

## بررسی تاثیر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی با تاکید بر رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش

سیدحسین سجادی\*، نیکو خوانساری\*\*، رامین قربانی\*\*\*

### چکیده

مدیریت مبتنی بر ارزش، شیوه مدیریت بنگاه با هدف ایجاد حداکثر ارزش بلندمدت و پایدار برای سهامداران است. سازوکار راهبری شرکتی نیز در راستای افزایش رضایت‌مندی و جلب اعتماد بازار سرمایه است. هدف این مقاله بررسی نقش سازوکار راهبری شرکتی بر شاخص‌های عملکرد مدیریت مبتنی بر ارزش در شرکت‌ها است. در این تحقیق، از متغیرهای مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و استقلال هیئت مدیره به عنوان اجزای راهبری شرکتی موثر بر عملکرد استفاده شده است. به همین منظور، داده‌های مربوط به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲ استخراج و از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد. نتایج تحقیق نشان داد سازوکار راهبری شرکتی به عنوان یک شاخص کلی تاثیر مثبت و معناداری بر ارزش آفرینی دارد. همچنین، تمرکز مالکیت به عنوان جزئی از راهبری شرکتی اثر مثبت و معناداری بر شاخص‌های عملکردی مدیریت مبتنی بر ارزش دارد و استقلال هیئت مدیره بر این ارتباط تاثیر معناداری ندارد. نتایج این تحقیق حاکی از اثر منفی و معنادار مالکیت نهادی بر شاخص‌های عملکردی مدیریت مبتنی بر ارزش است.

**واژه‌های کلیدی:** مدیریت مبتنی بر ارزش، عملکرد، راهبری شرکتی

## مقدمه

پس از دهه ۱۹۸۰ میلادی، جنبشی جهانی در حوزه گزارشگری مالی در بازار سرمایه روی داد که در نتیجه آن سرمایه‌گذاران خبره‌تر از گذشته شدند و تمایل یافتند تا جایی که ممکن است، از جزئیات بیشتری در مورد گزارش‌های مالی شرکت‌ها آگاهی یابند. در این شرایط اطلاعاتی مانند سود نقدی پرداخت شده نمی‌توانست سرمایه‌گذاران را راضی کند (فدائی‌نژاد و محمودزاده، ۱۳۹۰). در این میان ارزیابی عملکرد مدیران مساله مورد توجه سرمایه‌گذاران شد. معیارهای مورد استفاده برای ارزیابی و ارزش‌آفرینی شرکت باید با سازوکار بازار و آنچه در بازار به عنوان ارزش تلقی می‌شد، همخوانی داشته باشد. افزون بر این، بر اساس تئوری نمایندگی و جدایی مالکیت از مدیریت، وجود تضاد منافع بین سهام‌داران و مدیران باعث ایجاد عدم اطمینان در بازار می‌شود (جنسن<sup>۱</sup>، ۱۹۸۶). یکی از سازوکارهایی که می‌تواند نقش مهمی در کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا کند، نظام راهبری شرکتی قوی و کارآمد است (ثقفی و صفارزاده، ۱۳۹۰).

مدیران هدف اصلی و نهایی خود را ارزش‌آفرینی می‌دانند. برای دست یافتن به این هدف کلی، نیاز به عوامل متعددی وجود دارد. بکارگیری یک سیستم مناسب مدیریتی و ارزیابی عملکرد مانند مدیریت مبتنی بر ارزش می‌تواند نقش مهمی در رسیدن به این مهم ایفا کند (استنسیس و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ ماتندی میزرا<sup>۳</sup>، ۲۰۱۳).

مدیریت مبتنی بر ارزش، نوعی شیوه نوین اداره بنگاه است که به جای انعکاس ارقام سود بر روی کاغذ، بر خلق ارزش واقعی تمرکز و تاکید دارد. در چنین رویکردی، ارزش واقعی بنگاه زمانی به دست می‌آید که بازده کسب شده افزون بر جبران هزینه سرمایه‌گذاری، ریسک را نیز پوشش دهد (کریستفر و رایز<sup>۴</sup>، ۱۹۹۹). در این میان مساله مهم پیش روی سهامداران، بکارگیری سازوکار مناسب راهبری شرکتی است تا به کمک آن از سوء مدیریت و هدر رفتن منابع جلوگیری شود. بنابراین، نیاز است تا با سنجش میزان دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده، ارزش واقعی خلق شده توسط مدیران مشخص شود. به لحاظ نظری، سازوکارهای راهبری شرکتی به عنوان یک عامل حمایتی از سهامداران با محدود کردن رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود (فیک و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵).

با وجود اینکه تاکنون تحقیقات متعددی به بررسی تاثیر سازوکار راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها در قالب معیارهای سنتی پرداخته‌اند، اما پژوهشی در زمینه تاثیر سازوکار راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی شرکت‌ها در قالب معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش صورت نگرفته است. از این رو، این پژوهش برآن است با سنجش دقیق ارزش آفرینی به کمک معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش همچون، ارزش افزوده اقتصادی، تنزیل جریان‌های نقد، نرخ بازده سرمایه عملیاتی و هزینه سرمایه بکار گرفته شده ضمن ارزیابی دقیق عملکرد شرکت‌ها، به بررسی این مهم پردازد تا به وسیله آن، ضمن کمک به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در تصمیمات سرمایه‌گذاری و اعتباردهی، با توجه به نقش حیاتی راهبری شرکتی، تدوین‌کنندگان استاندارد و مقررات‌گذاران بورس اوراق بهادار را در فرآیند تدوین استانداردها و الزامات گزارشگری مالی و نظارتی یاری رساند.

## مبانی نظری

### مدیریت مبتنی بر ارزش

مدیریت مبتنی بر ارزش، رویکرد مدیریتی است که در آن محور توجه به حداکثر کردن ارزش برای سهامداران از طریق ایجاد فزونی بازده نسبت به هزینه سرمایه به کار گرفته شده است (آمیلز<sup>۶</sup>، ۲۰۰۲). از نظر کالر<sup>۷</sup> (۱۹۹۸). مدیریت مبتنی بر ارزش با شناسایی عوامل اصلی ارزش آفرینی و بکارگیری سیستم ارزیابی عملکرد کارآمد، شرکت را در مسیر ارزش آفرینی قرار می‌دهد.

چارچوب مدیریت مبتنی بر ارزش، اقدامات لازم را از برآورد دوباره اهداف، طرح‌های سازمانی و کنترل سازمانی به شناسایی عوامل ارزش مالی و غیرمالی شرکت و چرخه بازخورد عملکرد، گسترش می‌دهد (سکوناسینقا<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶). در مفاهیم پایه‌ای مدیریت مبتنی بر ارزش شاخص‌های کلیدی متعددی وجود دارد که بر اساس آن‌ها می‌توان ارزش ایجاد شده برای سهامداران را ارزیابی و پیش‌بینی کرد. بکارگیری سیستم ارزش افزوده نقدی و نیز ارزش افزوده اقتصادی از جمله معیارهای مهم مدیریت مبتنی بر ارزش هستند. در حقیقت ارزش، زمانی ایجاد خواهد شد که بازده کسب شده شرکت از هزینه سرمایه بیشتر باشد (استنسیس و همکاران، ۲۰۱۲؛ سکونا سینقا، ۲۰۰۷). این شاخص‌ها از لحاظ روش محاسباتی متفاوت هستند. ارزش افزوده نقدی بر مبنای رسیدگی به جریان‌های نقدی است در حالی که

ارزش افزوده اقتصادی بر مبنای اطلاعات حسابداری است. می‌توان گفت سیستم ارزیابی عملکرد در این رویکرد شامل دو دسته ابزار گذشته‌نگر و آینده‌نگر است. ابزارهایی مانند ارزش افزوده اقتصادی و بازده سرمایه بکار گرفته شده اطلاعاتی درباره عملکرد گذشته ارائه می‌دهند. کوتاه مدت بودن دوره سنجش و عدم توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی آینده در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی باعث می‌شود عملکرد شرکت‌هایی که وجه نقد زیادی در پروژه‌های بلندمدت سرمایه‌گذاری کرده‌اند منفی شود (چاندراشیل<sup>۹</sup>، ۲۰۰۹). از سوی دیگر، معیارهایی مانند بازده نقدی سرمایه بکار گرفته شده و تنزیل جریان نقد آتی اطلاعاتی درباره آینده شرکت در اختیار سهامداران و مدیران می‌گذارد. یکی از مهم‌ترین بخش‌های مدیریت مبتنی بر ارزش سیستم ارزیابی عملکرد است.

### راهبری شرکتی و ارزش آفرینی

تحقیقات زیادی بر تاثیر راهبری شرکتی بر بهبود عملکرد شرکت‌ها و ارزش ایجاد شده پرداخته است. وجود یک سیستم راهبری شرکتی قوی می‌تواند علاوه بر کاهش هزینه‌های نمایندگی، با ارسال پیام مثبت به بازار، منجر به افزایش ارزش شرکت و جذب سرمایه جدید شود. کومبس و وستن (۲۰۰۰) در آمریکا و انگلیس نشان دادند که سرمایه‌گذاران حاضرند در شرایط عملکرد یکسان، ۱۸٪ مبلغ بیش‌تری برای سهام شرکت‌هایی با سطح راهبری شرکتی بالاتر بپردازند. بارتن و ونگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۶) نیز دریافتند که این مبلغ در کشورهای در حال توسعه به ۲۰ تا ۴۰ درصد افزایش می‌یابد.

فرض اصلی در مدل راهبری شرکتی بر این مفهوم مبتنی است که به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیران و سرمایه‌گذاران نیاز به یک سازوکار حمایتی از سرمایه‌گذاران در برابر مدیران وجود دارد. این مساله به ویژه در کشورهایی که قانون حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف است، می‌تواند نقش مهم‌تری ایفا کند (استنسیس و همکاران، ۲۰۱۲). انتظار می‌رود در صورت وجود نظام مطلوب راهبری شرکتی، مدیران ناکارا، قبل از اینکه موجب زیان شرکت شوند، از کار برکنار می‌شوند. در شرکت‌های دارای سازوکار مطلوب راهبری شرکتی، به احتمال زیاد نظارت موثرتری بر مدیریت صورت می‌گیرد (ثقفی و صفرزاده، ۱۳۹۰).

راهبری شرکتی بر اساس معیارهای مختلفی مانند وجود تمرکز مالکیت، مالکیت

نهادی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیات مدیره، استقلال هیات مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیات مدیره سنجیده می‌شود. در این تحقیق به بررسی نقش مالکیت نهادی، استقلال هیات مدیره و تمرکز مالکیت بر ارزش آفرینی بر اساس شاخص‌های مدیریت مبتنی بر ارزش پرداخته شده است.

### مالکیت نهادی و ارزش آفرینی

یکی از سازوکارهای کنترل بیرونی موثر بر راهبری شرکتی، ظهور سرمایه‌گذاران حقوقی به عنوان مالکین سرمایه است. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران متبصری هستند که مزیت نسبی در گردآوری و پردازش اطلاعات دارند (خدادادی و همکاران، ۱۳۹۳). مالکان نهادی به دلیل ویژگی‌های ذاتی خود می‌توانند نفوذ بیشتری در شرکت داشته باشند و به دلیل صرفه جویی ناشی از مقیاس، عملکرد مدیریت را در جهت منافع سرمایه‌گذاران هدایت نمایند، به گونه‌ای که با حل مساله نزدیک‌بینی مدیریت، امکان سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های سودآور بلندمدت فراهم شود. لذا این وضعیت موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸؛ اولی و همکاران، ۱۳۹۳). همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی دریافته‌اند که فروش بخش عمده‌ای از سهام یک شرکت بدون کاهش قیمت آن میسر نخواهد بود. بنابراین، بسیاری از این سرمایه‌گذاران به جای فروش عمده سهام و تحمل زیان مرتبط با آن، در پی نظارت اثربخش بر مدیران شرکت‌ها و در نتیجه بهبود بازده سهامشان خواهند بود و به همین دلیل، سرمایه‌گذاران نهادی در بسیاری از موارد، با مشارکت فعال سعی در تاثیرگذاری در تصمیم‌های شرکت دارند (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸).

بنابراین، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نهادی به دلیل وقت، انگیزه، و تخصص لازم با کاهش هزینه نمایندگی، محتوای اطلاعاتی مناسبی در بازار داشته و باعث ارزش آفرینی شرکت‌ها شوند.

### تمرکز مالکیت و ارزش آفرینی

زمانی که مالکیت یک شرکت در دست سهامداران عمده است، سیستم کنترل متمرکز و زمانی که مالکیت توزیع شده باشد، سیستم کنترل نامتمرکز خواهد بود. به عقیده برخی

صاحب نظران، وجود سهامداران عمده در شرکت از یک سو زمینه‌ها و انگیزه‌های نظارت بر عملکرد مدیران را تقویت می‌کند و از سوی دیگر، به دلیل عدم انطباق منافع و اهداف سهامداران بزرگ با منافع و انتظارات سهامداران خرد، هزینه‌های کنترل و همسو کردن خواسته‌های سهامداران عمده با منافع سایر سهامداران، افزایش می‌یابد (اولی و همکاران، ۱۳۹۳). با این وجود، تمرکز ثروت سهامداران در یک شرکت موجب می‌شود که سهامداران بزرگ در یک موقعیت با ریسک بیشتر، سرمایه‌گذاری کنند زیرا، معمولاً آنان سبد سرمایه‌گذاری ندارند و تمامی سرمایه خود را در یک شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند (گراسمن و هارت<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰). به همین دلیل، اغلب سهامداران عمده به دلیل دید بلندمدت خود، بر مزایای ناشی از سرمایه‌گذاری در پروژه‌های سودآور تاکید می‌کنند و در نهایت آن را به صورت بازده نقدی بدست می‌آورند. برای رسیدن به این هدف، لازم است تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مدیریت، به شیوه‌ای مناسب توسط سهامداران عمده نظارت و کنترل شود تا در نهایت ارزش شرکت افزایش یابد.

### استقلال هیات مدیره و ارزش آفرینی

در نظام راهبری شرکتی تاکید زیادی بر تجدید ساختار به ویژه تاکید بر وجود اعضای غیرموظف در تیم هیئت مدیره شرکت‌ها شده است. یکی از مهمترین و اصلی‌ترین عوامل نظام راهبری شرکتی، استقلال اعضای هیئت مدیره است. مسئولیت هیئت مدیره، نظارت مستقل بر عملکرد مدیران اجرایی و الزام مدیران به پاسخگویی در قبال سهامداران و ذینفعان است. باور عمومی این است که هیئت مدیره مستقل نظارت موثرتری بر مدیران اجرایی اعمال می‌کند. هر چه تعداد مدیران مستقل عضو هیئت مدیره افزایش یابد، احتمال اشتباه و تحریف گزارش‌های مالی کاهش می‌یابد (ثقفی و صفارزاده، ۱۳۹۰؛ اولی و همکاران، ۱۳۹۳). بنابراین، انتظار می‌رود وجود هیئت مدیره مستقل به بهبود عملکرد مدیران منجر شود.

از سوی دیگر، اغلب مدیران غیرموظف در سایر شرکت‌ها نیز دارای سمت‌های اجرایی هستند و به همین دلیل، انگیزه زیادی برای کسب شهرت به عنوان متخصص در امر تصمیم‌گیری دارند. عدم همسویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان در جهت منافع شخصی خود با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت باعث افزایش

کارایی هیات مدیره و کاهش هزینه‌های نمایندگی خواهد شد (نوروش و همکاران، ۱۳۸۸). این افزایش کارایی باعث می‌شود تا تصمیم‌های هیئت مدیره بر اساس ارزش آفرینی باشد.

### پیشینه

بهگات و بلتن<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹) به بررسی تاثیر سازوکار راهبری شرکتی و عملکرد شرکت پرداختند. آن‌ها دوره بررسی خود را به دو دوره قبل و بعد از سال ۲۰۰۲ تقسیم کردند تا تاثیر بکارگیری مقررات ارتقای راهبری شرکتی که در سال ۲۰۰۲ منتشر شد را بررسی نمایند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد از بین سازوکار راهبری شرکتی، استقلال و مالکیت مدیریت تاثیر معناداری بر عملکرد دارند. به طوری که استقلال هیئت مدیره قبل از سال ۲۰۰۲ بر عملکرد تاثیر منفی معناداری دارد؛ اما بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد بعد از سال ۲۰۰۲ رابطه مثبت معناداری وجود دارد. مالکیت مدیریت نیز در هر دو دوره تاثیر معناداری بر عملکرد دارد.

لی<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۰) با بررسی تاثیر تمرکز مالکیت بر بازده سهام شرکت‌های کره جنوبی نشان داد تمرکز مالکیت باعث افزایش بازده سهام شرکت‌ها می‌شود. او در راستای نتایج بدست آمده ادعا کرد که تمرکز مالکیت از فاکتورهای تاثیرگذار در ارتقاء راهبری شرکتی است.

استسیس و همکاران (۲۰۱۲) به بررسی تاثیر ساز و کار راهبری شرکتی بر بکارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که تمرکز مالکیت بر عملکرد و بکارگیری مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر ندارد. اما استقلال هیئت مدیره بر عملکرد و بکارگیری موفق مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیرگذار است.

آپادی ای و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۴) نیز در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند استقلال هیات مدیره و اندازه هیات مدیره، باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود و در نتیجه عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد.

انام و موختار<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد بانک‌های پاکستان پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که بین راهبری شرکتی و عملکرد بانک‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فیک و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی تاثیر اندازه شرکت بر عملکرد با در نظر گرفتن سازوکار راهبری شرکتی پرداختند. در نهایت با توجه به نتایج تحقیق خود بیان کردند که افزون بر اندازه، راهبری شرکتی بر عملکرد و افشای داوطلبانه شرکت‌ها تاثیر مثبت و معناداری دارد.

مهدوی و میدری (۱۳۸۴) در تحقیق خود به بررسی تاثیر ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بورس تهران پرداختند. نتایج تحقیق آنان نشان داد تمرکز مالکیت اثر مثبت معناداری بر بازدهی دارد. همچنین، نتایج این تحقیق نشان داد کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت بالاتر، بیشتر است.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که هیچگونه رابطه معناداری بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد.

برادران حسن زاده و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی ارتباط برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده برای سهام داران و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. در این پژوهش ارزش افزوده سهام‌داران بر اساس مدل فرناندز و ارزش افزوده اقتصادی بر اساس مدل استوارت سنجیده شد. جامعه آماری ۶۹ شرکت بین سال‌های ۸۵ تا ۸۹ بوده است. در میان سازوکارهای مورد بررسی چهار سازوکار مالکیت دولت، سهام داران نهادی، ساختار سرمایه و سهام شناور با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران و سازوکارهای مالکیت دولت، سهام‌داران نهادی، و سهام شناور با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط دارد.

اولی و همکاران (۱۳۹۳) به تحلیل رابطه راهبری شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی است که بین پنج عنصر راهبری شرکتی (درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت سهام‌داران عمده، درصد مالکیت سهام داران کنترلی، تفکیک نقش مدیر عامل از رئیس هیات مدیره و درصد اعضای غیر موظف هیات مدیره) تنها متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی تاثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد. افزون بر این، رابطه علیت این متغیر با ارزش افزوده اقتصادی نیز بر اساس آزمون علیت گرنجری تایید شد.



### فرضیه‌ها

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های تحقیق بصورت زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه اول: مالکیت نهادی با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

فرضیه سوم: استقلال هیئت مدیره با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

فرضیه چهارم: سازوکار راهبری شرکتی با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

### روش شناسی

با توجه به اینکه نتایج بدست آمده از تحقیق به حل یک مشکل یا موضوع خاص می‌پردازد، از لحاظ هدف کاربردی است؛ و از لحاظ روش نیز از نوع همبستگی - رگرسیونی است.

برای انجام این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج شدند. نمونه تحقیق شامل تمام شرکت‌هایی است که شرایط زیر را دارا باشند:

۱. پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.
  ۲. جزء شرکت‌های مالی و واسطه‌گری نباشند.
  ۳. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  ۴. طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشند.
  ۵. اطلاعات مالی آنها در دسترس باشد.
- در نهایت، پس از طی مراحل مزبور، تعداد ۸۶ شرکت در دوره‌ی ۱۳۹۲-۱۳۸۵ به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

### تجزیه و تحلیل داده‌ها

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین،

برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت از آزمون F لیمر استفاده شده است. اگر در آزمون F لیمر روش داده‌های ترکیبی انتخاب شود، کار تمام است اما، اگر روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت انتخاب گردید لازم است آزمون هاسمن نیز انجام شود. از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹). در نهایت، فرضیه‌های تحقیق بر اساس الگوهای زیر آزمون شدند.

$$\text{VBMscore}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INST}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROS}_{it} + \beta_4 \text{MARKETSH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{VBMscore}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{BLOCK}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROS}_{it} + \beta_4 \text{MARKETSH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\text{VBMscore}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{INDEP}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROS}_{it} + \beta_4 \text{MARKETSH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{VBMscore}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{GovernanceScore}_{it} + \beta_2 \text{ROA}_{it} + \beta_3 \text{ROS}_{it} + \beta_4 \text{MARKETSH}_{it} + \beta_5 \text{SIZE}_{it} + \beta_6 \text{DEBT}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

تعریف نماد متغیرهای الگوی پژوهش به صورت جدول ۱ است:

جدول ۱. تعریف متغیرهای الگو

متغیر مورد بررسی	نماد	متغیر مورد بررسی	نماد
درصد مالکیت نهادی	Inst	رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش	VBMscore
درصد تمرکز مالکیت	Block	رتبه راهبری شرکتی	GovernanceScore
میزان استقلال هیات مدیره	Indep	بازده دارایی	ROA
اندازه	SIZE	حاشیه سود خالص	ROS
نسبت بدهی	DEBT	سهام شرکت از بازار	MARKETSH

### تعریف عملیاتی متغیرها

**درصد مالکیت نهادی:** میزان مالکیت نهادی، از مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی و

شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت بدست می‌آید (خدادادی و همکاران ۱۳۹۳).

**استقلال هیات مدیره:** این متغیر از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف بر کل اعضای هیات مدیره در هر دوره بدست است (استنسیس و همکاران، ۲۰۱۲).

**درصد تمرکز مالکیت:** تمرکز مالکیت، براساس درصد سهام نگهداری شده توسط سه سهامدار عمده، محاسبه شده است (استنسیس و همکاران، ۲۰۱۲).

**رتبه راهبری شرکتی:** برای تعیین رتبه راهبری شرکتی، ابتدا شرکت‌ها بر اساس سه معیار مالکیت نهادی، استقلال هیئت مدیره و تمرکز مالکیت بر حسب چارک، رتبه بندی شدند. به گونه‌ای که برای مشاهداتی که در چارک چهارم قرار دارند عدد ۴ و برای مشاهداتی که در چارک اول قرار گرفتند، عدد ۱ نسبت داده شده است. سپس، از جمع رتبه‌های بدست آمده بر اساس سه معیار مزبور رتبه راهبری شرکتی برای هر سال - شرکت محاسبه شده است. بنابراین، بیشترین رتبه راهبری شرکتی برابر ۱۲ و کمترین آن برابر با ۳ خواهد بود.

**رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش:** برای رتبه‌بندی شرکت‌ها ابتدا معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش بر اساس چهار معیار که در ادامه ذکر می‌شود، محاسبه شده است، سپس شرکت‌ها برای هر سال، بر اساس نتایج حاصل مرتب شدند و در آخر رتبه شرکت بر تعداد کل شرکت‌ها تقسیم شد. بدین ترتیب برای هر شرکت در هر سال، بر اساس هر یک از معیارهای ارزش آفرینی در مدیریت مبتنی بر ارزش، رتبه‌ای بین صفر تا یک مشخص شده است. در نهایت بر اساس رابطه ۱ رتبه ارزش آفرینی برای هر شرکت - سال مشخص شد.

رابطه ۱

$$VBMscore_{it} = (EVA_{score} + CV_{score} + ROIC_{score} + WACC_{score})/4$$

**ارزش افزوده اقتصادی (EVA<sub>score</sub>):** ارزش افزوده اقتصادی، برآوردی از میزان سود

اقتصادی یک شرکت است که به صورت رابطه ۲ بیان می‌شود (چندراشیل، ۲۰۰۹).

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t * Capital_{t-1}) \quad \text{رابطه ۲}$$

$NOPAT$  = سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات؛  $Capital_{t-1}$  = جمع حقوق

صاحبان سهام به علاوه بدهی‌های بهره‌دار؛  $WACC_t$  = میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه؛

$K_e$  = نرخ هزینه سرمایه که بر اساس مدل فاما و فرنچ محاسبه شده است.

**جریان نقد آزاد تنزیل شده و ارزش شرکت (CvScore):** در این تحقیق، جریان نقد

آزاد بر اساس رابطه لن و پلسن (۱۹۹۸) محاسبه شده است.

$$FCF_{it} = INC_{it} - TAX_{it} - INTEP_{it} - CSDIV_{it} \quad \text{رابطه ۳}$$

FCF = جریان نقد آزاد؛ INC = سود عملیاتی قبل از استهلاک؛ TAX = کل مالیات پرداختی؛ INTEP = هزینه بهره پرداختی؛ CSDIV = سود پرداختی به سهامداران عادی. ارزش شرکت بر اساس رابطه ۴ محاسبه شده است (سکنا سینقا، ۲۰۰۶).

$$CV = \frac{FCF(1+g)}{K_e - g} \quad \text{رابطه ۴}$$

g = نرخ رشد است که به روش بنیادی محاسبه شده؛ CV = ارزش شرکت بر اساس تنزیل جریان نقد آزاد است؛  $K_e$  = نرخ هزینه سرمایه که بر اساس مدل فاما و فرنچ محاسبه شده است. **نرخ بازده سرمایه عملیاتی (ROICscore):** این نرخ نشان‌دهنده بازده ایجاد شده از سرمایه‌گذاری عملیاتی است و با استفاده از رابطه ۵ محاسبه شده است (دمودران، ۲۰۰۷).

$$ROIC = EBIT * (1 - \text{tax}) / (PPE + \text{Non Cash WC}) \quad \text{رابطه ۵}$$

ROIC = نرخ بازده سرمایه عملیاتی؛ EBIT = سود عملیاتی؛ tax = نرخ مالیات؛ PPE = دارایی ثابت؛ Non Cash WC = سرمایه در گردش غیرنقدی.

**میانگین موزون هزینه سرمایه (Waccscore):** میانگین موزون هزینه سرمایه از رابطه ۶ بدست آمده است (سکنا سینقا، ۲۰۰۶).

$$WACC = W_D K_D + W_e K_e \quad \text{رابطه ۶}$$

$W_D$  = وزن بدهی‌های بهره‌دار در ساختار سرمایه؛  $W_e$  = وزن حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه؛  $K_D$  = نرخ هزینه بدهی که به شرح زیر محاسبه شده است.

$$K_D = K_d(1 - T)$$

$K_d$  = نرخ بهره موثر؛ T = نرخ مالیات موثر.

**هزینه سرمایه سهام عادی:** به دلیل این که در سنجش عملکرد بر اساس معیارهای مدیریت مبتنی بر ارزش هزینه سرمایه بسیار مهم است، برای محاسبه آن از روش فاما و فرنچ به شرح رابطه زیر استفاده شده است (کردستانی و علوی، ۱۳۹۰).

رابطه ۷

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_1 + \beta_1(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_2SMB_t + \beta_3HML_t + \varepsilon_{i,t}$$

$K_{e,i,t}$  = هزینه سرمایه سهام عادی (بازده مورد انتظار سهام) شرکت i در سال t

$R_{f,t}$  = نرخ بازده بدون ریسک که برابر است با نرخ سپرده کوتاه‌مدت دولتی در سال t.

$R_m - R_f$  = صرف ریسک بازار در سال  $t$  که از میانگین ماهانه این متغیر به دست می آید.

$SMB_t$  = صرف ریسک اندازه در سال  $t$  که از میانگین ماهانه این متغیر به دست می آید.

$HML_t$  = صرف ریسک ارزشی بودن در سال  $t$  که از میانگین ماهانه این متغیر به

دست می آید.

$SMB$  = از تفاوت میانگین ساده بازده سه پرتفوی کوچک ( $S/H, S/M, S/L$ ) و میانگین ساده بازده سه پرتفوی بزرگ ( $B/H, B/M, B/L$ ) به صورت ماهانه محاسبه شده است. بنابراین  $SMB$  عامل بازده سهام پرتفوهای کوچک و بزرگی که از نظر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار تقریباً دارای وزن یکسانی هستند به دست می آید، پس عمدتاً از تاثیر این نسبت مستقل است.

$HML$  = از تفاوت میانگین ساده بازده دو پرتفوی دارای بیشترین ارزش دفتری به ارزش بازار ( $B/H, S/H$ ) و میانگین ساده دو پرتفوی دارای کمترین میزان این نسبت ( $SL, B/L$ )، به صورت ماهیانه محاسبه می شود. هر دو جزء در محاسبه این متغیر تقریباً از اندازه یکسانی برخوردار هستند پس دو پرتفوی تشکیل شده از عامل اندازه مستقل است.

**نرخ بازده دارایی:** این متغیر با استفاده از تقسیم سود خالص بر جمع داراییها محاسبه شده است (افشار و زمانی عموقین، ۱۳۹۳).

**حاشیه سود خالص:** این متغیر از تقسیم سود خالص بر فروش محاسبه می شود (افشار و زمانی عموقین، ۱۳۹۳).

**نسبت بدهی:** این متغیر از تقسیم کل بدهیها بر کل داراییها بدست می آید (افشار و زمانی عموقین، ۱۳۹۳).

**اندازه (سایز) شرکت:** این متغیر بر اساس لگاریتم کل داراییهای شرکت محاسبه شده است (سکناسینقا، ۲۰۰۶)

**سهام شرکت از بازار:** این متغیر بر اساس میزان فروش شرکت به کل فروش در صنعت، محاسبه شده است (سکناسینقا، ۲۰۰۶)

## یافته‌ها آمار توصیفی

محاسبات آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش، شامل میانگین، میانه، بیشینه، انحراف معیار، بیشینه و کمینه است که اطلاعات مرتبط با آنها به طور خلاصه در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
ارزش افزوده اقتصادی*	۱۳/۲۲۱	۱۰/۶۴	۲۳/۵۶	-۱۲/۹۱۴	۴/۹۳
نرخ بازده سرمایه عملیاتی	۰/۶۳	۰/۵۳	۲/۲۷	-۱/۷۳	۰/۷۸
ارزش شرکت*	۹/۳۸	۲/۹۸	۳۲/۳۷	۰/۹۵۲	۸/۵۴
میانگین موزون هزینه سرمایه	۰/۱۶۵۹	۰/۱۵۹۶	۰/۴۳۳	۰/۰۳۹	۰/۵۸۲
استقلال هیئت مدیره	۰/۶۸	۰/۶	۱	۰/۲	۰/۱۴۳
تمرکز مالکیت	۰/۷۶	۰/۸۰	۰/۹۹	۰/۰۶	۰/۱۶۸
مالکیت نهادی	۰/۷۴	۰/۸۱	۱	۰	۰/۲۶۵
حاشیه سود خالص	۰/۲۱۰۳	۰/۱۸۶۳	۱/۰۰۵	۰/۰۱۲۷	۰/۲۳۱۲
بازده دارایی‌ها	۰/۱۷۹۳	۰/۱۶۴۱	۰/۶۲۷۴	۰/۰۱۷۹	۰/۱۱۰
نسبت بدهی	۰/۶۰۸۱	۰/۶۳۸	۰/۹۰۲	۰/۰۸۹	۰/۱۵۹۴
اندازه	۵/۷	۵/۷	۷/۴	۴/۴	۰/۵۲
سهم شرکت از بازار	۰/۰۵۸۱	۰/۰۲۵۶	۰/۳۹	۰/۰۰۶	۰/۸۳۶

\* برای همگن سازی، مبالغ ریالی بر جمع حقوق صاحبان سهام تقسیم شده است.

همانطور که در جدول ۲ قابل مشاهده است، میانگین و میانه استقلال هیات مدیره به ترتیب، ۰/۶۸ و ۰/۶ بوده که حاکی از وجود اعضای غیرموظف بالایی در ترکیب هیات مدیره شرکت‌های نمونه است. همچنین، میانگین متغیرهای مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت نیز به ترتیب ۰/۷۴، ۰/۷۶ است. این مقادیر نشان می‌دهد که اکثر مالکیت شرکت‌های نمونه بیشتر سهام شرکت‌ها در اختیار شرکت‌های هلدینگ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بیمه و بازنشستگی است. علاوه بر این، تمرکز مالکیت بالایی نیز در این شرکت‌ها وجود دارد. پارامترهای پراکندگی به توصیف واقعی‌تر داده‌ها و به قابلیت مقایسه دو یا چند سری از داده‌ها کمک می‌کنند.

**آزمون فرضیه‌ها**

همانگونه که در بخش مربوط به فرضیه‌ها نیز بیان شد، هدف این پژوهش بررسی نقش تاثیر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی در رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش است. قبل از برآزش الگوها آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی انجام شد که نتایج حاصل در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

مدل	آماره	سطح خطا	الگوی پذیرفته شده
۱	۴/۳۶	۰/۰۰	داده‌های تابلویی
۲	۴/۴۰	۰/۰۰	داده‌های تابلویی
۳	۴/۳۶	۰/۰۰	داده‌های تابلویی
۴	۴/۲۲	۰/۰۰	داده‌های تابلویی

با توجه به جدول ۳ الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای هر چهار مدل پذیرفته شده است. بنابراین، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت و الگوی اثرات تصادفی آزمون هاسمن نیز انجام شود.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن

مدل	آماره	سطح خطا	الگوی پذیرفته شده
۱	۲۰/۴۹	۰/۰۰	داده‌هایی تابلویی با اثرات ثابت
۲	۱۷/۵۳	۰/۰۱	داده‌هایی تابلویی با اثرات ثابت
۳	۱۹/۷۵	۰/۰۱	داده‌هایی تابلویی با اثرات ثابت
۴	۲۳/۲۲	۰/۰۰	داده‌هایی تابلویی با اثرات ثابت

نتایج جدول ۴ حاکی از رد فرض  $H_0$  است، در نتیجه روش الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت برای هر چهار مدل پذیرفته شده است. در ادامه نتایج مربوط به آزمون مدل‌های تحقیق ارائه شده است.

## آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: مالکیت نهادی با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل ۱

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۰۲۳	-۴/۴۷	۰/۰۰۰
نسبت بدهی	۰/۰۰۲	۳/۸۶	۰/۰۰۰
بازده دارایی	۰/۱۲	۱۳/۷۱	۰/۰۰۰
سهم بازار شرکت	۰/۰۰۶	۴/۸۵	۰/۰۰۰
اندازه	۰/۰۶۰	۲/۶۷	۰/۰۰۷
حاشیه سود خالص	-۰/۰۰۱	-۲/۷۸	۰/۰۰۵
عرض از مبدا	-۰/۱۵	-۱/۱۹	۰/۲۳
ضریب تعیین			۰/۸۲
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۹
آماره F			۲۵/۷۷
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰
آماره دوربین-واتسون			۱/۹۸

با نگاهی به جدول ۵ و با توجه به آماره F و سطح خطای به دست آمده برای آن، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع متغیرهای مستقل بر رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر معناداری دارند. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل پژوهش، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل پژوهش بیش از ۷۹ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین ضریب متغیر مالکیت نهادی برابر (-۰/۰۰۰۲۳) و P-Value آن برابر با (۰/۰۰۰) است که کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد در جهت عکس مورد تایید قرار می‌گیرد. به بیان دیگر رابطه مالکیت نهادی با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش نه تنها مستقیم نیست بلکه مالکیت نهادی تاثیر معکوسی (کاهش) بر رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش



دارد. دلیل عدم تایید این فرضیه احتمالا این است که در کشور ایران سهامداران نهادی نقش خود را در تعدیل هزینه‌های نمایندگی به درستی ایفا نمی‌کنند.

## آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: تمرکز مالکیت با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل ۲

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
تمرکز مالکیت	۰/۰۰۰۰۰۴	۲/۶۲	۰/۰۰۹
نسبت بدهی	۰/۰۰۲	۳/۸۴	۰/۰۰۱
بازده دارایی	۰/۰۱۱	۱۳/۵۱	۰/۰۰۰
سهام بازار شرکت	۰/۰۰۶	۴/۷۴	۰/۰۰۰
اندازه	۰/۰۷۱	۳/۰۸	۰/۰۰۲
حاشیه سود خالص	-۰/۰۰۱	-۲/۷۵	۰/۰۰۶
عرض از مبدا	-۰/۲۱	-۱/۶۴	۰/۱۰۰
ضریب تعیین			۰/۸۱
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۸
آماره F			۲۴/۴۷
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰
آماره دوربین-واتسون			۱/۹۷

آماره F و سطح خطای به دست آمده برای آن، نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع متغیرهای مستقل بر رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر معناداری دارند. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل پژوهش، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل پژوهش بیش از ۷۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. همچنین با توجه به نتایج بدست آمده از جدول ۶، ضریب متغیر تمرکز مالکیت برابر همچنین با توجه به نتایج بدست آمده از جدول ۶، ضریب متغیر تمرکز مالکیت برابر (۰/۰۰۰۰۰۴) است و با توجه به P-Value آن که برابر با (۰/۰۰۹) بوده و کمتر از سطح خطای

۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. بر این اساس تمرکز مالکیت رابطه مثبت معناداری با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش دارد.

### آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: استقلال هیات مدیره با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل ۳

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۷	۱/۳۸	۰/۱۶
نسبت بدهی	۰/۰۰۲	۳/۹۱	۰/۰۰۰
بازده دارایی	۰/۰۰۱	۱۳/۶۶	۰/۰۰۰
سهم بازار شرکت	۰/۰۶۶	۴/۸۴	۰/۰۰۰
اندازه	۰/۰۷	۳/۰۹	۰/۰۰۲
حاشیه سود خالص	-۰/۰۰۱	-۲/۲۵	۰/۰۱۱
عرض از مبدا	-۰/۲۷	-۲/۰۳	۰/۰۴۲
ضریب تعیین			۰/۸۱
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۷۷
آماره F			۲۴/۰۲
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰
آماره دورین - واتسون			۱/۹۷

با توجه به آماره F و سطح خطای به دست آمده برای آن، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع متغیرهای مستقل بر رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر معناداری دارند. همچنین با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای مدل پژوهش، می‌توان بیان کرد که در مجموع، متغیرهای مستقل پژوهش بیش از ۷۷ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

با توجه به نتایج بدست آمده از جدول ۷ و P-Value استقلال هیئت مدیره که برابر با

(۰/۱۶) بوده و بیش تر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه مورد تایید قرار نمی گیرد. عدم تایید فرضیه حاکی از آن است استقلال هیئت مدیره با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت و معناداری ندارد. شاید یکی از دلایل آن عدم ایفای نقش کنترلی و نظارتی اعضای هیئت مدیره غیر موظف است.

### آزمون فرضیه چهارم

**فرضیه چهارم:** سازوکار راهبری شرکتی با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت معناداری دارد.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل ۴

متغیر	ضریب	آماره t	سطح خطا
رتبه حاکمیت شرکتی	۰/۰۶۶	۲/۴۹	۰/۰۱۳
نسبت بدهی	۰/۰۰۱۹	۲/۹۳	۰/۰۰۳
بازده دارایی	۰/۰۱۱	۹/۹۲	۰/۰۰۰
سهم بازار شرکت	۰/۰۰۵	۲/۷۶	۰/۰۰۵
اندازه	۰/۰۵۱	۱/۷۵	۰/۰۸۰
حاشیه سود خالص	-۰/۰۰۸	-۱/۳۵	۰/۱۷
عرض از مبدا	-۰/۱۳۵	-۰/۷۹	۰/۴۲
ضریب تعیین			۰/۶۹
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۴
آماره F			۱۲/۸۲۱
سطح معناداری آماره F			۰/۰۰
آماره دوربین - واتسون			۱/۸۹

با توجه به سطح خطای آماره F (۰/۰۰) و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۶۴ متغیرهای مستقل بر رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش تاثیر معناداری دارند و ۶۴ درصد از تغییرات آن را توضیح می دهند. ضریب متغیر راهبری شرکتی برابر ۰/۰۶۶ است و با توجه به P-Value

آن که برابر با ۰/۰۱۳ بوده و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است؛ در نتیجه این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. بر این اساس به طور کلی راهبری شرکتی رابطه مثبت معناداری با رتبه مدیریت مبتنی بر ارزش دارد.

### نتیجه‌گیری

مدیریت مبتنی بر ارزش را می‌توان چارچوبی کلی برای رسیدن به اهداف توصیف کرد. در حقیقت مدیریت مبتنی بر ارزش با ارزیابی عملکرد سازمان بر اساس شاخص‌های مبتنی بر وجه نقد و ارزش افزوده اقتصادی ارزش ایجاد شده توسط مدیران را سنجش می‌کند. از نظر تئوری، به دلیل مساله نمایندگی در صورت عدم نظارت کافی، مدیران به منظور حداکثر کردن منافع خود که الزاما در جهت منافع سهامداران نیست، انگیزه کافی برای سوء استفاده از منابع شرکت را دارند.

هدف از این تحقیق بررسی تاثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی است. در واقع در این تحقیق سعی شده است با ارزیابی عملکرد شرکت‌ها بر اساس چهار شاخص مهم ارزش آفرینی در رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش، به تاثیر عوامل نظارتی راهبری شرکتی بر ارزش آفرینی پرداخته شود. نتایج تحقیق در حالت کلی نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین راهبری شرکتی به عنوان یک شاخص کلی و ارزش آفرینی وجود دارد.

یکی از ابعاد راهبری شرکتی، مالکیت نهادی است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد وجود مالکیت نهادی باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها نشده است. شاید بتوان دلیل این موضوع را در ماهیت مالکان نهادی در ایران جست و جو کرد. برخلاف آنچه در مبانی نظری به آن اشاره شد قصد مالکان نهادی در ایران اداره شرکت در بلندمدت نیست و به دنبال افزایش سود شرکت در کوتاه‌مدت هستند که با ارزش آفرینی از منظر مدیریت مبتنی بر ارزش مغایرت دارد. به همین دلیل، فاقد انگیزه لازم برای نظارت بر فعالیت فرصت طلبانه مدیران هستند. در واقع، دیدگاه سهام‌داران نهادی در کشور ایران، حاکی از دید کوتاه‌مدت این سرمایه‌گذاران در شرکت‌های تحت تملک است. این نتایج با تحقیق اولی، قائمی اصل، امین‌زادگان و عظیمی (۱۳۹۳) مغایر است.

یکی دیگر از عوامل راهبری شرکتی، تمرکز مالکیت است. نتایج این تحقیق نشان داد تمرکز مالکیت با ارزش آفرینی در رویکرد مدیریت مبتنی بر ارزش رابطه مثبت دارد. در

واقع تمرکز مالکیت باعث افزایش ارزش شرکت‌ها شده است. نتیجه این فرضیه نشان می‌دهد اغلب سهامداران عمده در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل دید بلندمدت خود، سرمایه‌گذاری‌های شرکت را به شیوه‌ای کارآمد مدیریت کرده و نقش نظارتی خود در ارتباط با کاهش هزینه‌های نمایندگی به خوبی ایفا می‌کنند. این نتایج با نتایج انام و موختار (۲۰۱۴) و مهدوی و میدری (۱۳۸۴) مطابقت دارد.

عامل دیگری که در این تحقیق بررسی شد استقلال هیئت مدیره است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که وجود اعضای غیرموظف در هیئت مدیره با ارزش آفرینی ارتباط معناداری ندارد. بر این اساس بر خلاف آنچه که در مبانی نظری گفته شد، وجود مدیران غیرموظف در هیئت مدیره شرکت‌های بورس اوراق بهادار ایران نمی‌تواند از عوامل تاثیرگذار بر بهبود عملکرد باشد. این نتایج با تحقیق حساس یگانه رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) و اولی و قائمی اصل، امین‌زادگان و عظیمی (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

با توجه به نتایج پژوهش و تاثیر تمرکز مالکیت، به سرمایه‌گذاران بالقوه و اعتباردهندگان توصیه می‌شود در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها و در سرمایه‌گذاری‌های خود به سازوکار راهبری شرکتی به ویژه تمرکز مالکیت توجه نمایند.

## یادداشت‌ها

- |                     |                        |
|---------------------|------------------------|
| 1. Jensen           | 2. Stencic et al.      |
| 3. Mzera            | 4. Christopher & Ryals |
| 5. Foye et al.      | 6. Ameels              |
| 7. Caler            | 8. Sakunasingha        |
| 9. Chan Dra shil    | 10. Barton & Wong      |
| 11. Behgat & Bolton | 12. Lee                |
| 13. Upadhyay et al. | 14. Inam & Mukh Tar    |

## منابع

- افشار، مصطفی و زمانی عموقین، رامین (۱۳۹۳)، تبیین ارتباط شاخص‌های ارزیابی عملکرد با رشد شرکتها، پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱-۲۸.
- افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی (۱۳۸۹)، کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی، تهران، انتشارات ترمه.

- اولی، محمدرضا و قائمی اصل، مهدی و امین زادگان، سعیده و عظیمی، الناز (۱۳۹۳)، تحلیل رابطه راهبری شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال هفتم، شماره ۲۱، صص ۵۹-۷۰.
- برادران حسن‌زاده، رسول و بادآور نهندی، یونس و بابایی، قادر حسین (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۹، شماره پیاپی ۶۸، صص ۱-۱۶.
- ثقفی، علی و صفرزاده، محمدحسین (۱۳۹۰)، کیفیت سود و ویژگی‌های هیئت مدیره: تحلیل تجربی، دانش حسابرسی، سال یازدهم، شماره پیاپی (۴۴)، صص ۷۳-۹۴.
- حساس یگانه، یحیی و رئیس، زهره و حسینی، سیدمجتبی (۱۳۸۸)، رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳، صص ۷۵-۱۰۰.
- خدادادی، ولی و قربانی، رامین و خوانساری، نیکو (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر حق‌الزحمه حسابرسی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۲۱، صص ۵۷-۷۲.
- فدائی‌نژاد، محمداسماعیل و محمودزاده، صونا (۱۳۸۶)، بررسی محتوایی معیارهای سنتی و مبتنی بر ارزش ارزیابی عملکرد سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۱، صص ۳۷-۵۷.
- کردستانی، غلام‌رضا و علوی، مهدی (۱۳۹۰)، بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۴۳-۶۱.
- مهدوی، ابوالقاسم و میدری، احمد (۱۳۸۴)، ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های فعال در بورس و اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۷۱، صص ۱۰۳-۱۳۲.
- نمازی، محمد و حلاج، محمد و ابراهیمی، شهلا (۱۳۸۸)، بررسی رابطه‌ی مالکیت نهادی با عملکرد مالی جاری و آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص ۱۱۳-۱۳۱.
- نوروش، ایرج و کرمی، غلامرضا و وافی‌ثانی، جلال (۱۳۸۸)، بررسی رابطه سازوکارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری، شماره ۱، صص ۱-۲۷.

- Ameels, A., & Geert, S. (2002). Value-based management control processes to create value through integration a literature review.[online] Available at: [www.studymode.com](http://www.studymode.com)
- Barton, D. & Wong, S.C.Y. (2006). Improving board performance in emerging markets. *The McKinsey Quarterly*, 1, PP. 35-43.
- Behgat, S., Bolton, B. (2009). Corporate governance and firm performance: recent evidence, .[online] Available at: [SSRN.com](http://SSRN.com).
- Chandra Shil, N. (2009). Performance measures: an application of economic value added. *International journal of Business and Management*, 4: (3), 168-177.
- Christopher, m. & ryals, l. (1999). Supply chain strategy: Its impact on shareholder value, *International Journal of Logistics Management*, Vol. 10, No. 1, PP. 1-10.
- Coombes, P. & Watson, M. (2000). Three surveys on corporate governance. *The McKinsey Quarterly*, 4, PP. 74-77.
- Damodaran, A. (2007). Return on capital (ROC), return on invested capital (ROIC) and return on equity (ROE): Measurement and Implications, Stern School of Business, [online] available at: [SSRN.com](http://SSRN.com).
- Foyeke, O. I., Odianonsen, I. F. & Aanu, O. S. (2015). Firm size and financial performance: a determinant of corporate governance disclosure practices of nigerian companies, [online] Available at [www.ibimapublishing.com](http://www.ibimapublishing.com).
- Grossman, S. & Hart, O. (1980). Takeover bids, The free-sider problem and theory of corporation. *Bell journal of economics*, 11:PP: 42-64.
- Inam, H & Mukhtar, A. (2014). Corporate governance and its impact on performance of banking sector in Pakistan, *International Journal of Academic Research in Applied Science*, 3(2): PP. 26-36.
- Jensen, M . (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, PP.329-423.
- Koller, T. (1994). What is value-based management? [online] Available at: [www.ibrahimm.com](http://www.ibrahimm.com)
- Lee, S (2010). Ownership structure and financial performance: evidence from panel data of South Korea", University of Utah, Department of Economics, Working Paper No.17.
- Lehn, K., & Poulsen, A.(1989)."Free cash flow and stockholders gains in going private transaction". *Journal of Practice and Theory*, Vol 22, No1.
- Mutindi Mzera, U. J. (2013). The role of value-based management tools on the performance of firms listed in the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Business Administration*, 4: (1), 92-104.

- 
- Sakunasingha, B. (2006). An empirical study into factors influencing the use of value-based management tools, [online] available at: [www.epubs.scu.edu.au](http://www.epubs.scu.edu.au)
- Stancic, P., Todorovic, M. & Cupic, M. (2012). Value-based management and corporate governance: a study of Serbian corporations. *Economic Annals*, 57: (193), 93-112.
- Upadhyay A. D., Bhargava, R., & Faircloth S. D. (2014). Board structure and role of monitoring committees, *Journal of Business Research*, 67:1486-1492.