

مطالعه ارتباط برخی جنبه‌های اصول راهبری شرکتی با ارزش افزوده سهامدار در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

حسن چناری بوکت^۱ و دکتر یداله نوری فرد^۲

تاریخ دریافت: ۹۲/۴/۲۲

تاریخ پذیرش: ۹۲/۸/۲۶

چکیده

سهامداران، مالک اصلی واحد تجاری هستند؛ و ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت، از مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها محسوب می‌شود. هدف این پژوهش، بررسی ارتباط برخی جنبه‌های اصول راهبری شرکتی با ارزش افزوده ایجادشده برای سهامداران است. در این پژوهش، ارزش افزوده ایجادشده برای سهامداران، براساس مدل جونگ (۲۰۱۱) محاسبه شده است. پژوهش از بعد هدف کاربردی و از جنبه روش‌شناسی از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای هدف پژوهش، اطلاعات ۵ ساله (۱۳۸۹-۱۳۸۵) هشتادویک شرکت بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌ها، از رگرسیون چندمتغیره با داده‌های ترکیبی و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از نرم‌افزار «ای‌ویوز هفت» استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار ارتباط مثبت و معنی‌داری وجود دارد ولی بین سایر جنبه‌های راهبری شرکتی (درصد سهامداران نهادی و دوگانگی پست رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل) ارتباط معنی‌داری وجود ندارد. علت ارتباط معنی‌دار، تمرکز مالکیت بر ارزش افزوده سهامدار، دخالت سهامداران عمده در بازار و روند قیمت‌گذاری سهام (که از ارزش بازار تأثیر می‌پذیرد) است.

کلیدواژه‌ها: ارزش افزوده سهامدار، اصول راهبری شرکتی، تمرکز مالکیت، سهامداران نهادی.

۱. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب (مسئول مکاتبات) و عضو باشگاه پژوهشگران جوان

دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب، ha_chenari@yahoo.com

۲. استادیار گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب، Dr_Y_Noorifard@yahoo.com

The Study of the Relationship between Some Aspect Corporate Governance and Shareholder Value Added in Tehran Stock Exchange

Hassan Chenari Bouket^{1} & Dr.Yadollah Noorifard²*

Abstract

Shareholders are the original owners of a business unit and due to high sensitivity of investors to the performance of companies; wealth is one of the most important objectives of the companies. The purpose of this research is to discover the relationships between some of the corporate governance aspects with shareholders value added. In this research, the researchers created shareholders value added measured using Gong (2011). The goal of this research is applied and the method of research methodology is correlational. This study statistic population is firms listed in Tehran Stock Exchange. Therefore, the data from 81 firms for a five-year period (1385-1389) were studied. The multivariate paneled regression model is used to test the given hypotheses. The software used to test hypotheses is E-views 7. The results show that there is positive significant relationship between ownership concentration and shareholder value added but the other aspects of corporate governance (percentage of institutional shareholders and chairmanship of the Board and CEO duality posts) there isn't any significant relationship with shareholder value added. Concentration of ownership of a significant correlation with shareholder value involvement of major stakeholders in the market and pricing trends affected the market value of the shares.

Keywords: shareholder value added, corporate governance, ownership concentration, institutional shareholders.

1*. Master of Science in Accounting, Department of Accounting, Islamic Azad University of South Tehran(Corresponding Author), ha_chenari@yahoo.com

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University - South Tehran Branch, Dr_Y_Noorifard@yahoo.com

۱. مقدمه

رسوایی‌های مالی اخیر در سطح جهان — از انرون و ورلدکام در امریکا تا پارلامات در اروپا — در نتیجه تضعیف اصول راهبری شرکتی و در پی نگرانی ارگان‌های بین‌المللی بزرگ و خواستار آنها مبنی بر بهبود و اصلاح سیستم نظارتی شرکت‌ها در رابطه با حاکمیت شرکتی، نیاز به به‌کارگیری سیستم‌های مناسب حاکمیت شرکتی را در قالب بنیادی‌ترین مسائل مطرح در بسیاری از کشورهای پیشرفته آشکار ساخت (خان‌چل، ۱، ۲۰۰۷). یکی از اهداف اصلی تشکیل شرکت‌ها، افزایش ثروت مالکان است؛ که ناگفته پیداست که این مهم، درگرو عملکرد آنها در بازار است. از این رو، مالکان شرکت‌ها درصدد دستیابی به راهکارهایی جهت بهبود عملکرد شرکت خود هستند. با تفکیک مالکیت شرکت‌ها از مدیریت آنها، سهامداران که معمولاً اطلاعات آنها در زمینه عملیات شرکت محدود است، توان مشاهده و دخالت مستقیم در عملیات شرکت را ندارند و صرفاً نتایج حاصل را دریافت می‌کنند و لذا درباره نحوه تصمیم‌گیری مدیران در شرکت و اقدامات آنها اطلاعات مبهمی دارند و با نااطمینانی مواجهند. برطبق نظریه نمایندگی، برای کاهش مشکلات و تضادهای نمایندگی باید سازوکارهای کنترلی مناسبی در شرکت ایجاد شود؛ بنابراین، در قالب راه‌حلی برای تقلیل تعارض‌ها و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری روابط نمایندگی، به حاکمیت شرکتی توجه می‌شود (اندرسون^۲ و موسلو^۳، ۲۰۱۰). طبق نظر بروکمن و همکاران^۴ (۲۰۱۰)، حاکمیت شرکتی فرایندهایی را برای هدایت فعالیت‌های شرکت به‌منظور ارزش‌آفرینی برای سهامداران دربر می‌گیرد و به‌منزله فلسفه سازوکاری در راستای پشتیبانی از ذی‌نفعان درون‌سازمانی و برون‌سازمانی شرکت است. هدف سیستم راهبری شرکتی، حصول اطمینان از عدم وقوع رفتارهای فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی

و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین نماینده (مدیر) و ذی‌نفعان مختلف (سهامداران، اعتباردهندگان، ...) تحقق می‌یابد (یعقوب‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۰). اکثر پژوهش‌های پژوهشگران بیانگر آن است که به‌کارگیری مناسب و اصولی مکانیزم‌های سیستم حاکمیت شرکتی باعث سودآوری بیشتر شرکت‌ها و در نتیجه ارزش‌آفرینی برای سهامداران می‌شود. هدف اصلی این پژوهش، بررسی این موضوع است که آیا بین برخی جنبه‌های اصول راهبری شرکتی با ارزش افزوده سهامدار ارتباطی وجود دارد؛ و آیا استقرار سیستم‌های مناسب حاکمیت شرکتی بر سودآوری شرکت‌ها و به تبع آن ارزش‌آفرینی سهامداران تاثیرگذار است یا نه.

۲. مبانی نظری پژوهش

حاکمیت شرکتی، مجموعه مکانیسم‌های هدایت و کنترلی درون‌سازمانی و برون‌سازمانی است که تعادل مناسب و معقولی میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت‌مدیره از سوی دیگر برقرار می‌کند؛ و با سیستم حاکمیت شرکتی، توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت‌ها — اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر اشخاص حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر می‌پذیرند و بر آن اثر می‌گذارند — مشخص می‌شود، همچنین قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرایندهای تصمیم‌گیری در شرکت — اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم‌های کنترلی — معین می‌شود. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی باعث می‌شود مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها کاهش یابد. کیفیت این مکانیسم‌ها امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکتی دیگر متفاوت است ولی فرض می‌شود که در کلیه مراحل ارزش‌آفرینی در شرکت وجود داشته است (پایوت^۵، ۲۰۰۷؛ احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹).

1. Khandel, I.
2. Anderson, M.
3. Muslu, V.

4. Brookman et al
5. Piot, Charles

۱-۲. ساختار هیئت مدیره (همسان یا دوگانه بودن سمت مدیرعامل و رئیس هیئت مدیره)

در نظریه نمایندگی، لازم است که مسئولیت‌ها در رده‌های ارشد شرکت به وضوح تفکیک و تعیین شده باشد تا از تعادل و توازن قدرت و دامنه اختیارات اعضای هیئت مدیره به طور نسبی اطمینان حاصل شود. در گزارش کادبری^۱ (۲۰۰۲) و هیگز^۲ (۲۰۰۳) توصیه شده است که بین اعضای هیئت مدیره تعادل و توازن قدرت وجود داشته باشد تا هیچ کس نتواند در فرایند تصمیم‌گیری کنترل نامحدود داشته باشد. به بیان دیگر، این امر به توزیع قدرت و اختیار تصمیم‌گیری از مدیران به اعضای هیئت مدیره منتهی می‌شود (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱). پژوهشگرانی مانند دی‌آونی^۳ (۱۹۹۲) و دیلی و دالتون^۴ (۱۹۹۴)، در پژوهش‌هایی، وجود ارتباط مثبت در تفکیک وظایف مدیران ارشد شرکت و به تبع آن عملکرد شرکت را تایید کرده‌اند؛ ولی یافته‌های پژوهش در عمل متقاعدکننده به نظر نمی‌رسد که شاهد تفکیک وظایف مدیرعامل و رئیس هیات مدیره باشیم (دیلی و دالتون، ۱۹۹۴).

۲-۲. ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت و راهبری شرکتی)

مسائل و مشکلات مربوط به نمایندگی (کارگزاری) و هزینه‌های ناشی از آن و نیز پراکندگی مالکیت بین سهامداران خرد را می‌توان از دلایل اصلی تفکیک مالکیت از مدیریت دانست. اعتقاد رویه (۱۹۹۰) این است که در شکل گسترش یافته مالکیت، سهامداران خرد عمدتاً تمایلی برای نظارت ندارند؛ زیرا هر سهامداری که به نظارت تمایل داشته باشد و بخواهد انجام دهد، باید هزینه‌های مرتبط با آن را بپردازد و دیگران نیز از این نظارت منتفع خواهند

شد (نیکومرام و بادآور نهندی، ۱۳۸۸). در پژوهش‌های تجربی، از رویکردهای گوناگونی برای اندازه‌گیری تمرکز مالکیت استفاده شده است؛ برای مثال، آستامی^۵ و تاوور^۶ (۲۰۰۶)، تمرکز مالکیت را مجموع سهام اشخاص حقیقی و حقوقی که بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند، تعریف می‌کنند.

۳-۲. سهامداران نهادی و ارزش آفرینی

سرمایه‌گذاران عمده، با استفاده از حق رأی، در تصمیم‌گیری‌ها و ساختار هیئت مدیره شرکت‌ها نفوذ می‌کنند و بنابراین می‌توانند یکی از منابع نظارت بر عملکرد مدیریت شرکت باشند (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). استیق لیتز^۷ برای اولین بار استدلال کرد که یکی از راه‌های کنترل و پیگیری منافع و افزایش آن توسط مدیریت، افزایش سهامداران نهادی است (برادران حسن‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱).

۳. پیشینه پژوهش

کاپولوس و لازاری^۸ (۲۰۰۷)، در پژوهشی، ارتباط ساختار مالکیت و سودآوری را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که ساختار مالکیت متمرکز ارتباطی مثبت و معنی‌دار با سودآوری شرکت دارد؛ هرچه پراکندگی مالکیت کمتر باشد، سودآوری شرکت بیشتر می‌شود. یافته‌های پژوهش تاسیا و گو^۹ (۲۰۰۷) در بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بیانگر آن است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است مشکلات حاصل از نمایندگی را کاهش دهد. آنها دریافتند که بین تفکیک وظایف مدیریت و مالکیت با افزایش ارزش شرکت، ارتباطی مثبت وجود دارد. آگاروال^{۱۰} (۲۰۰۸)، در پژوهشی، ارتباط نقدشوندگی سهام و مالکیت نهادی از رویکرد گزینش نادرست و کارایی را بررسی کرد و دریافت

1. Cadbury

2. Higs

3. D'Aveni

4. Daily and Dalton

5. Astami, Emta

6. Tower, Greg.

7. Stiglitz

8. Kapopoulos and Luazaretou

9. Tasia and Gu

10. Agarwal, P.

۴. روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و روش آن، توصیفی و همبستگی است؛ و از آنجا که اجرای پژوهش با داده‌های واقعی شرکت‌ها سروکار دارد، برای فراهم آوردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به متغیرهای پژوهش مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها، از منابع مختلفی مانند لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین و سایت اطلاع‌رسانی سازمان بورس اوراق بهادار به نشانی www.rdis.ir استفاده شده است. جامعه آماری این پژوهش، دربرگیرنده کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی پژوهش از ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ در نظر گرفته شده است. همچنین، در این پژوهش، نمونه‌ای به حجم ۸۱ شرکت براساس معیارهای زیر از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است:

الف — با توجه به دوره زمانی دسترسی به اطلاعات (۱۳۸۹-۱۳۸۵)، شرکت باید قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده و نام آن تا پایان سال ۱۳۸۹ از فهرست شرکت‌های یادشده حذف نشده باشد؛

ب — به منظور افزایش توان هم‌سنجی و همسان‌سازی شرایط شرکت‌های انتخابی، سال مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه هر سال منتهی شود؛

پ — به دلیل شفاف‌نبودن مرزبندی بین فعالیت‌های عملیاتی و تأمین مالی شرکت‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی و ...)، این شرکت‌ها از نمونه حذف شده‌اند؛

ت — شرکت‌هایی که اطلاعات آنها برای محاسبه متغیرهای اولیه صورت‌های مالی ناقص بوده‌اند، از نمونه حذف شده‌اند؛

که ارتباط بین آنها غیرخطی است: در سطوح مالکیت پایین‌تر، فرضیه انتخاب نادرست حاکم است؛ درحالی که با افزایش سطح مالکیت نهادی، نقدشوندگی افزایش می‌یابد. کیوتو^۱ (۲۰۰۹)، در مطالعه‌ای، ارتباط ساختار مالکیت و نقدشوندگی بازار را در کشورهای برزیل و شیلی بررسی کرد و نتیجه گرفت که دارندگان بلوک‌های بزرگ سهام موجب می‌شوند قابلیت دسترسی به سهام شناور در بازار و در نتیجه نقدشوندگی بازار کاهش یابد. مشایخ و ماه‌آورپور (۱۳۸۸)، در بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به این نتیجه رسیدند که بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی شرکت ارتباط معناداری وجود دارد، به گونه‌ای که با افزایش تمرکز مالکیت، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال می‌شود و عملکرد شرکت‌ها بهبود می‌یابد. یافته‌های پژوهش محمدی و همکاران (۱۳۸۸) در بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنی‌دار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها بوده است. برادران حسن‌زاده و همکاران (۱۳۹۱)، در طی پژوهشی، رابطه برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که از هشت مکانیزم حاکمیت شرکتی موردبررسی در این پژوهش، چهار مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه، و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجادشده برای سهامداران رابطه دارند؛ همچنین سه مکانیزم (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

ث — شرکت‌ها نباید توقف فعالیت و زیان عملیاتی داشته و دوره فعالیت خود را تغییر داده باشند. در این پژوهش، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و داده‌های مربوط برای رسیدن به اهداف موردنظر، از تکنیک رگرسیون چندمتغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ استفاده شده و محاسبات آن با استفاده از نرم‌افزار «ای‌ویوز هفت» انجام گرفته است.

فرضیه ۲: بین درصد سهامداران نهادی و ارزش افزوده سهامدار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه ۳: بین تصدی همزمان پست رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل و ارزش افزوده سهامدار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

۶. متغیرها و مدل‌های پژوهش

۵. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱: بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

۶-۱. متغیر وابسته

ارزش افزوده سهامدار، که عبارت است از مجموع تغییرات ارزش بازار سرمایه شرکت و سود نقدی پرداخت شده در طی دوره تصدی مدیر به سهامداران (جونگ، ۲۰۱۱):

سود نقدی پرداخت شده + (ارزش بازار سهام در ابتدای دوره - ارزش بازار سهام در انتهای دوره)

۶-۲. متغیرهای مستقل (برخی جنبه‌های

اصول راهبری شرکتی)

۶-۲-۱. تمرکز مالکیت: عبارت است از چگونگی

توزیع سهام بین سهامداران مختلف شرکت: هرچه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود (یعقوب‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۰). در این پژوهش، به پیروی از آستامی و توور (۲۰۰۶)، تمرکز مالکیت به این صورت تعریف شده است: مجموع سهام اشخاص حقیقی و حقوقی که بیش از ۱۰ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند؛ و این اطلاعات از طریق صورت‌های مالی منتشره قابل دسترسی است. همچنین از معیار دوم تمرکز مالکیت (یعنی شاخص هرفیندال - هیرشمن) استفاده شده است. این شاخص از مجموع مجذور درصد سهام متعلق به سهامداران شرکت‌ها به دست می‌آید، به موازات افزایش میزان تمرکز مالکیت افزایش پیدا می‌کند، و در شرایطی که کل سهام متعلق به یک نفر باشد، بیشترین ارزش را به خود اختصاص می‌دهد.

حاصل — که بین صفر تا یک است — هرچه به یک نزدیک باشد، بیانگر تمرکز است و در مقابل هرچه به صفر نزدیک باشد، نشان‌دهنده عدم تمرکز است (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷؛ یعقوب‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۰؛ عسگری شمیرانی، ۱۳۹۱) و از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$HHI = \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_i}{P} \times 100 \right)^2$$

۶-۲-۲. درصد سهامداران نهادی: منظور از

سهامداران نهادی، سهامداران حقوقی هستند که واسطه بین افراد و شرکت‌ها هستند و از طرف افراد به تهیه پرتفوی سهام اقدام می‌کنند. این متغیر با محاسبه درصد کل سهام در تملک سهامداران نهادی به کل سهام سرمایه اندازه‌گیری می‌شود (یعقوب‌نژاد و همکاران، ۱۳۹۰).

۳-۲-۶. تصدی همزمان دو پست رئیس

هیئت‌مدیره و مدیرعامل: براساس نظریه نمایندگی، برای استقلال هیئت‌مدیره، رئیس هیئت‌مدیره و بالاترین مقام اجرایی نباید شخص واحدی باشد. برای نشان دادن این متغیر از اعداد صفر و یک استفاده شده است (همان).

۳-۶. متغیرهای کنترل

۱-۳-۶. اندازه شرکت: در این پژوهش، منظور

از اندازه شرکت، اندازه فروش شرکت است؛ و برای این منظور، از لگاریتم طبیعی میزان فروش سالیانه استفاده شده است.

۲-۳-۶. ساختار سرمایه: از تقسیم مجموع بدهی

به مجموع حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید.

۳-۳-۶. فرصت‌های رشد: در این مطالعه، از

معیار کیوتوبین ساده استفاده شده است؛ که سازگار با پژوهش‌های پیشین، از رابطه نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت در انتهای دوره محاسبه می‌شود.

در این پژوهش، مدل رگرسیونی به شرح زیر ارائه و

آزمون می‌شود:

$$\text{Shareholder value added} = \beta_0 + \beta_1 \text{Owncon} + \beta_2 \text{Insown} + \beta_3 \text{CEO} \\ + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 \text{Capital structure} + \beta_6 \text{Tobin's Q} + \epsilon_i.t$$

که در آن: Capital structure: ساختار سرمایه شرکت i در

زمان t

Shareholder value added: ارزش افزوده سهامدار،

Tobin's Q: فرصت رشد شرکت i در زمان t

Owncon: تمرکز مالکیت شرکت i در زمان t

$\epsilon_i.t$: ضریب خطا که در هر دوره مستقل است.

Insown: درصد سهامداران نهادی شرکت i در

زمان t

۷. توصیف داده‌های پژوهش

در نگاره ۱، میانگین، انحراف معیار، واریانس، چولگی

مدیرعامل،

و کشیدگی (از جمله شاخص‌های مرکزی و پراکندگی) به صورت کلی محاسبه شده است.

Size: اندازه شرکت i در زمان t

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی
ارزش افزوده سهامدار	۴۰۵	۲۷۰۹/۹۶	۴/۸۵۶۳	۲/۳۵۸۷	۲/۶۶۱	۱۲/۴۸۴
تمرکز مالکیت (آستامی و توور)	۴۰۵	۰/۵۲۵۸	۰/۱۹۶	۰/۰۳۸	۰/۰۳۸	-۰/۶۳۶
تمرکز مالکیت (هرفیندال - میرشمن)	۴۰۵	۰/۳۱۴۶	۰/۲۱۲	۰/۰۴۵	۰/۷۲۸	-۰/۳۹۷
درصد سهامدار نهادی	۴۰۵	۰/۰۷۴۸	۰/۰۵۶	۰/۰۰۳	۱/۴۵۴	۶/۱۷۵
دوگانگی وظایف	۴۰۵	۰/۰۰۴۹	۰/۰۷۰	۰/۰۰۵	۱۴/۱۷۷	۱۹۹/۹۸
ساختار سرمایه	۴۰۵	۱/۷۳۰۱	۱/۵۶۰	۲/۴۳۵	۳/۲۵۱	۱۶/۵۴۳
اندازه شرکت	۴۰۵	۵/۵۷۹۳	۰/۵۷۳	۰/۳۲۸	۰/۴۶۰	۰/۶۲۸
فرصت‌های رشد	۴۰۵	۴/۱۹۴۴	۴/۱۰۷	۱۶/۸۶۸	۳/۹۶۶	۲۳/۶۰۵

انحراف معیار محاسبه شده در اکثر متغیرها نشانگر پراکندگی مناسب و منطقی متغیرها است. بررسی میزان چولگی و کشیدگی هر یک از متغیرها و مقایسه آن با توزیع نرمال نشان می دهد که کلیه متغیرهای پژوهش به صورت نرمال توزیع شده اند.

۸. آزمون پایایی متغیر وابسته

آزمون پایایی براساس آزمون ریشه واحد برای متغیر وابسته (ارزش افزوده سهامدار) در نگاره ۲ ارائه شده است.

نگاره ۲. یافته های حاصل از آزمون پایایی متغیر وابسته

متغیر	نوع آزمون	اماره t	سطح خطا	سطح معنی داری
ارزش افزوده سهامدار	ریشه واحد	-۳/۶۶۸۸۸۳		۰/۰۰۴۹
		-۳/۴۴۶۶۰۸	۱٪	
		-۲/۸۶۸۶۰۱	۵٪	
		-۲/۵۷۰۵۹۷	۱۰٪	

۹. آزمون صفربودن میانگین جمله خطا (پسماندها)

در این مرحله، پیش از ارائه نتایج حاصل از آزمون رگرسیون، از آنجا که پسماندها جهت اجرای آزمون خودهمبستگی اهمیت خاصی دارند؛ در اینجا آزمون صفربودن میانگین جمله خطا (پسماندها) ارائه می شود. فرض صفر و فرض مقابل در این آزمون به صورت زیر نوشته می شود:

H_0 : میانگین جمله خطا (پسماندها)، صفر است.

H_1 : میانگین جمله خطا (پسماندها)، صفر نیست.

نگاره ۳. نتایج حاصل از آزمون صفربودن میانگین جمله خطا (پسماندها)

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	اماره t	سطح معنی داری
پسماندها	۴۰۵	۱۲-۱/۶۹e	۴۷۲۳/۳۵۴	۱۵-۷/۱۸E	۱/۰۰۰

با توجه به نتایج حاصل از آزمون صفربودن میانگین جمله خطا (پسماندها)، آماره آزمون و سطح معنی داری مربوط، فرضیه صفر (صفربودن میانگین پسماندها) پذیرفته می شود.

۱۰. آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل ارائه‌شده در بالا و برای محاسبه متغیر تمرکز مالکیت از شاخص آستامی و توور و نیز شاخص هرفیندال - هیرشمن استفاده شده است.

نگاره ۴. یافته‌های حاصل از آزمون مدل فرضیه‌های پژوهش (تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص آستامی و توور)

متغیر وابسته: ارزش افزوده سهامدار				
روش آماری: پانل - حداقل مربعات (OLS)				
داده‌های هر مقطع: ۸۱				
تعداد کل مشاهدات: ۴۰۵				
$Shareholder\ value\ added = \beta_0 + \beta_1 Owncon + \beta_2 Insown + \beta_3 CEO + \beta_4 Size + \beta_5 Capital\ structure + \beta_6 Tobin's\ Q + \epsilon_i.t$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف از استاندارد	آماره t	سطح معنی‌داری
مقدار ثابت	-۵۳۶۸/۹۹۹	۲۶۷۴/۸۲۸	-۲/۰۰۷۲۳۱	۰/۰۴۵۴
تمرکز مالکیت	۴۶۵۲/۳۲۹	۱۲۶۸/۷۵۲	۳/۶۶۶۸۵۵	۰/۰۰۰۳
درصد سهامدار نهادی	۷۰۹۸/۶۷۵	۴۳۸۴/۸۹۷	۱/۶۱۸۸۹۲	۰/۱۰۶۳
دوگانگی وظایف	۱۶۹۰/۳۸۷	۳۵۵۷/۸۹۰	۰/۴۷۵۱۰۹	۰/۶۳۵۰
ساختار سرمایه	-۲۸۸/۴۱۰۲	۱۵۹/۸۶۲۹	-۱/۸۰۴۱۰۹	۰/۰۷۲۰
اندازه شرکت	۱۰۱۹/۰۳۵	۴۴۳/۷۵۷۳	۲/۲۹۶۳۸۰	۰/۰۲۲۲
فرصت‌های رشد	-۲۲/۱۳۸۸۶	۵۷/۹۷۳۶۳	-۰/۳۸۱۸۷۸	۰/۷۰۲۸
ضریب تبیین	۰/۰۵۴۰۲۹		میانگین متغیر وابسته	۲۷۰۹/۹۵۶
ضریب تبیین تعدیلی	۰/۰۳۹۷۶۸		معیار هانان - کوین	۱۹/۸۱۷۹۱
خطای استاندارد	۴۷۵۸/۸۳۴		معیار اطلاعات Akaike	۱۹/۷۹۰۵۲
مجموع مربع باقی‌ماندها	۹/۰۱E+۰۹		معیار شوارتز	۱۹/۸۵۹۷۲
لگاریتم احتمال	-۴۰۰۰/۵۸۱		آماره F	۳/۷۸۸۵۸۷
آماره دوربین - واتسون	۱/۶۳۳۹۰۸		سطح خطای احتمال	۰/۰۰۱۱۰۶

شاخص نیکویی برازش مدل پژوهش (F) معنی‌دار (۴) مشاهده می‌شود، سطح معنی‌داری برای متغیر به‌دست آمد؛ در نتیجه رگرسیون کلی معنی‌دار است، و با توجه به آماره دوربین - واتسون محاسبه‌شده، بین پسماندهای متوالی همبستگی وجود ندارد. ضریب تبیین تعدیل‌شده مدل پژوهش نشان داد که ۳/۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ارزش افزوده سهامدار) را می‌توان با متغیرهای مستقل و کنترل (تمرکز مالکیت، درصد سهامداران نهادی، دوگانگی وظایف، ساختار سرمایه، اندازه شرکت، و فرصت‌های رشد) توضیح داد. همان‌طور که در

نگاره ۴ مشاهده می‌شود، سطح معنی‌داری برای متغیر تمرکز مالکیت (شاخص آستامی و توور) از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین، وجود ارتباط مثبت و معنی‌دار بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار تأیید می‌شود.

نگاره ۵. یافته‌های حاصل از آزمون مدل فرضیه‌های پژوهش (تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال - هیرشمن)

متغیر وابسته: ارزش افزوده سهامدار				
روش آماری: پانل - حداقل مربعات (OLS)				
داده‌های هر مقطع: ۸۱				
تعداد کل مشاهدات: ۴۰۵				
$Shareholder\ value\ added = \beta_0 + \beta_1 Owncon + \beta_2 Inown + \beta_3 CEO + \beta_4 Size + \beta_5 Capital\ structure + \beta_6 Tobin's\ Q + \epsilon_i.t$				
متغیر	ضریب متغیر	انحراف از استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
مقدار ثابت	-۴۵۲۶/۷۰۶	۲۵۶۹/۰۶۶	-۱/۷۶۲۰۰۵	۰/۰۷۸۸
تمرکز مالکیت	۴۳۶۱/۸۳۰	۱۱۷۱/۷۲۷	۳/۷۲۲۵۶۳	۰/۰۰۰۲
درصد سهامدار نهادی	۷۵۱۱/۶۰۹	۴۳۸۹/۴۶۵	۱/۷۱۱۲۸۱	۰/۰۸۷۸
دوگانگی وظایف	۱۰۱۵/۱۹۳	۳۵۲۹/۴۵۶	-۰/۲۸۷۶۳۴	۰/۷۷۳۸
ساختار سرمایه	-۲۸۱/۳۰۰۹	۱۵۹/۸۴۴۵	-۱/۷۵۹۸۴۱	۰/۰۷۹۲
اندازه شرکت	۱۰۵۱/۹۸۰	۴۴۵/۲۶۷۷	۲/۳۶۲۵۷۸	۰/۰۱۸۶
فرصت‌های رشد	-۲۰/۲۸۰۲۵	۵۷/۹۲۲۸۳	-۰/۳۵۰۱۲۵	۰/۷۲۶۴
ضریب تبیین	۰/۰۵۴۹۷		میانگین متغیر وابسته	۳۷۰۹/۹۵۶
ضریب تبیین تعدیلی	۰/۰۴۰۷۲۷		معیار هانان - کوین	۱۹/۸۱۶۹۱
خطای استاندارد	۴۷۵۶/۴۴۵		معیار اطلاعات Akaike	۱۹/۷۸۹۵۲
مجموع مربع باقی‌مانده‌ها	۹/۰۰E+۰۹		معیار شوارتز	۱۹/۸۵۸۷۲
لگاریتم احتمال	-۴۰۰۰/۳۷۸		آماره F	۳/۸۵۸۷۴۵
آماره توربین - واتسون	۱/۶۴۷۹۵۵		سطح خطای احتمال	۰/۰۰۰۹۳۶

سهامداران ندارند.

۱۱. نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که روابط بین متغیرهای مستقل و ارزش افزوده سهامدار یکسان است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش بیانگر آن است که بین تمرکز مالکیت (با استفاده از دو شاخص آستامی و توور، و هرفیندال - هیرشمن) و ارزش افزوده سهامدار ارتباط مثبت و معنی داری وجود دارد؛ یعنی سهامداران عمده با دخالت در بازار و روند قیمت سهام، بر متغیر ارزش افزوده سهامدار - که متغیر متکی بر ارقام بازار است - تأثیرگذار هستند، به عبارت دیگر تمرکز مالکیت برای سهامداران ارزش‌آفرینی به دنبال دارد، به بیان روشن‌تر هرچه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال می‌شود، در نتیجه عملکرد شرکت‌ها بهبود و به تبع آن ثروت سهامداران افزایش می‌یابد.

نتیجه حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد که بین درصد سهامداران نهادی و ارزش‌آفرینی

شاخص نیکویی بر ارزش مدل پژوهش (F) معنی دار به دست آمد، در نتیجه رگرسیون کلی معنی دار است؛ و با توجه به آماره دوربین - واتسون محاسبه شده، بین پسماندهای متوالی همبستگی وجود ندارد. ضریب تبیین تعدیل‌شده مدل پژوهش نشان داد که ۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (ارزش افزوده سهامدار) را می‌توان با متغیرهای مستقل و کنترل (تمرکز مالکیت، درصد سهامداران نهادی، دوگانگی وظایف، ساختار سرمایه، اندازه شرکت، و فرصت‌های رشد) توضیح داد. همان‌طور که در نگاره ۵ مشاهده می‌شود، سطح معنی داری برای متغیر تمرکز مالکیت (شاخص هرفیندال - هیرشمن) از سطح خطای قابل قبول ۵ درصد کمتر است؛ بنابراین، وجود ارتباط مثبت و معنی دار بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده سهامدار تأیید می‌شود. از بین متغیرهای کنترلی هم فقط «اندازه شرکت» با ارزش افزوده سهامدار ارتباط مثبت و معنی داری دارد؛ با افزایش اندازه شرکت، ارزش ایجادشده و ثروت سهامداران افزایش می‌یابد. ولی متغیرهای ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، ارتباطی با ارزش افزوده ایجادشده برای

برخی متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت، و ساختار سرمایه بررسی شد؛

کتابنامه

احمدپور، احمد؛ کاشانی‌پور، محمد؛ شجاعی، محمدرضا. ۱۳۸۹. «بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۷، ش ۶۲، ص ۳۲-۱۷.

برادران حسن‌زاده، رسول؛ بادآور نهندی، یونس؛ حسین بابایی، قادر. ۱۳۹۱. «بررسی رابطه برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، ش ۲، ص ۱۶-۱.

حساس‌یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. ۱۳۸۷. «بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت»، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، ش ۵۲، ص ۱۲۲-۱۰۷.

عسگری شمیرانی، راحله. ۱۳۹۱. رابطه تمرکز مالکیت و عدم تقارن اطلاعاتی (پایان‌نامه کارشناسی ارشد)، دانشگاه آزاد اسلامی - واحد تهران جنوب.

محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن؛ مشکی، مهدی. ۱۳۸۸. «بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، دوفصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۱، ش ۲۸، ص ۸۸-۶۹.

مشایخ، شهناز و ماه‌آورپور، راضیه. ۱۳۸۸. «بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه مطالعات حسابداری، ش ۲۳، ص ۱۲۲-۱۰۷.

نیکومرام، هاشم و بادآور نهندی، یونس. ۱۳۸۸. «تبیین و ارائه الگویی برای تعیین و ارزیابی عوامل مؤثر بر انتخاب کیفیت گزارشگری مالی در ایران»، فصلنامه فراسوی مدیریت،

برای سهامداران ارتباط معناداری وجود ندارد. سیستم راهبری شرکت، فرایندی است که از طریق سازوکارهای مبتنی بر بازار، مبتنی بر قراردادهای قانونگذاری و قانونی تحت‌تأثیر قرار می‌گیرد تا ارزش باثباتی برای سهامداران ایجاد و درعین حال از منافع سایر ذی‌نفعان محافظت شود. این تعریف، بر پراکندگی ساختار مالکیت دلالت دارد؛ بنابراین، نقش سیستم راهبری شرکت، حفاظت از منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان درمقابل رفتار فرصت‌طلبانه مدیرانی است که کنترل منافع این گروه‌ها را در اختیار دارند. در پیشینه نظری پژوهش‌های مختلف، عمدتاً بر اهمیت تفکیک وظایف رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل در شرکت‌ها تأکید شده است. به دلیل تمرکز مالکیت عمده و اغلب دولتی در اکثر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تفکیک وظایف بین رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل، علت مؤثر بر ارزش‌آفرینی برای سهامداران نبوده است. نتیجه حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش، مؤید این مطلب است.

در حالت کلی می‌توان این را هم در نظر گرفت که استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی - که طیف وسیعی از سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی و در حالت کلی استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی و درون‌سازمانی را تشکیل می‌دهند - می‌توانند از نتایج حاصل از پژوهش بهره‌مند شوند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهاد می‌شود:

۱. درمورد اطلاعات مربوط به تمرکز مالکیت آشکارسازی بیشتری صورت گیرد تا استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی اطمینان کسب کنند که به اطلاعات کافی در این زمینه دست یافته‌اند؛

۲. در زمینه تأثیر سایر جنبه‌های حاکمیت شرکتی بر تمرکز مالکیت در بازه زمانی طولانی و در گروه‌های صنایع جداگانه در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شود؛

۳. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی، متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت نیز کنترل شود (در این پژوهش،

- Gong, J. J. 2011. "Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation", *Journal of Management Accounting Research* 23(1), 1-28.
- Kapopoulos, P. & Luazaretou, S. 2007. "Corporate Ownership Structure and Firm Performance: Evidence From Greek Firms", *Corporate Governance* 15(2), 144-158.
- Khanchel, I. 2007. "Corporate Governance: Measurement and Determinant Analysis", *Managerial Auditing Journal* 22(8), 425-447.
- Piot, Charles. 2007. *Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies*. Associate Professor - Montpellier Business School.
- Stiglitz, J. 1985. "Credit markets and the control of capital", *Journal of Money, Credit and Banking* 7, 133-152.
- Tasia, H. & Gu, Z. 2007. "The Relationship Between Institutional Ownership and Casino Firm Performance", *Hospitality Management* 26, 517-530.
- سال دوم، ش ۸، ص ۱۸۸-۱۴۱.
- یعقوب‌نژاد، احمد؛ رهنمای رودپشتی، فریدون؛ ذبیحی، علی. ۱۳۹۰. «بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال چهارم، ش ۱۳، ص ۱۷۳-۱۵۷.
- Agarwal, P. 2008. "Institutional Ownership and Stock Liquidity", *Working Paper*, <http://ssrn.com>
- Anderson, M. & Muslu, V. 2010. "What Do CEOs Realize from Option Pay?", *Working Paper*, The University of Texas at Dallas.
- Astami, Erita & Tower, Greg. 2006. "Accounting Policy Choice and Firm Characteristics in the Asia Pacific Region: An International Empirical Test of Costly Contracting Theory", *International Journal of Accounting* 41(2), 1-21.
- Brockman, P.; Martin, X.; Unlu, E. 2010. "Executive Compensation and the Maturity Structure of Corporate Debt", *Journal of Finance* 65(3), 1123-1161.
- Cueto, Diego C. 2009. "Market Liquidity and Ownership Structure with Weak Protection for Minority Shareholders: Evidence from Brazil and Chile", *Working Paper*, <http://ssrn.com>
- D'Aveni, R. A. 1992. Top managerial prestige and organizational bankruptcy. *Organization Science*. 1, 121-142.
- Daily, C. M. and Dalton, D. R. 1994. Corporate Governance and the bankrupt firm: an empirical assessment, *Strategic Management Journal*, 15 (6), 643-656.