

رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران

یحیی حساس یگانه*
عبدالله مولودی**

چکیده

در این تحقیق به رابطه درصد مالکیت سهام‌داران نهادی، تمرکز سهام‌داران نهادی، پاداش هیئت مدیره، مدیران غیرموظف، و تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره به عنوان سازوکار حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران به عنوان معیار اندازه‌گیری عملکرد پرداخته شده است. برای این منظور اطلاعات ۶۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ۱۳۸۷-۱۳۸۱ مورد استفاده قرار گرفت. جهت آزمون فرضیه‌ها، شرکت‌های نمونه به دو گروه تقسیم شدند: گروه اول، شرکت‌هایی که خلق ارزش داشته‌اند (میزان بازده واقعی سهام بیشتر از میزان بازده موردانتظار است) و گروه دوم، شرکت‌هایی که تخریب ارزش نموده‌اند (میزان بازده واقعی سهام کمتر از میزان بازده مورد انتظار است). نتایج آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روشهای آماری رگرسیون و مقایسه میانگین دو جامعه (t-test) نشان داد که:

* استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران (مسئول مکاتبات)
Email: yahya_yeganeh@yahoo.com

** کارشناس ارشد حسابداری دانشکده علوم اقتصادی، تهران، ایران

اولاً در شرکتهایی که خلق ارزش داشته‌اند، رابطه بین پاداش هیئت مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مستقیم و معنی دار است. دوم اینکه در شرکت‌هایی که تخریب ارزش نموده‌اند، رابطه بین میزان تمرکز سهام‌داران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مستقیم و معنی دار است. سوم اینکه در شرکتهایی که تخریب ارزش نموده‌اند، رابطه بین نسبت مدیران غیرموظف و پاداش هیئت مدیره با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران معکوس و معنی دار است. چهارم اینکه بین درصد مالکیت سهام‌داران نهادی و تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معناداری یافت نشد. واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران، سهام‌داران نهادی، تمرکز مالکیت، پاداش.

مقدمه

با فروپاشی شرکت‌هایی نظیر آدلفیا، انرون و ورلدکام در ایالات متحده و مارکنی در بریتانیا و رویال آهولد در هلند، جامعه مالی توجه بیشتری به حاکمیت شرکتی پیدا کردند. این رسوایی‌ها نیاز برای بهبود شیوه‌های عملی حاکمیت شرکتی و شفافیت حسابداری را آشکار نمود. در پی این رسوایی‌ها در امریکا کنگره قوانین جدیدی نظیر ساربینز آکسلی را وضع نمود و انجمن‌های جدیدی نظیر هیئت ناظر عام ایجاد شدند و کمیته‌های حسابرسی دارای اختیار بیشتری در سیستم‌های کنترل داخلی شدند [۱۲].

با افزایش رقابت جهانی، واحد‌های تجاری برای اینکه در عرصه رقابت باقی بمانند تلاش‌هایشان را به خلق ارزش برای سهامدار معطوف کرده‌اند. بر این اساس برای واحد‌های تجاری مهم است تا ارزشی را که برای سهام‌دارانشان ایجاد می‌کنند اندازه‌گیری نمایند. حفظ توالی ارزش ایجاد شده سال به سال، واحد‌های تجاری را قادر می‌کند تا تصمیمات گذشته را ارزیابی و تصمیماتی اتخاذ کنند که خلق ارزش برای سهامدار را بهبود خواهد بخشید^۱ [۲۰]. شرکتهای به دلایل زیادی به دنبال انتخاب

یک سیستم اندازه گیری ارزش سهامدار می باشند. نخست ارزش بهترین معیار اندازه گیری عملکرد است چون تنها معیار اندازه گیری است که جامع می باشد، و بنابراین برای تصمیم گیری مفید است. با افزایش ارزش سهامدار، شرکتها می توانند ارزش را برای سایر ذینفعان (مشتریان، کارکنان، دولت، و تامین کنندگان سرمایه) به حداکثر برسانند. دوم، سهامداران تنها ذینفعانی هستند که به طور همزمان ادعای همه کسانی را که به دنبال حداکثر کردن ثروتشان هستند، حداکثر می کنند. نهایتاً واحدهای تجاری که نمی توانند برای سهامدارانشان ارزش خلق نمایند، خواهند دید که جریان سرمایه‌ها، در مقایسه با رقابیی که برای سهامدارانشان ارزش خلق نموده‌اند، از آنها دور می شود [۲۰].

در شرکتهای بزرگ تفکیک مالکیت و مدیریت، مشکلات نمایندگی را ایجاد کرده است چون اهداف سرمایه گذاران و مدیران از هم جدا است. حال اگر یک سرمایه گذار تصمیم بگیرد که فعالیتش را در شرکت افزایش دهد با مشکل سواری مجانی مواجه خواهد شد، زیرا سایر سهامداران نیز از تلاشهای وی در جهت کنترل مدیریت منتفع می شوند. این هزینه کنترل باید تقبل شود و سرمایه گذار فعال از طریق افزایش سهامش در شرکت، خودش را در معرض تنوع سازی کمتری قرار می دهد. هلدرنس (۲۰۰۳) بیان می کند که دو عامل در ایجاد انگیزه کنترل نقش دارند:

(۱) - منافع مشترک حاصل از کنترل (۲) - نفع شخصی حاصل از کنترل. در حالی که منافع مشترک حاصل از کنترل، ارزش شرکت را افزایش می دهد، نفع شخصی موجب کاهش آن می شود و تاثیر معکوسی بر سهامداران جزء دارد. به علاوه تضادها و عدم توافقهای مالکان نهادی دارای نفوذ، ممکن است کارایی ائتلاف آنها را کاهش دهد که این تمرکز مالکیت می تواند به مزایای مدیریتی منفی منتج شود^۲ [۱۱]. تمرکز مالکیت به سه دلیل باید تاثیر مثبتی بر ارزش شرکت داشته باشد: نخست، سهامداران عمده از فعالیتهای یکجانبه بزرگ ترین سهام دار جلوگیری می کنند. چون این سهامداران انگیزه زیادی دارند تا کنترل شرکت را در دست

1. Holderness

2. Bedo, Zsolt and Acs, Barnabas

گیرند و بزرگ ترین سهامدار را محدود سازند. دوم، کارایی بازار برای کنترل شرکت افزایش می یابد چون این سهام داران عمده می توانند مبارزه ای را برای کنترل شرکت به راه اندازند و یا زمانی که مدیریت موجود عملکرد ضعیفی دارد به شروع یک نزاع برون سازمانی بر سر کنترل کمک کنند. سوم، سهام داران عمده انگیزه دارند تا مدیریت را مستقیماً کنترل کنند [۱۱].

یکی از موارد مهم حاکمیت شرکتی که در سالهای اخیر توجه زیادی به آن شده و اصلاح گردیده است، ساختار هیئت مدیره است. به یک هیئت مدیره به عنوان تیمی از افراد با مسئولیت رهبری و هدایت یک شرکت و با هدف اولیه محافظت از منافع سهام داران نگریده می شود. بنابراین، یک هیئت مدیره در تنظیم اهداف شرکت که همانا ارزش سهام داران در بلندمدت است، مسئول می باشد. همچنین هیئت مدیره در ارزیابی مناسب بودن شیوه ها و استراتژی هایی که مدیریت جهت رسیدن به اهداف شرکت مورد استفاده قرار می دهد، مسئول است. هیئت مدیره برای اینکه از بکارگیری موثر یک استراتژی اطمینان حاصل کند، عملکرد مدیریت را به دقت مورد بازنگری قرار می دهد و این کار را با هدف اعطای پاداش یا تنبیه مدیریت انجام می دهد. حاکمیت شرکتی به عنوان یک محرک عملکرد واحد تجاری و یک معیار حیاتی برای ارزشیابی واحد تجاری و تضمینی برای اعتبار گزارش های مالی و حسابداری تعبیر شده است. بنابراین حاکمیت شرکتی می تواند هم اطلاعات حسابداری و هم ارزش بازار را تحت تاثیر قرار دهد. در تحقیق های زیادی رابطه معیار های اقتصادی با خلق ارزش بررسی شده و نتایج متفاوتی حاصل شده است. به عنوان مثال فرناندز (۲۰۰۲) در تحقیقی که انجام داد به این نتیجه رسید که معیار های اقتصادی نظیر ارزش افزوده اقتصادی (EVA)، سود اقتصادی و ارزش افزوده نقدی توانایی اندازه گیری ارزش ایجاد شده برای سهام داران را ندارند [۱۴].

هدف از این تحقیق یافتن پاسخی علمی به این پرسش است که آیا بین حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهام داران رابطه معنی داری وجود دارد؟ با توجه به اینکه در ایران تحقیق هایی در مورد رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با مدیریت سود، ارزش شرکت و عملکرد شرکت صورت گرفته است، در تحقیق

حاضر قصد داریم مواردی بغیر از موارد مشروحه فوق، شامل رابطه برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی از جمله وجود مدیران غیر موظف، سرمایه گذاران نهادی، پاداش هیئت مدیره، تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره را با ارزش ایجاد شده برای سهام دارن مورد ارزیابی قرار دهیم.

مبانی نظری موضوع

حاکمیت ضعیف شرکت نظیر رسوایی‌های انرون و ورلد کام و سقوط شکفت انگیز بازارهای سهام در آغاز قرن حاضر منجر به تجدید نظر در بحث منسوخ موضوعات حاکمیت شرکت شده است: در این بحث که هدف وجودی شرکت چیست و منافع آن متعلق به چه کسی است [۱۷] دیدگاه نئوکلاسیک‌ها بیان می‌کند که هدف واحد تجاری حداکثر کردن ارزش سهامدار است. منطق حاکمیت شرکتی عموماً دیدگاه جایگزینی را پیشنهاد می‌دهد: کانون توجه حاکمیت ایجاد ارزش افزوده برای تعداد زیادی از ذینفعان سازمانی است. این منعکس کننده حرکتی است که به موجب آن شرکتها دارای مسئولیت اجتماعی بیشتری می‌شوند و بر مفهوم «شهروند شرکتی» تمرکز می‌کنند. تنش منطقی بین گفتمان سهامدار و ذینفع موضوع جدیدی نیست. این بحث بازتاب دو مفهوم متضاد حاکمیت است که از زمان نظام حاکمیتی مدرن شرکت در قرن نوزدهم شکل گرفته‌اند.

در دو تئوری که با سهامدار ارتباط دارند: مدل کارگمار - کارگزار (دیدگاه مالی)^۱، مدل نزدیک بینی بازار^۲. جنسن و مک‌لینگ^۳ (۱۹۷۶) مبانی تئوری نمایندگی را مطرح نمودند. آنها مدیران شرکت‌ها را به عنوان کارگزار (نماینده) و سهامداران را به عنوان کارگمار (مالک) تعریف کردند. مدل کارگمار - کارگزار با این فرض آغاز می‌شود که هدف اولیه شرکت، افزایش ثروت سهامداران است، لیکن در عمل همواره این گونه نیست. مدیران احتمالاً به افزایش منفعت شخصی خود تمایل دارند. مشکلات نمایندگی زمانی ایجاد می‌شود که نماینده در اهداف کارگزار سهیم

1. principal-agent or finance model
2. myopic market model
3. Jensen and Mechling

نمی‌شود. در حالی که این مدل شکست کنترل داخلی شرکت را می‌پذیرد ولی شکست ذاتی ساز و کارهای بازار را انکار می‌کند و تاکید می‌کند که بازارها موثرترین تعدیل‌کننده اختیار مدیریتی هستند. این «مدل بازار کارا» نامیده شده است [۱۷].

مدل بازار نزدیک بین (نگرش کوتاه مدت بازار) یک وجه مشترک با مدل کارگمار - کارگزار دارد و آن اینکه شرکت باید فقط در خدمت منافع سهام دار باشد. ولی مدل آنگلو - آمریکایی را مورد انتقاد قرار می‌دهد چون فشارهای بازار به خاطر «نزدیک بینی رقابتی»^۱ و به تبع آن مجذوبیت بازده‌های کوتاه مدت، قیمت سهم و سایر معیارهای سنجش عملکرد را تحریک می‌کنند. بر اساس مدل بازار نزدیک بین آنچه که در حاکمیت شرکتی اشتباه شده است، تمرکز مدیران بر کوتاه‌مدت به قیمت قربانی کردن ارزش بلندمدت و رقابت جویی شرکت، می‌باشد [۱۷].

دو تئوری اصلی در مورد حاکمیت ذی نفعان وجود دارد که عبارت‌اند از: مدل سوء استفاده از قدرت مدیریت و مدل ذی نفعان. حاکمیت شرکتی آنگلو - آمریکایی کنونی قدرت اجرایی را به دستهای مدیریتی واگذار می‌کند که ممکن است از آن برای رسیدن به منافع خودش با هزینه سهام دار و جامعه سوء استفاده نماید. طرفداران این دیدگاه بر این باورند که عوامل بازدارنده رایج رفتار مدیریت نظیر مدیران غیر اجرایی، فرایند حسابرسی، و تهدید قبضه مالکیت واقعاً برای جلوگیری از سوء استفاده مدیران شرکت ناکافی هستند.

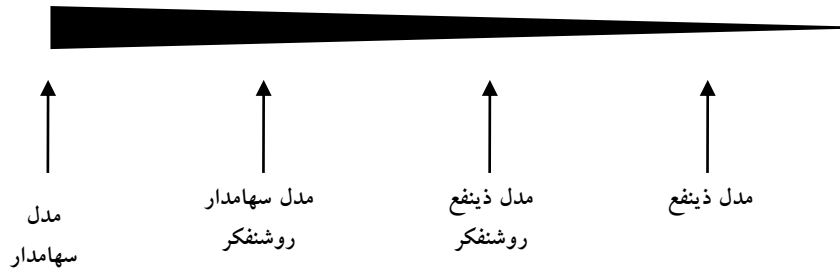
تئوری ذینفعان از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این تئوری در رشته مدیریت توسط فریمن (۱۹۸۴) ارائه گردید. وی تئوری عمومی شرکت را مطرح و پاسخ گویی شرکت به گروه گسترده‌ای از ذی نفعان را پیشنهاد داد [۴]. هدف حاکمیت شرکتی حداکثرسازی خلق ثروت شرکت است. یک ذینفع به این صورت تعریف می‌شود: «هر گروه یا فردی که می‌تواند تحت تاثیر دستیابی به اهداف شرکت واقع شود و یا اینکه بر آن تاثیر بگذارد» این به معنی تعمیم

1. Anglo-American model
2. competitive myopia

توجه به سهامدار به عنوان تنها گروهی که مدیریت باید به آن پاسخ گو باشد، است [۱۷].

دیدگاه‌های متناقض بحث شده فوق در تلاشند تا با روش‌هایی بیان کنند که مفهوم و هدف شرکت چیست؛ دلایل واقعی شکست حاکمیت شرکتی کدام است؛ راه‌حل‌های بهینه و موثر چیست. جابجایی اخیر از سهام‌دار محوری به ذی‌نفع محوری بعد از دهه ۹۰ نه تنها توسط محققین نشان داده شده است بلکه حمایت قانون‌گذاران و سیاست‌مداران نیز از منافع ذی‌نفعان مؤید این موضوع می‌باشد. از طرف دیگر حاکمیت شرکتی در کشورهایی مانند آلمان و ژاپن بعد از دهه ۹۰ به خاطر فشار جهان شمولی و رقابت جهانی و رکود اقتصادی ملی، کمی از دیدگاه ذی‌نفع محوری به سمت مدل مبتنی بر بازار تغییر یافت.^۱ استفان و جیمز [۲۰۰۸]. یک دیدگاه چندگانه^۲ را با توجه به فرآیند زنجیروار حاکمیت شرکتی ترسیم کرده‌اند که در دو سر آن دیدگاه سهامدار و ذی‌نفع می‌باشد. این دو بیانگر دو حد نهایی مقاصد، سازه‌ها و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی‌اند. از آنجا که واقعیت شرکت و محیط، فرایندی (دینامیک و در حال تغییر) هستند، پس چارچوب موثر حاکمیت شرکتی همواره بین این دو انتها در حال تغییر خواهد بود. این تغییر بستگی به شرایط محلی و سایر عوامل از پیش تعیین نشده می‌باشد. به عنوان مثال شاید بحران اجتماعی و قدرت، دو گلوگاه اصلی برای تغییرات باشند (به نمودار ۱ نگاه کنید). بنابراین به جای دو قطبی ساختن دیدگاه‌ها بین سهامدار محوری در مقابل ذی‌نفع محوری، مبانی نظری حاکمیت شرکتی باید بازتابی از فرآیند تغییر مکان^۳ و نوسان^۴ در زنجیره باشند. مدل‌های اخیر سهام‌دار روشنفکر^۵ و ذی‌نفع روشنفکر^۶ مثال‌های خوبی از این تعادل و نیز دیدگاه چندگانه در تدوین چارچوب نظری حاکمیت شرکتی می‌باشند [۱۷].

1. Schilling
2. Pluralistic view
3. Shifting
4. Swing
5. Enlightened Shareholder
6. Enlightened Stakeholder



نمودار ۱. زنجیره فرآیند حاکمیت شرکتی

مدل سهامدار روشنفکر توسط گروه رهبری قانون شرکت^۱ در بریتانیا به عنوان یکی از راه های اصلاح حاکمیت شرکتی ارائه شده است [۱۵]. مدل ذینفع روشنفکر که توسط میسائیل جنسن (۲۰۰۱) مطرح گردید مبتنی بر حداکثرسازی ارزش بلند مدت شرکت می باشد. هم در تئوری و هم در عمل ما می توانیم خط سیر و الگوی ناهنجار حاکمیت شرکتی را مشاهده کنیم که تمایل زیادی به این دو قطب زنجیره حاکمیت شرکتی ندارد، بلکه به یادگیری متقابل و تلفیق تمایل دارد. به علاوه از آنجا که فرآیند حاکمیت شرکتی نمی خواهد در هیچ مکان ثابتی در این زنجیره بایستد پس به طور مستمر در حال قضاوت و تعدیل است. از این جهت حاکمیت شرکتی واقعا یک هنر است و نه علم [۱۷].

پیشینه تحقیق

عبدالله [۹] رابطه بین عملکرد شرکت، ساختار هیئت مدیره و صاحبان سهام را با پاداش و حق الزحمه هیئت مدیره در شرکت های ورشکسته مالزی مورد بررسی قرار داد. وی برای تحقیق خود از ۸۶ شرکت ورشکسته و ۸۶ شرکت غیر ورشکسته برای سال مالی ۲۰۰۱ استفاده نمود. یافته ها نشان داد که: سودآوری با پاداش هیئت مدیره رابطه ای ندارد. استقلال هیئت مدیره و گسترش منافع مدیران غیراجرایی یک رابطه منفی با سطح پاداش هیئت مدیره دارد. رشد و اندازه شرکت به طور مثبت در

سطح پاداش مدیران تاثیر گذار است.

المیر و سبوی [۱۲] در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران به این نتیجه رسیدند که EVA پارامتر مناسبی نیست چون نمی تواند CSV را توضیح دهد. آنها با استفاده از تحلیل رگرسیون در یافتند که هم گرایی یا واگرایی EVA و CSV به طور گسترده ای از طریق معیارهای حاکمیت شرکتی (از جمله ویژگی های هیئت مدیره، حسابرسان، مالکیت سهام اعضای اجرایی، مالکیت نهادی و ترکیب (پاداش) توضیح داده می شود.

مکینتایر و همکاران [۱۸] نقش ماهیت روابط بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت را در شرکت های کانادایی مورد مطالعه قرار دادند. نتایج نشان داد که سطوح بالای تجربه، اندازه مناسب هیئت مدیره، دوره تصدی گری تیم مدیریت با عملکرد شرکت همبستگی دارند. همچنین نتایج نشان داد که حجم خاصی از تنوع دوره تصدی گری و سن مدیران در یک هیئت مدیره سودمند است، اما در شرکت هایی که هیئت مدیره متغیری دارند عملکرد شرکت رو به تضعیف خواهد بود. پیش بینی می شود هیئت های کوچک تر با عملکرد بهتر در ارتباط باشند، و نیز نسبت بالای مدیران غیراجرایی با عملکرد پایین تر در ارتباط باشند.

علی ابراهیمی کردلر [۲] در تحقیق خود به بررسی نقش سهامداران نهادی در کاهش عدم تقارن اطلاعات در بازار سرمایه پرداخت. یافته های این تحقیق نشان داد که در شرکت هایی که مالکیت نهادی آنها زیاد است، در مقایسه با شرکت هایی که مالکیت نهادی در آنها کم است، نسبت اطلاعات سودهای آتی به سودهای جاری که در بازده جاری سهام منعکس شده است، بیشتر می باشد. لذا تقارن اطلاعات در شرکت های با مالکیت نهادی زیاد بیشتر است.

نرگس برادران خسروشاهی [۳] اثر ساختار مالکیت از نظر میزان پراکندگی و تمرکز مالکیت بر عملکرد را مورد بررسی قرار داد. یافته ها نشان داد که ساختار مالکیت

۱. ارزش افزوده اقتصادی

۲. ارزش ایجاد شده برای سهامداران

متمرکز سهام اثر مثبتی بر عملکرد از نظر سنجه‌های ساختار سرمایه و بهره‌وری نیروی کار دارد. در مورد سایر سنجه‌های اندازه‌گیری عملکرد اثر معنی‌داری یافت نشد.

سید حسین خسروثزاد [۵] به رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، نسبت بدهی‌ها، اندازه شرکت با مدیریت سود پرداخت. بدین منظور معیارهای نسبت مدیران غیرموظف، کفایت مدیران غیرموظف، تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره، عضویت مدیرعامل در هیئت مدیره، تعداد اعضای هیئت مدیره، مالکیت سهام‌داران نهادی، وجود حسابرسان داخلی را به عنوان ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مورد مطالعه قرار دادند. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از روش‌های آماری ضریب همبستگی پیرسون و تی استودنت مورد آزمون قرار گرفتند و نتایج حاکی از رد تمامی فرضیه‌هاست در نتیجه رابطه معناداری بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مدیریت سود یافت نشد.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مطالعات انجام شده و سوال اصلی تحقیق که در قسمت بیان مسئله و اهمیت تحقیق ارائه شد، فرضیه‌های تحقیق به صورت زیر صورت بندی گردید:

۱. بین نسبت سهام سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۲. بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۳. بین پاداش هیئت مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۴. بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود دارد.
۵. بین تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معنی‌داری وجود دارد.

روش تحقیق

این تحقیق، با روش توصیفی و از نوع تحقیقات همبستگی و پس رویدادی می‌باشد. در تحقیق حاضر جهت آزمون فرضیه شماره ۵ به دلیل کیفی بودن داده‌های مربوط (در صورت تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره از متغیر مصنوعی صفر و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی یک استفاده شده است) از آزمون t-test استفاده شد. سایر فرضیه‌های تحقیق از طریق مدل رگرسیون مورد آزمون قرار گرفتند. همچنین از صفحه گسترده Excel برای دسته بندی و پردازش اولیه اطلاعات گردآوری شده استفاده شد. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از نرم افزار SPSS نسخه ۱۶ مورد آزمون قرار گرفتند

تعریف متغیرهای تحقیق

تعریف متغیرهای مستقل و وابسته این تحقیق به شرح زیر می باشد:

الف) متغیرهای مستقل

نسبت سهام سرمایه گذاران نهادی (BHOLD): در این تحقیق به اشخاص حقوقی و حقیقی که حداقل ۵٪ سهام عادی دیگر شرکت‌ها را در اختیار دارند سهام‌داران نهادی گفته می‌شود. نسبت سهام‌داران نهادی برابر است با درصد مالکیت سهام‌داران نهادی در پایان دوره.

تمرکز سرمایه گذاران نهادی (CONC): در این تحقیق تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از طریق شاخص هرفیندال هیرشمن به دست آمد. شاخص هرفیندال هیرشمن یک شاخص اقتصادی بوده که برای سنجش میزان انحصار در بازار استفاده می‌گردد. در این تحقیق برای سنجش تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی از رابطه زیر

$$Conc = \sum_{i=1}^n BHOLD^2$$

استفاده نموده‌ایم: منظور از پاداش هیئت مدیره پاداشی است که توسط مجمع

عمومی عادی سالیانه شرکت تعیین می‌شود. مدیران غیرموظف: مدیر غیرموظف عضو پاره وقت هیئت مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت باشد و نسبت مدیران غیرموظف ($OUTBOARD_{i,t}$) عبارتست از نسبت (درصد) تعداد مدیران غیراجرایی به کل تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت i در پایان سال t . تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره: منظور این است که مسئولیت انجام وظایف مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نباید به شخص واحدی داده شود. یکی بودن مدیرعامل و رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره ($DUAL_{i,t}$) یک متغیر دو حالتی^۱ است و به این صورت تعریف می‌شود که اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره نیز باشد عدد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

ب) متغیر وابسته:

ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران (CSV)^۲: برابر است با حاصل ضرب ارزش بازار سرمایه شرکت در ابتدای دوره و اختلاف بین میزان بازده واقعی سهام‌داران و نرخ بازده مورد انتظار [۱۴].

$$\text{Created shareholder value} = \text{Equity market value} \times (\text{Shareholder return} - K_e)$$

که در آن:

Equity market value: ارزش بازار سرمایه. برابر است با حاصل ضرب ارزش بازار هر سهم شرکت و تعداد سهام عادی در ابتدای دوره.

Shareholes return: بازده واقعی سهامدار. بازده سهام هریک از شرکتهای مورد مطالعه از اطلاعات سازمان بورس و اوراق بهادار قابل استخراج است.

K_e : میزان بازده مورد انتظار سهام‌داران.

به دلیل آنکه سرمایه شرکت‌های نمونه یکسان نیست و بر محاسبه ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران نیز تاثیر گذار است، لذا جهت کاهش تاثیر متغیرهای مزاحم،

1. DUMMY
2. Created

متغير وابسته تحقيق را از نظر تعداد سهام پايان دوره تعديل نموديم و بدین ترتيب در آزمون فرضيه‌ها ارزش ايجاد شده هر سهم^۱ به عنوان متغير وابسته در نظر گرفته شد. در این تحقيق جهت محاسبه میزان بازده موردانتظار از مدل ارزیابی حسابداری استفاده شد. در این مدل قیمت سهم به صورت تابعی از ارزش دفتری و ارزش فعلی سودهای غیر منتظره آتی تعریف می شود که میزان تنزیل مورد استفاده در این مدل

$$P_t = \sum_{i=1}^{\infty} (1+r)^{-i} \times E_t(d_{t+i})$$

همان هزینه سرمایه یعنی،

$$P_t = \text{قیمت بازار سهم شرکت}$$

$$E_t(d_{t+i}) = \text{سود تقسیمی مورد انتظار}$$

$$r = \text{نرخ هزینه سرمایه.}$$

نحوه محاسبه میزان بازده مورد انتظار سهامداران با استفاده از مدل EBO

برای محاسبه K_e (میزان بازده مورد انتظار سهامدار) مراحل زیر به ترتیب انجام شد:

(۱) DPS و EPS برای سال های ۱۳۸۷-۱۳۷۶ جمع آوری شد.

(۲) با توجه به اینکه در محاسبه K_e از DPS مورد انتظار استفاده می شود، باید DPS پیش بینی شده را بر مبنای DPS سالهای قبل محاسبه کنیم. چون مقدار DPS در مقایسه با EPS در شرکت های نمونه از نوسان بیشتری برخوردار بود از این رابطه

$$E(DPS) = \text{Geometric Mean Payout Ratio} \times E(EPS)$$

که در آن:

$$E(DPS) : \text{سود تقسیمی مورد انتظار هر سهم}$$

$$E(EPS) : \text{سود هر سهم مورد انتظار}$$

Geometric Mean Payout Ratio: میانگین هندسی نسبتهای سود تقسیمی هر سهم

به سود هر سهم در ۵ سال گذشته

(۳) برای محاسبه EPS پیش بینی شده از مدل $EPS_t = a + bEPS_{t-1}$ استفاده شد.

این مدل، یک فرایند اتورگرسیو^۲ است. مدل های اتورگرسیو همچنان که از

1. Created Per Share Value(CPSV)

2. Auto Regressive

اسمشان پیدا است رگرسیون روی خودشان می باشد [۷]. عناصر تصادفی در برخی از سریهای زمانی ممکن است آنقدر قوی باشند که هرگونه نظمی را در سری زمانی از بین ببرند. بنابراین هرگونه تفسیر و تحلیل ذهنی و بصری در خصوص نمودار سری زمانی با مشکل روبه‌رو می‌شود. در چنین شرایطی، نمودار واقعی سری زمانی بسیار ناهموار خواهد بود و ممکن است در عمل مجبور باشیم برای رسیدن به تصویر واضح از سری زمانی آن را «هموار» کنیم [۱]. در این تحقیق به منظور هموارسازی داده‌ها از مدل نمایی مضاعف^۱ استفاده کردیم. بدین ترتیب EPS سال‌های ۸۷-۸۱ با توجه به داده‌های پنج سال قبل که به روش نمایی مضاعف هموار شده بودند، پیش‌بینی شد. مثلاً برای سال ۸۱ از داده‌های سال‌های ۸۰-۷۶ و برای سال ۸۲ از داده‌های سال‌های ۸۱-۷۷ و به همین ترتیب برای سال‌های بعد استفاده شد. در مدل‌های هموارسازی نمایی یک نوع خاصی از میانگین‌گیری هستند، به هرکدام از مشاهدات وزن خاصی داده می‌شود، به این صورت که وزن مربوط به هموارسازی (عددی بین صفر و یک) هر چقدر به یک نزدیک باشد، به معنای این است که بیشترین وزن به جدیدترین مشاهده، وزن کمتر به مشاهده قبل از آن و الی آخر داده می‌شود. بالعکس هر چقدر وزن هموارسازی به صفر نزدیک باشد، بیشترین وزن به قدیمی‌ترین مشاهده و کمترین وزن به جدیدترین مشاهده سری زمانی داده می‌شود. در مدل نمایی مضاعف که بسیار شبیه تحلیل روند خطی است از دو متغیر α و β برای وزن‌دهی استفاده می‌شود [۱۶]. چهار معیار برای ارزیابی سیستم‌های پیش‌بینی، مورد استفاده قرار می‌گیرند که عبارتند از:

۱. میانگین انحرافات
۲. میانگین قدر مطلق انحرافات (MAD)^۲
۳. میانگین مربع خطا (MSE)^۳
۴. میانگین قدر مطلق درصد خطا (MAPE)^۴

1. Double Exponential Smoothing Model (DESM)
 2. Mean Absolute Deviation
 3. Mean Square Error
 4. Mean Absolute Percentage Error

از آنجا که این معیارها بر اساس انحرافات می‌باشند، انتظار بر این است که مقادیر آنها کوچک باشند. معروف‌ترین این معیارها MSE ، MAD می‌باشند که از بین این دو چون MSE وزن بیشتری به انحرافات می‌دهد (مجذور انحرافات را محاسبه می‌کند) معمولاً بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد [۸]. در تحقیق حاضر وزن مربوط به هموارسازی را طوری انتخاب کردیم که MSE که به صورت زیر تعریف می‌شود، کمینه باشد:

$$MSE = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (EPS_t - \hat{EPS}_t)^2}{n}}$$

EPS_t ، سود هر سهم پیش‌بینی شده سال t و \hat{EPS}_t نیز سود هر سهم واقعی سال t می‌باشد. پیدا کردن وزن‌های هموارسازی (α و β) بهینه یک نوع مدل برنامه‌ریزی می‌باشد که می‌توان از روش‌های تحقیق در عملیات برای یافتن مقادیر بهینه این وزن‌ها که MSE را کمینه کند، استفاده نمود. امروزه نرم‌افزارهای کاربردی مختلفی برای انواع مدل‌های تحقیق در عملیات وجود دارد. در این تحقیق از نرم‌افزار Solver که یکی از افزودنی‌های (add-ins) مربوط به Excel می‌باشد، استفاده شد. برای هر یک از سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ با توجه به داده‌های پنج سال قبل، میانگین هندسی نسبت پرداخت سود را محاسبه نموده و عدد حاصله را در EPS پیش‌بینی شده همان سال ضرب کردیم، بدین ترتیب DPS موردانتظار به دست آمد. پس از محاسبه DPS پیش‌بینی شده، K_e را با استفاده از مدل EBO محاسبه کردیم.

جامعه آماری و نمونه تحقیق

- جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های فعال حاضر در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۸۷ خواهد بود که دارای شرایط زیر می‌باشند:
۱. قبل از سال ۷۶ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد،
 ۲. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد،
 ۳. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه باشد،
 ۴. طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشد،

۵. شرکت زیانده نباشد،
 ۶. به منظور دستیابی به قیمت بازار قابل اتکا تعداد روزهای معاملاتی سهام شرکت حداقل ۱۰ روز در سال باشد،
 ۷. به منظور محاسبه سود تقسیمی مورد انتظار شرکت جهت محاسبه هزینه سرمایه در مدل EBO اطلاعات DPS و EPS شرکت برای سالهای ۱۳۸۷-۱۳۷۶ و نیز سایر اطلاعات مورد نیاز شرکت برای محاسبه سایر متغیرها موجود باشد.
- بدین ترتیب، نهایتاً ۶۳ شرکت به عنوان جامعه آماری تحقیق باقی ماندند و به دلیل محدود بودن تعداد اعضای جامعه، صد در صد جامعه به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

قلمرو تحقیق

قلمرو زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال مالی ۱۳۸۷ است و مکان انجام تحقیق بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

آزمون فرضیه اول

نتایج تحلیل های آماری فرضیه اول نشان می‌دهد که sig به دست آمده در تمامی دوره‌های بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد (یعنی احتمال اینکه نتایج مشاهده شده ناشی از شانسی و تصادف باشد بیشتر از ۵٪ است) پس مدل رگرسیون معنادار نمی‌باشد و در نتیجه معنادار بودن شاخص نیکویی برازش مدل رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵٪ تایید نمی‌گردد و فرض H_0 رد نمی‌شود. بنابراین بین درصد سهام سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران رابطه معناداری وجود ندارد. چون نمونه تحقیق هم شامل شرکت هایی است که ارزش خلق نموده‌اند و هم شامل شرکت هایی است که تخریب ارزش داشته‌اند، به همگن سازی اعضای نمونه تحقیق بر اساس متغیر CPSV اقدام و اعضای نمونه بر حسب علامت CPSV تقسیم بندی شدند. بدین ترتیب داده های تجمعی به دو گروه دارای $CPSV < 0$ (شرکت‌هایی

۱. حذف شرکت‌های زیانده به دو دلیل انجام گرفت: اول اینکه طبق قانون تجارت ایران به مدیران شرکت‌های زیانده پاداش تعلق نمی‌گیرد، و دوم اینکه جهت محاسبه بازده مورد انتظار EPS مورد نیاز بود.

که بازده واقعی سهامشان کمتر از بازده موردانتظار سهام‌دارانشان بوده است) و $CPSV > 0$ (شرکت‌هایی که بازده واقعی سهامشان بیشتر از بازده موردانتظار سهام‌دارانشان بوده است) تقسیم شدند. نتایج آزمون فرضیه اول در این دو گروه در جدول ۲ ارائه شده است. همچنان که در جدول ۱ ملاحظه می‌شود، در جایی که $CPSV < 0$ رابطه نسبت سهام‌داران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مستقیم و در جایی که $CPSV > 0$ این رابطه معکوس است ولی در هر دو گروه سطح معنی داری به دست آمده بیشتر از ۵٪ می‌باشد، در نتیجه فرض صفر پذیرفته شده و فرضیه تحقیق رد می‌شود.

جدول ۱. نتایج آزمون تکمیلی فرضیه اول از نظر علامت CPSV با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی

شرح	گروه	تعداد	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین شده	دوربین واتسن	آماره F	سطح معنی داری	ضریب	نتیجه
تجمعی	$CPSV < 0$	۲۷۱	۰،۰۰۰۴	۰،۰۰۰۰	۱،۴۷۸	۰،۹۶۴	۰،۳۲۷	۰،۰۰۶	پذیرش فرض صفر
	$CPSV > 0$	۱۷۰	۰،۰۰۰۳	(۰،۰۰۰۳)	۱،۸۹۵	۰،۴۵۲	۰،۵۰۲	(۰،۰۵۲)	پذیرش فرض صفر

نمونه تحقیق شامل شرکت‌های صنایع مختلفی است و بیش از ۸۲٪ سال - شرکت‌های نمونه متعلق به پنج صنعت مواد و محصولات شیمیایی، سایر محصولات کانی غیرفلزی، خودرو و ساخت قطعات، انواع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی، و فلزات اساسی می‌باشد. بنابراین جهت تحلیل بیشتر فرضیه اول را در این پنج صنعت مورد آزمون قرار دادیم که نتایج حاکی از رد فرضیه تحقیق در همه صنایع بود.

آزمون فرضیه دوم

نتایج تحلیل‌های آماری فرضیه دوم نشان می‌دهد، مثبت بودن ضریب CONC در سالهای ۸۲ و ۸۴ و ۸۵ و ۸۶ و ۸۷ و داده‌های تجمعی بیان‌گر رابطه مستقیم بین تمرکز سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران و منفی بودن این ضریب

در سال ۸۱ و ۸۳ بیان گر رابطه معکوس تمرکز سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام داران می باشد، ولی از آنجا که sig به دست آمده در تمامی دوره های بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، پس فرض H_0 رد نمی شود. بنابراین بین تمرکز سرمایه گذاران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام داران رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین در آزمون فرضیه دوم نیز داده های تجمعی به دو گروه دارای $CPSV < 0$ و $CPSV > 0$ تقسیم شدند. نتایج آزمون فرضیه دوم در این دو گروه در جدول ۲ ارائه شده است. در سال - شرکتهای با CPSV منفی، سطح معنی داری به دست آمده کمتر از ۵٪ است، در نتیجه فرضیه تحقیق تایید می شود و با توجه به ضریب ۰,۱۶۹ در این گروه رابطه بین تمرکز سهام داران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام داران مثبت و معنی دار است. به عبارت دیگر هرچه قدر تمرکز بیشتر باشد (پراکندگی سهام داران نهادی کمتر باشد)، ارزش از دست رفته برای سهام داران کمتر خواهد بود. در گروه دوم یعنی سال-شرکتهای با CPSV مثبت، سطح معنی داری به دست آمده ۰,۷۹۰ است، بنابراین در این گروه فرض صفر پذیرفته شده و فرضیه تحقیق رد می شود. آزمون فرضیه دوم در صنایع مختلف نیز انجام شد که نتایج حاکی از رد فرضیه تحقیق بود.

جدول ۲. نتایج آزمون تکمیلی فرضیه دوم از نظر علامت CPSV با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی

شرح	گروه	تعداد	ضریب تعیین شده	ضریب تعدیل شده	دوربین واتسن	آماره F	سطح معنی داری	ضریب	نتیجه
تجمعی	$CPSV < 0$	۲۷۱	۰,۰۲۹	۰,۰۲۵	۱,۵۰۹	۷,۹۴۹	۰,۰۰۵	۰,۱۶۹	رد فرض صفر
	$CPSV > 0$	۱۷۰	۰,۰۰۰	(۰,۰۰۶)	۱,۷۹۰	۰,۰۷۱	۰,۷۹۰	(۰,۰۲۱)	پذیرش فرض صفر

آزمون فرضیه سوم

نتایج تحلیل های آماری فرضیه فوق نشان می دهد، در داده های مقطعی ۸۱ و ۸۲ و ۸۳ و ۸۴ سطح معنی داری به دست آمده کمتر از سطح خطای ۵٪ می باشد. بنابراین فرض صفر رد شده و فرضیه تحقیق تایید می شود. مثبت بودن ضریب متغیر پاداش در مدل های رگرسیون داده های مقطعی ۸۱ و ۸۲ بیان گر رابطه مثبت معنی دار بین پاداش هیئت مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهام داران می باشد. منفی بودن ضریب متغیر پاداش در مدل های رگرسیون داده های مقطعی ۸۳ و ۸۴ بیان گر رابطه منفی معنی دار بین پاداش هیئت مدیره و ارزش ایجاد شده برای سهام داران می باشد. اما در سایر داده های مقطعی و نیز داده های تجمعی، سطح معناداری به دست آمده بیشتر از ۵٪ می باشد که بیانگر پذیرش فرض صفر و در نتیجه رد فرضیه تحقیق می باشد. چون نمونه تحقیق هم شامل شرکت هایی است که ارزش خلق نموده اند و هم شامل شرکت هایی است که تخریب ارزش داشته اند، به همگن سازی اعضای نمونه تحقیق بر اساس ملاک CPSV اقدام و اعضای نمونه برحسب علامت CPSV تقسیم بندی شدند. بدین ترتیب داده های تجمعی به دو گروه دارای $CPSV < 0$ و $CPSV > 0$ تقسیم شدند. نتایج آزمون فرضیه سوم در این دو گروه در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون تکمیلی فرضیه سوم از نظر علامت CPSV با استفاده از تجزیه و

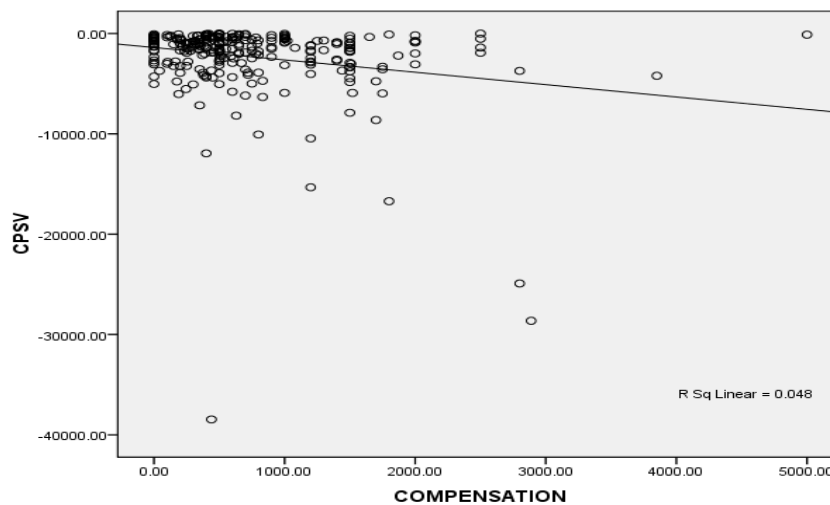
تحلیل رگرسیون خطی

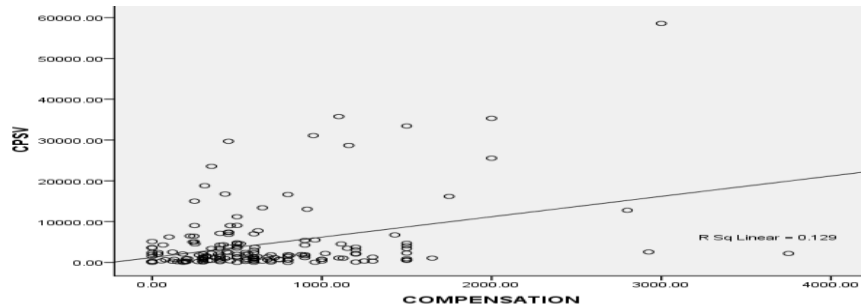
شرح	گروه	تعداد	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسن	آماره F	سطح معنی داری	ضریب	نتیجه
تجمعی	$CPSV < 0$	۲۷۱	۰،۰۴۸	۰،۰۴۴	۱،۴۸۹	۱۳،۴۷۹	۰،۰۰۰	(۰،۲۱۸)	رد فرض صفر
	$CPSV > 0$	۱۷۰	۰،۱۲۹	۰،۱۲۳	۱،۸۷۱	۲۴،۱۷۴	۰،۰۰۰	۰،۳۵۹	رد فرض صفر

باتوجه به کمتر از ۵٪ بودن سطح معناداری به دست آمده در هر دو گروه، فرض صفر رد شده و در نتیجه فرضیه تحقیق تایید می شود. در سال-شرکت هایی که

تخریب ارزش داشته اند ($CPSV < 0$)، رابطه بین پاداش و ارزش ایجاد شده برای سهامداران منفی و معنی دار است، به این معنی که در این گروه هرچه قدر پاداش بیشتر باشد، ارزش از دست رفته برای سهامداران نیز بیشتر است. از سوی دیگر، در سال - شرکتهایی که ارزش خلق نموده اند، رابطه بین پاداش و ارزش ایجاد شده برای سهامداران مثبت و معنی دار است، به این معنی که در این گروه هرچه قدر پاداش هیئت مدیره بیشتر باشد، ارزش ایجاد شده برای سهامداران نیز بیشتر است. همچنانکه در نمودارهای ۲ و ۳ قابل مشاهده است، رابطه بین ارزش ایجاد شده برای سهامداران و پاداش در سال - شرکتهای با $CPSV$ مثبت قوی تر از سال - شرکت های با $CPSV$ منفی است. فرضیه سوم نیز در صنایع مختلف مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاکی از رد فرضیه تحقیق در همه صنایع بود.

نمودار ۲. نمودار پراکنش سال - شرکتهای با $CPSV$ منفی برای فرضیه سوم





نمودار ۳. نمودار پراکنش سال - شرکتهای با CPSV مثبت برای فرضیه سوم

آزمون فرضیه چهارم

نتایج تحلیل های آماری فرضیه فوق به شرح جدول ۷ خلاصه شده است: نتایج آزمون فرضیه چهارم حاکی از آنست که sig به دست آمده تنها در داده های مقطعی سال ۸۴ کمتر از سطح خطای ۵٪ است، پس فرض H_0 رد می شود و فرضیه تحقیق تایید می شود. اما برای سایر داده ها، سطح معنی داری بیشتر از ۵٪ است و در نتیجه فرضیه تحقیق رد می شود. بنابراین رابطه معنی دار بین نسبت مدیران غیرموظف و ارزش ایجاد شده برای سهام داران تنها در سال ۸۴ تایید می شود. همچنین در آزمون فرضیه چهارم نیز داده های تجمعی به دو گروه دارای $CPSV < 0$ و $CPSV > 0$ تقسیم شدند.

جدول ۴. نتایج آزمون تکمیلی فرضیه چهارم از نظر علامت CPSV با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی

شرح	گروه	تعداد	ضرب تعیین	ضرب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسن	آماره F	سطح معنی داری	ضرب	نتیجه
تجمعی	$CPSV < 0$	۲۷۱	۰،۰۱۸	۰،۰۱۴	۱،۵۴۲	۴،۸۲۳	۰،۰۰۳	(۰،۱۳۳)	رد فرض صفر
	$CPSV > 0$	۱۷۰	۰،۰۰۳	(۰،۰۰۳)	۱،۶۹۵	۰،۴۲۸	۰،۵۱	۰،۰۰۵	پذیرش فرض صفر

همچنان که در جدول ۴ نشان داده شده است، در سال - شرکتهای با CPSV منفی، سطح معنی داری به دست آمده کمتر از ۵٪ است، در نتیجه فرضیه تحقیق تایید

می‌شود و با توجه به ضریب $0/133-$ در این گروه رابطه بین نسبت مدیران غیرموظف و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران منفی و معنی دار است. به عبارت دیگر هر قدر نسبت مدیران غیرموظف بیشتر باشد، ارزش از دست رفته برای سهام‌داران نیز بیشتر است. در گروه دوم یعنی سال - شرکتهای با CPSV مثبت، سطح معنی‌داری به دست آمده $0,51$ است، بنابراین در این گروه فرض صفر پذیرفته شده و فرضیه تحقیق رد می‌شود. فرضیه سوم در صنایع مختلف نیز مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاکی از رد فرضیه تحقیق در همه صنایع بود.

آزمون فرضیه پنجم

برای آزمون این فرضیه، ابتدا نمونه آماری به دو گروه زیر تقسیم شدند: گروه اول: شرکت‌هایی که در آنها مدیر عامل در سمت رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره فعالیت نمی‌کند. گروه دوم: شرکت‌هایی که در آنها مدیر عامل در سمت رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره فعالیت می‌کند.

سپس میانگین داده‌های مربوط به متغیر وابسته در هر دو گروه محاسبه گردیده است. این آزمون دو دامنه است و سطح اطمینان 95% می‌باشد. فرضیه H_0 در صورتی رد می‌شود که آماره t محاسبه شده از $1/96 \pm$ بیشتر باشد به عبارت دیگر سطح معناداری (sig.) کمتر از $0/05$ باشد. نتایج آزمون t -test در جدول ۵ آمده است. در نتایج آزمون t -test، ابتدا نتیجه آزمون Leven جهت بررسی تساوی و یا عدم تساوی واریانس دو گروه قابل مشاهده است. فرض تساوی واریانس‌ها زمانی پذیرفته می‌شود که سطح معناداری تساوی واریانس‌ها بیشتر از 5% باشد. با توجه به کمتر از 5% بودن سطح معناداری آزمون Leven فرض تساوی واریانس‌ها برای داده‌های ۸۱ و تجمعی رد می‌شود و در نتیجه سطح معناداری آزمون t برای این دوره‌ها به ترتیب $0,313$ و $0,260$ می‌باشد، بنابراین فرض صفر در این دوره‌ها تایید می‌شود و به عبارت دیگر فرضیه پنجم تحقیق طی این دوره‌ها رد می‌شود. همچنین، با توجه به بیشتر از 5% بودن سطح معناداری در آزمون Leven فرض تساوی

واریانس‌ها برای داده‌های ۸۲ و ۸۳ و ۸۴ و ۸۵ و ۸۶ و ۸۷ پذیرفته می‌شود و در نتیجه سطح معناداری آزمون t برای این دوره‌ها به ترتیب ۰,۳۱۵ و ۰,۹۵۰ و ۰,۷۶۴ و ۰,۴۱۶ و ۰,۷۵۸ و ۰,۹۴۶ می‌باشد. همچنان که ملاحظه می‌شود سطح معناداری آزمون t برای این دوره‌ها بیشتر از ۵٪ است و همچنین آماره t محاسبه شده از $1/96 \pm$ کمتر می‌باشد (در جدول ۵ اطلاعات غیرمرتبط با رنگ خاکستری مشخص شده‌اند) و در نتیجه فرض صفر پذیرفته شده و فرضیه پنجم تحقیق رد می‌شود.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه پنجم با استفاده از t -test

نتیجه	آزمون t برای تساوی میانگین‌ها				آزمون Leven برای تساوی واریانس‌ها		دوره
	با فرض عدم تساوی واریانس‌ها		با فرض تساوی واریانس‌ها		سطح معناداری تساوی واریانس‌ها	آماره F	
	سطح معنی داری	آماره t	سطح معنی داری	آماره t			
پذیرش فرض صفر	۰,۳۱۳	(۱,۰۷۰)	۰,۱۲۴	(۱,۰۶۰)	۰,۰۰۶	۸,۱۴۹	۱۳۸۱
پذیرش فرض صفر	۰,۵۴۰	(۰,۶۸۶)	۰,۳۱۵	(۱,۰۱۳)	۰,۱۶۸	۱,۹۴۹	۱۳۸۲
پذیرش فرض صفر	۰,۹۲۴	۰,۰۹۹	۰,۹۵۰	۰,۰۶۲	۰,۷۳۸	۰,۱۱۳	۱۳۸۳
پذیرش فرض صفر	۰,۶۵۸	۰,۴۵۹	۰,۷۶۴	۰,۳۰۲	۰,۷۱۵	۰,۱۳۴	۱۳۸۴
پذیرش فرض صفر	۰,۲۰۷	۱,۳۹۳	۰,۴۱۶	۰,۸۱۸	۰,۲۵۶	۱,۳۱۵	۱۳۸۵
پذیرش فرض صفر	۰,۶۵۷	(۰,۴۵۴)	۰,۷۵۸	(۰,۳۰۹)	۰,۴۵۳	۰,۵۷۲	۱۳۸۶
پذیرش فرض صفر	۰,۹۳۰	۰,۰۹۱	۰,۹۴۶	۰,۰۶۸	۰,۳۹۴	۰,۷۳۶	۱۳۸۷
پذیرش فرض صفر	۰,۲۶۰	(۱,۱۴۰)	۰,۱۴۶	(۱,۴۵۷)	۰,۰۳۴	۴,۵۰۳	۸۱-۸۷

با توجه به توضیحات فوق می‌توان به این نتیجه رسید که در نمونه مورد مطالعه بین ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران در شرکت‌های با نقش ترکیبی مدیریت و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران در شرکت‌های با نقش غیر ترکیبی مدیریت اختلاف معناداری وجود ندارد. فرضیه پنجم نیز در صنایع مختلف مورد آزمون قرار گرفت

که حاکی از رد فرضیه تحقیق در همه صنایع بود.

نتیجه گیری

خلاصه وضعیت تایید یا رد فرضیه‌ها در جدول ۶ آمده است. همچنان که ملاحظه می‌شود فرضیه‌های اول و دوم و پنجم در تمامی دوره‌ها رد شدند و فرضیه چهارم نیز تنها در سال ۸۴ تایید شد، اما فرضیه سوم در داده‌های مقطعی ۸۱ و ۸۲ و ۸۳ و ۸۴ تایید شد.

در آزمون‌های تکمیلی داده‌های تجمعی، آزمون فرضیه دوم برای دو گروه از سال - شرکتهای با CPSV منفی و سال - شرکت‌های با CPSV مثبت نشان داد که در گروه اول رابطه بین تمرکز سهام‌داران نهادی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مستقیم و معنی دار و در گروه دوم معکوس و غیر معنی دار است. همچنین در آزمونهای تکمیلی داده‌های تجمعی، آزمون فرضیه سوم برای دو گروه از سال - شرکت‌های با CPSV منفی و سال - شرکت‌های با CPSV مثبت نشان داد که در گروه اول رابطه بین پاداش و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران معکوس و معنی دار و در گروه دوم مستقیم و معنی دار است. نتایج آزمونهای تکمیلی فرضیه چهارم روی داده‌های تجمعی برای دو گروه از سال - شرکتهای با CPSV منفی و سال - شرکت‌های با CPSV مثبت حاکی از آن بود که در گروه اول رابطه بین نسبت مدیران غیرموظف و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران معکوس و معنی دار و در گروه دوم مستقیم و غیر معنی دار است.

جدول ۶. خلاصه وضعیت تایید یا رد فرضیه ها

فرضیه‌ها	روش آزمون	۸۱	۸۲	۸۳	۸۴	۸۵	۸۶	۸۷	۸۱-۸۷
فرضیه اول	رگرسیون خطی	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد
فرضیه دوم	رگرسیون خطی	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد
فرضیه سوم	رگرسیون خطی	تایید	تایید	تایید	تایید	رد	رد	رد	رد
فرضیه چهارم	رگرسیون خطی	رد	رد	رد	تایید	رد	رد	رد	رد
فرضیه پنجم	T-Test	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد	رد

با توجه به موارد فوق به نظر می‌رسد که شیوه‌های حاکمیت شرکتی موجود حافظ حقوق سهام‌داران شرکت نمی‌باشد و بازار نسبت به اطلاعات مربوط به حاکمیت شرکتی کارایی لازم را ندارد. عدم اطلاع سرمایه‌گذاران از مفاهیم حاکمیت شرکتی و مشکلات موجود در قانون تجارت می‌تواند یکی از علل عدم کارایی بازار سرمایه در این مورد باشد. افزون بر آن، سهام‌داران نهادی به اندازه کافی فعال نیستند و به جای توجه به منافع بلندمدت بر منافع کوتاه مدت تاکید دارند. به عبارت دیگر اعمال نفوذ توسط سرمایه‌گذاران نهادی از طریق معاملات سهام صورت می‌گیرد و نه از طریق نظارت بر مدیریت. همچنین مدیران غیرموظف حضوری صوری و بی‌اثر در هیئت مدیره دارند و با مسئولیت واقعی شان آشنایی ندارند و مدیریت اجرایی شرکت در تمامی امور برتر است.

محدودیت های تحقیق

از جمله محدودیت‌های این تحقیق می‌توان به موارد زیر اشاره نمود:

۱. نخستین محدودیت ویژگی خاص تحقیق نیمه تجربی است که در حوزه علوم اجتماعی متداول است. به بیان دیگر عدم امکان بی‌اثر کردن متغیرهای دیگری که کنترل آنها خارج از دسترس محقق است و امکان تاثیر گذاری آنها بر نتایج پژوهش منتفی نیست. متغیرهایی مانند شرایط سیاسی، وضعیت بازار سرمایه، عمر

شرکت‌ها، تحصیلات و تجربه مدیران شرکت‌ها، استقلال اعضای هیئت مدیره، ضعف در سیستم‌های کنترلی و غیره،
۲. نبود رویه همسان جهت افشای پاداش و ترکیب هیئت مدیره در گزارشات مالی شرکت‌ها.

پیشنهادهایی برای تحقیقات کاربردی

۱. آموزش مدیران و سهام‌داران می‌تواند به اجرای حاکمیت شرکتی مناسب کمک کند. سهام‌داران بایستی از مزایای وجود مدیران غیرموظف و مستقل در هیئت مدیره، وجود کمیته حسابرسی، سرمایه‌گذاران نهادی و غیره که از معیارهای حاکمیت شرکتی هستند، آگاه شوند.
۲. در قالب یک پیشنهاد اجرایی، ملزم کردن شرکت‌های پذیرفته شده در بورس به تهیه یک فرم جامع و واحد برای گزارشگری سالانه، که شامل تمام اطلاعات مالی، غیرمالی، پیش‌بینی‌های آتی و اطلاعات حاکمیتی و سایر اطلاعات موردنیاز تصمیمات بازار باشد، منجر به بالا رفتن شفافیت اطلاعاتی و سطح کیفی تحقیقات خواهد شد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

۱. اولین گام برای عملیاتی ساختن مقوله حاکمیت شرکتی، آشنا نمودن شرکت‌ها و سهام‌داران اصلی بازار با این مساله است. در این راستا انجام تحقیقی جهت بررسی میزان آشنایی سهام‌داران اصلی بازار با حاکمیت شرکتی، اثرات آن، مزایای آن و محدودیت‌های آن لازم خواهد بود.
۲. در تحقیقات آتی می‌توان متغیرهای دیگری همچون اندازه هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره، جنسیت هیئت مدیره، دوره تصدی هیئت مدیره، سن مدیران، تعداد جلسات کمیته حسابرسی، مالکیت مدیریتی، سهام دار بودن یا نبودن دولت، مخارج تحقیق و توسعه، و اندازه شرکت را به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفت و رابطه آنها را با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مورد مطالعه

قرار داد.

۳. در تحقیقات آتی می‌توان با استفاده از متغیرهایی نظیر ارزش افزوده اقتصادی و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مدلی برای ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران ارائه نمود.

۴. هزینه سرمایه حقیقتی است که تبدیل آن به واقعیت همواره با مشکل روبرو بوده است. در این تحقیق جهت محاسبه نرخ بازده موردانتظار سهام‌داران از مدل ارزیابی حسابداری استفاده شد، پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تاثیر به‌کارگیری روشهای مختلف برآورد هزینه سرمایه بر رابطه ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران و سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد مطالعه قرار گیرد.

منابع و مآخذ

۱. آذر، عادل و مؤمنی، منصور. "آمار و کاربرد آن در مدیریت". تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاهها (سمت)، چاپ سوم، جلد دوم (۱۳۷۹)
۲. ابراهیمی کردلر، علی. "تبیین رابطه ترکیب سهام‌داران با تقارن اطلاعات و سودمندی معیارهای حسابداری عملکرد"، رساله دکتری به راهنمایی دکتر نوروش، دانشگاه تهران (۱۳۸۴)
۳. برادران خسروشاهی، نرگس. "اثر ساختار مالکیت از نظر میزان پراکندگی و تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، پایان نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی دکتر مظلومی، دانشگاه علامه طباطبایی (۱۳۸۷)
۴. حساس یگانه، یحیی، "فلسفه حسابرسی"، انتشارات علمی و فرهنگی، چاپ دوم (۱۳۸۸).
۵. خسرو نژاد، سیدحسین. "رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، نسب بدهی‌ها، و اندازه شرکت با مدیریت سود"، پایان نامه کارشناسی ارشد به راهنمایی دکتر حساس یگانه، دانشگاه علامه طباطبایی (۱۳۸۸)
۶. قوانین و مقررات بازار سرمایه. ناشر: شرکت اطلاع رسانی بورس (۱۳۸۷)
۷. کرایر، جاناتان دی؛ "تجزیه و تحلیل سریهای زمانی"، ترجمه حسینعلی نیرومند، انتشارات دانشگاه فردوسی مشهد، چاپ سوم (۱۳۸۴)
۸. ویدا، ریچاردسون، وازسونی. "کاربرد اکسل در مهندسی صنایع و مدیریت عملیات" ترجمه ابوالفضل کاظمی و مهدی قمی. جهاد دانشگاهی، واحد صنعتی امیر کبیر، چاپ دوم ۱۳۸۷.
9. Abdullah S "Directors remuneration, firms performance and corporate governance in Malaysia among distressed companies" Corporate Governance VOL. 6 NO. 2, Available at: www.emeraldinsight.com, (2006)
10. Bai C, Liu Q, Lu J, Song F, Zhang J, "Corporate governance and market valuation in china" Journal of Comparative Economics 32. (2004)
11. Bedo, Zsolt and Acs, Barnabas. "The impact of ownership concentration, and identity on company performance in the US and in Central and Eastern Europe" Baltic Journal of Management Vol. 2 No. 2, (pp. 125-139) Available at: www.emeraldinsight.com(2007)
12. El Mir, Ali and Seboui, Soad.. "Corporate governance and the relationship between EVA and created shareholder value" . Corporate Governance VOL. 8 NO. 1(pp. 46-58) Available at: www.emeraldinsight.com(2008)

13. Fernandez." **A Definition of Shareholder Value Creation**" Available at: www.ssrn.com (2001)
14. Fernandez." **Three Residual Income Valuation methods and Discounted Cash Flow Valuation**". Available at: www.ssrn.com(2002)
15. Gamble, A. and Kelly, G., "**Shareholder value and the stakeholder debate in the UK**", Corporate Governance, Vol. 9(2001)
16. Groebner, Shannon, Fry, & Smith, "**Business Statistics: A Decision Making Approach**", Prentice-Hall Publishing Company, 5th Ed(2005)
17. Letza, S. and Kirkbride, J.. "**Corporate governance theorising: limits, critics and alternatives**". International Journal of Law and Management Vol. 50 No. 1(pp. 17-32) Available at: www.emeraldinsight.com(2008)
18. Mcintyre L., Murphy A. and Mitchell Paul " **The top team: examining board composition and firm performance**" Corporate Governance VOL. 7 NO. 5. Available at: www.emeraldinsight.com(2007)
19. Schilling, F., "**Corporate governance in Germany: the move to shareholder value**", Corporate Governance, Vol. 9(2001)
20. Viswanadham, N. and Luthera Poornima. "**Models for measuring and predicting shareholder value : A study of third party software service providers**" Available at: www.ssrn.com(2005)