms: The influence of type ofdirectors and CEO duality.BRQ Business Research Quarterly, 18 (4), 213-229

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Archive of SID.ir

Accounting Knowledge & Management Auditing
Vol. 12/ No. 47/ Autumn 2023

Explaining the role of evaluating pattern of corporate governance rating system on adjusted return on investment: Evidence from the Tehran Stock Exchange

Danial Ahmadyar
Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran
Email: daniyalahmadyar@gmail.com

Sina Kheradyar
Department of Accounting, Rasht Branch, Islamic Azad University, Rasht, Iran. (Corresponding Author)
Email: sinakheradyar@gmail.com

Bahman Banimahd
Department of Accounting, Karaj Branch, Islamic Azad University, Karaj, Iran
Email: Dr.banimahd@gmail.com

Abstract

The corporate governance system seeks to ensure that opportunistic behavior does not occur by reducing agency problems and potentially asymmetric information between different agents and stakeholders. The potential impact of corporate governance on corporate performance and value in Iran is a matter of concern it has received much attention in recent years from various executive, regulatory, and research groups. In this regard, the present study explores the role of corporate governance rating system model on the modified return on investment. The statistical population of this study included all companies listed in Tehran Stock Exchange from 1392 to 1396 and the sample was selected through systematic elimination of statistical population. According to the specified conditions, 119 companies were selected as the statistical sample of this research. The results showed that there is a direct and significant relationship between investment return adjusted for industry average and the general ranking mechanism of the components of the corporate governance system. There is a direct and significant relationship between the components of corporate governance and the average return on investment in terms of industry average.

Keywords: Corporate governance rating system, Adjusted return on investment, Components of the corporate governance system.

Archive of SID.ir