



تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیتی مورد مطالعه: شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فاطمه اخلاصی^۱ - محمدحسین رنجبر^۲

چکیده

هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر ساختار مالکیت (مالکیت نهادی و مالکیت کنترلی) بر ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای این هدف، تعداد ۱۱۰ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی قلمرو زمانی سالهای ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده اند، مورد بررسی قرار گرفتند. به منظور سنجش ارزش بلند مدت شرکتهای از نسبت کیوی توپین و برای اندازه گیری فرهنگ حاکمیتی از چک لیست اگروال و همکاران (۲۰۱۶) با انجام تعدیلات متناسب با شرایط محیطی بازار سرمایه ایران استفاده شد. به منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده گردید و معنی دار بودن آنها با استفاده از آماره T و F صورت گرفت. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که ساختار مالکیت بر ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیتی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر معنی داری دارد.

واژه‌گان کلیدی: ساختار مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت کنترلی، فرهنگ حاکمیتی، ارزش بلند مدت شرکت

^۱ دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قشم، ایران rose.jasmine1210@gmail.com

^۲ استادیار گروه حسابداری و مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرعباس، ایران mhranjbar54@gmail.com (نویسنده مسئول)

مقدمه

ارزش شرکت برای سهامداران و ذینفان که هدف اصلی ارزش شرکت بهینه نیز هست می‌باشد (کریمرز و نایل^۲، ۲۰۰۵) با توجه به توضیحات فوق و نظر به اهمیت موضوع، پژوهش حاضر به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت و فرهنگ حاکمیتی در شرکتهای فعال در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. بدین منظور و ابتدا مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش تبیین می‌گردد. در ادامه اهداف و خلاصه‌ای از روش انجام پژوهش ارائه می‌گردد. پس از آن یافته‌های پژوهش ارائه شده و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری تشریح می‌گردد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

ورشکستگی و رسوایی شرکت‌هایی چون انرون، آرتوراندرسن و ورلدکام در آمریکا و دیگر شرکتهای بزرگی همچون سیکو، لیوسنت، سان بیم و تیکو در سایر کشورهای جهان در سایه ضعف حاکمیت شرکتی، نیاز به ایجاد سیستمهای راهبردی مناسب شرکت را به عنوان یکی از مهم‌ترین مسائل در همه کشورها مطرح کرد. این امر همچنین باعث نگرانیهای بسیاری برای سازمانهای بین‌المللی شد، برای مثال صندوق بین‌المللی پول خواستار بهبود وضعیت شرکتهای در مورد حاکمیت شرکتی شد (خانچل، ۲۰۰۷). اهمیت این موضوع همچنین باعث شد تا قوانینی همچون سرینزاکسلی در آمریکا و اصول حاکمیت شرکتی مصوب وزرای سازمان توسعه همکاری‌های اقتصادی و قوانینی از این قبیل در کشورهای مختلف تنظیم شود (اگروال و همکاران، ۲۰۱۶). حداکثر ساختن ثروت سهامداران، ایفای وظایف اخلاقی و مسئولیتهای اجتماعی می‌تواند از اهداف بسیار مهم شرکتهای به شمار آید. یکی از عواملی که تأثیر قابل ملاحظه‌ای در تحقق اهداف مزبور دارد اجرای مناسب اصول حاکمیت شرکتی می‌باشد (حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۱). حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای

حاکمیت شرکتی خوب در مورد رویه‌های اخلاقی و مناسب کسب و کار در خصوص تمام فعالیتهای شرکت به منظور بهبود اعتماد سرمایه‌گذاران است (یونگ، ۲۰۰۹). فعالان حوزه کسب و کار معتقدند که هدف نهایی حاکمیت موثر افزایش ارزش شرکت است. بسیاری از ابعاد حاکمیت موثر، اعم از اثربخشی مولد در تولید نرخ بازده مورد انتظار برای سرمایه‌گذاران جهت حصول اطمینان از این که مدیران صندوقهای سرمایه‌گذاران سوء استفاده نمی‌کنند (کاین، ۲۰۰۵). با این حال، اثر حاکمیت شرکتی را نمی‌توان بدون آگاهی از عوامل موثر در ساختار حاکمیت شرکتی درک کرد و در نهایت اثربخشی حاکمیت شرکتی را تحت تاثیر قرار داد.

مهمترین هدف اکثر شرکتهای به حداکثر رساندن ارزش شرکت است (نو، ۱۳۸۸). دستیابی به ارزش بلند مدت مطلوب از جمله مباحثی پیچیده‌ای است که مدتها کانون توجه بسیاری از اقتصاددانان مالی بوده و هنوز هم منشا بحثهای فراوان است (خالقی مقدم، ۱۳۹۳). نظریه‌های گوناگون و الگوهای متعددی درباره ارزش شرکتهای و چگونگی انتخاب آنها تدوین شده است. ولی با این حال پژوهشها نشان می‌دهد که هیچیک از نظریه‌ها و الگوهای فعلی به تنهایی نمی‌تواند عوامل موثر در تعیین ارزش شرکتهای را کاملاً تبیین کند. از سوی دیگر، تصمیمات حاکمیت شرکتی، که در حال حاضر از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی شرکتهای سهامی عام به شمار می‌روند باید در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت برای صاحبان سهام و تمام ذینفعان شرکت اتخاذ شوند (بیچوک و همکران^۱، ۲۰۰۹). طبق رویکرد ارزشیابی، ساختار بهینه حاکمیت شرکتی زمانی به وجود خواهد آمد که ارزش شرکت حداکثر شود یا هزینه سرمایه حداقل گردد و از طرفی هدف اصلی تدوین نظام حاکمیت شرکتی افزایش شفافیت و در نهایت افزایش

از مکانیزمهای کنترلی درون شرکتی و برون شرکتی می باشد که تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام از یک سو و نیازها و اختیارات هیئت مدیره را از سوی دیگر برقرار می نماید و در نهایت این مکانیسمها اطمینان معقولی را برای صاحبان سهام و تهیه کنندگان منابع مالی و سایر گروه های ذینفع فراهم می نماید مبنی بر اینکه سرمایه گذاری شان با سود معقولی برگشت شده و مکانیزم ارزش آفرینی لحاظ خواهد شد (اگروال و همکاران، ۲۰۱۶). در سه دهه اخیر ایده افزایش ارزش آتی شرکت همزمان با شکل گیری حاکمیت شرکتی در اقتصادها و شرکتها، در سراسر جهان مطرح شده است. بحث حداکثر کردن ارزش شرکت در بلند مدت در تدوین اصول حاکمیت شرکتی در کشورهای با اقتصاد سرمایه داری همیشه مورد تاکید قرار می گیرد. سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند و با توجه به این که افزایش ثروت در نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزشیابی واحد تجاری و به کارگیری شاخصهای مناسب برای مالکان دارای اهمیت زیاد است (بارتمن و همکاران، ۲۰۱۵). نرخ بازده یک ورقه بهادار، عامل اصلی در انتخاب سرمایه گذاری محسوب می شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه گذار بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد، ارزش دارایی سرمایه گذاری شده بیشتر بوده و ثروت بیشتری ایجاد می شود. و در نهایت ارزش شرکت در بلند مدت افزایش می یابد (اگروال و همکاران، ۲۰۱۶). در تحقیقات مختلفی که در زمینه حاکمیت شرکتی انجام شده است مکانیزمهای متفاوتی برای حاکمیت شرکتی در نظر گرفته اند (شین و همکاران، ۲۰۱۵). برخی از این مکانیزمها مستقیماً بر ارزش شرکت تاثیر می گذارند و برخی دیگر از طریق تاثیراتی که بر سیستم حاکمیتی شرکت می گذارند باعث افزایش ارزش شرکت می شوند.

ماگ (۲۰۰۷) به این نتیجه رسید که استفاده از سرمایه گذاران نهادی (مالکیت متمرکز) از توانایی هایشان برای نظارت بر مدیریت تابعی از میزان سرمایه گذاری آنها است و اینیک ارتباط مستقیم است در نتیجه باعث بهبود عملکرد و ارزش شرکت در آینده و بصورت بلند مدت می شود همچنین وجود سرمایه گذاران نهادی باعث (مالکیت متمرکز) باعث افزایش فرهنگ حاکمیت شرکتی می گردد و شرکت به صورت داوطلبانه مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را اجرا می کند. اگروال و همکاران (۲۰۱۶) به این نتیجه رسیدند که شرکت های که درصد مدیران غیر اجرایی بالاتری دارند معتقدند حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می کنند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی نفعان می باشد و باعث افزایش ارزش شرکت در بلند مدت می شود و همچنین این شرکتها فرهنگ حاکمیتی بالایی دارند. تحقیقات انجام شده در زمینه تئوری نمایندگی، بیان می کنند که شرکت هایی که ساختار حاکمیت شرکتی بهتری دارند دارای عملکرد بهتری ارزش بلند مدت بالاتری هستند و یکی از علل را پایین بودن هزینه نمایندگی این شرکتها عنوان می کنند. همچنین شرکتها زمانی بهتر اداره و نظارت می شوند که دارای تمرکز مالکیت باشند زیرا سهامداران عمده دارای انگیزه و توانایی کافی برای نظارت مدیر و افزایش کارایی و ارزش شرکت هستند (ونگ و ژو، ۲۰۰۷). گومپرز و دیگران (۲۰۰۳) در تحقیقی به این نتیجه رسیدند که شرکت های با حاکمیت شرکتی مطلوب، نسبت به سایر شرکتها از ارزش ایجاد شده بالاتری برخوردار هستند و صورتهای مالی آنها نشانگر معیارها و شاخصهای بالا یارزیابی حسابداری است (مانند نرخ بازده حقوق صاحبان سهام) همینطور براونوکایلر (۲۰۰۵) و دورنیو و کیم (۲۰۰۵) در نتایجی مشابه دریافتند که حاکمیت شرکتی مطلوب، باعث سودآوری بیشتر

در یک مدل از سه مدل مورد مطالعه وجود دارد. کردستانی و امیریگی (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه ی عدم تقاد زمامی سود و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (MB) به عنوان دو معیار ارزیابی محافظه کاری» نشان دادند که یک رابطه ی منفی بین عدم تقارن زمانی شود و نسبت MB بعنوان دو معیار سنجش محافظه کاری وجود دارد از نظر آماری معنی دار است. حساس یگانه و شهریاری (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران» پرداختند. نتایج این تحقیق که بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه منفی معنی داری وجود دارد.

فرضیه های پژوهش

با توجه به موارد پیش گفته، این تحقیق با ایده گیری از پژوهش اگروال و همکاران (۲۰۱۶) در بازار ایران انجام شده است و درصدد بررسی این موضوع است که آیا مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیتی تاثیر دارد یا خیر؟ برای پاسخگویی به این سوال، دو فرضیه زیر بررسی شدند:

فرضیه اول: ساختار مالکیت بر ارزش بلند مدت شرکتها تاثیر معنی داری دارد.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت بر فرهنگ حاکمیتی شرکتها تاثیر معنی داری دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهشهای توصیفی، همبستگی است که برای تجزیه و تحلیل داده های آن از تحلیل رگرسیون خطی و چندگانه در قالب داده های تلفیقی (ترکیب داده های سری زمانی و داده های مقطعی) استفاده شده است. همچنین از حیث هدف کاربردی است. در این پژوهش برای گردآوری داده ها، از صورتهای مالی شرکت های مورد مطالعه استفاده گردید

شرکتها شده که این موضوع با عث افزایش قیمت سهام و سود سهام پرداختی به سهامداران می شود. بیکنس، پاپ و یانگ^۳ (۲۰۰۴) در تحقیقی تحت عنوان «ارتباط بین به موقع بودن سود، ارزش شرکت و ترکیب هیئت مدیره معیارهای کیفیت حسابداری در نظر گرفتند. آنها با استفاده از نمونه های از کشور انگلستان و با استفاده از مدل عدم تقارن زمانی سود ارائه شده توسط باسو (۱۹۹۷)، به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که استقلال اعضای هیئت مدیره در آنها بیشتر است، محافظه کارترند. بدین ترتیب آنها نتیجه گرفتند که وضعیت ترکیب اعضای هیئت مدیره، عامل مهمی در تعیین کیفیت سود گزارش شده شرکت های انگلیسی است. احمد و دوئلمن^۴ (۲۰۰۵) تحقیقی با عنوان «شواهدی از نقش حاکمیت شرکتی در ارزش شرکت» در بین ۷۵۰ شرکت آمریکایی از سال های ۲۰۰۱-۱۹۹۱ انجام دادند. آنها از سه نوع معیار برای سنجش ارزش شرکت استفاده کردند و نشان دادند که بین درصد سهام مدیران خارجی (معیار استقلال اعضای هیئت مدیره) و ارزش شرکت رابطه مثبت وجود دارد. بین میزان مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد. چی و دیگران^۵ (۲۰۰۹) در تحقیقی تحت عنوان «رابطه ی حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت» از مدل رای (۲۰۰۷) برای سنجش ارزش شرکت استفاده کردند. آنها در بین شرکت های بورس تایوان و از سال های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۴ به این نتیجه رسیدند که در شرکت هایی که بیشتر سهامشان در اختیار سهامداران نهادی بوده، ارزش شرکت کمتر است.

لیم^۶ (۲۰۰۹) در تحقیقی تحت عنوان «بررسی رابطه ارزش شرکت با حاکمیت شرکتی» از سه مدل برای سنجش ارزش شرکت استفاده کرد. او در یک دوره زمانی بین ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ میلادی و در بین شرکت های استرالیایی به این نتیجه رسید که یک ارتباط مثبت بین میزان مدیران مستقل در هیئت مدیره و ارزش شرکت

شرکتی استفاده خواهد شد و شرکتها چنانچه موردی از مکانیزمهای یاد شده در چک لیست را اجرا کرده باشند نمره ۱ و در غیر این صورت نمره صفر در آن مورد می‌گیرند و امتیاز فرهنگ سازمانی شرکتها از تقسیم مجموع امتیازهای مکسوبه بر ۲۱ (کل مکانیزمها) بدست می‌آید

متغیرهای مستقل: متغیر مستقل پژوهش حاضر ساختار مالکیت است که بوسیله دو متغیر جداگانه در مدل لحاظ شده است.

Inst-Own: مالکیت نهادی است که منظور وجود مالکیت هایی از قبیل دولتی و شبه دولتی و مالکیت صندوقهای بازنشستگی است.

Control-Own: مالکیت کنترلی است که منظور وجود مالکیت با بیش از ۵٪ سهام در شرکتهاست که در تصمیم گیریها بویژه تصمیم گیریهای مربوط به تعیین هیات مدیره نقش دارند.

متغیرهای کنترلی استفاده شده در مدل تحقیق نیز شامل عمر شرکت، نسبت مجموع وجه نقد به مجموع دارائیهها، نسبت مجموع مخارج سرمایه ای بر مجموع دارائیهها، تغییرات درآمد، اهرم مالی، اندازه شرکت، سود پرداختنی، نسبت مجموع اموال و تجهیزات به دارائیهها و بازده حقوق صاحبان سهام است که نحوه محاسبه آنها تشریح می‌گردد.

AGE: عمر شرکت برابر با تعداد سالهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار.

CASH: نسبت مجموع وجه نقد بر مجموع داراییها
CAPEX: نسبت مجموع مخارج سرمایه ای بر مجموع داراییها

SGROWTH: برابر با لگاریتم طبیعی تفاوت مجموع درآمدهای بین سالهای t و $t-1$

LEVERAGE: اهرم: با استفاده از جمع بدهیهای جاری و بلندمدت در پایان دوره مالی بر ارزش بازار سرمایه اول دوره مالی محاسبه می‌شود.

و برای تهیه اطلاعات لازم برای تهیه مبانی نظری و پیشینه‌های پژوهش، از مطالعات کتابخانه ای با استفاده از مقالات علمی و کتابهای معتبر استفاده می‌شود. در نهایت تحلیل داده‌ها و آزمون‌ها به کمک نرم افزار اقتصاد سنجی Eviews انجام شده است.

مدل و متغیرهای پژوهش

با توجه به فرضیه‌های پژوهش، برای هر کدام مدل جداگانه ای در نظر گرفته شده است که به شکل زیر می‌باشد.

مدل ۱:

$$\text{TOBIN'SQ}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Inst-Own}_{i,t} + \beta_2 \text{Control-Own}_{i,t} + \beta_3 \text{Inst-Own} * \text{Control-Own}_{i,t} + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{CASH}_{i,t} + \beta_7 \text{CAPEX}_{i,t} + \beta_8 \text{LEVERAGE}_{i,t} + \beta_9 \text{SGROWTH}_{i,t} + \beta_{10} \text{YIELD}_{i,t} + \beta_{11} \text{PPE}_{i,t} + \beta_{12} \text{ROA}_{i,t} + \epsilon_i$$

مدل ۲:

$$\text{GOVERNANCE}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Inst-Own}_{i,t} + \beta_2 \text{Control-Own}_{i,t} + \beta_3 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{SGROWTH}_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

متغیر وابسته: متغیر وابسته ی این پژوهش، ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیتی می‌باشد.

ارزش بلند مدت (TobinQ): جهت سنجش ارزش بلند مدت شرکتها از نسبت کیوی توین استفاده خواهد شد. بر مبنای تحقیق اگروال و همکاران (۲۰۱۶) جهت سنجش TobinQ به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Q_{i,t} = \frac{\text{ارزش دفتری سهام} - (\text{ارزش دفتری کل داراییها} + \text{ارزش بازار سهام})}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$

فرهنگ حاکمیتی (GOVERNANCE): عبارتست از میزان پذیرش اجرای مکانیزمهای درون و برون سازمانی حاکمیت شرکتی. که طبق تحقیق اگروال و همکاران (۲۰۱۶) از چک لیست 21 موردی اجرای تمام مکانیزمهای درون و برون سازمانی حاکمیت

۱/۲۷٪ است و همچنین انحراف معیار اهرم برابر با ۲۵/۹۴٪ است. برای وجه نقد شرکت ها (Cash) در این تحقیق که از نسبت مجموع وجوه نقد بر مجموع داراییها محاسبه شده است دارای میانگین ۰/۰۳ و بیشترین مقدار این متغیر ۰/۴۶ و کمترین آن ۰/۰۰۰۶ می باشد که به معنای این است که شرکتهای نمونه به صورت متوسط فقط ۳ درصد از داراییهای آنها به صورت وجه نقد می باشد. در جدول ۴ مشاهده می شود که متغیر بازده داراییها (ROA) دارای میانگین ۱۱/۴۵ بوده که بیشترین عدد این متغیر ۶۲/۷۷ است و کمترین عدد آن ۷۹/۷۳- است و انحراف معیار آن ۱۴/۴۸ است. در ارتباط با متغیر ارزش بلند مدت شرکت (TOBINQ) نیز دارای میانگینی به مقدار ۰/۹۴ بوده که بیشترین مقدار این متغیر ۱/۳۹ و کمترین آن ۰/۴۵- می باشد. همچنین در جدول ۴ مشاهده می شود که میانگین متغیر اندازه شرکتهای (SIZE) که از لگاریتم طبیعی مجموع داراییها شرکتهای استفاده شده است میانگینی برابر با ۲۷/۸۳ دارد که حداقل و حداکثر این متغیر به ترتیب برابر با ۲۴/۳۲ و ۳۲/۵۵ است.

آزمون توزیع متغیرها

در این تحقیق برای آزمون توزیع متغیرهای تحقیق و آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته تحقیق از آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) استفاده شده است. در جدول ۵ مشاهده می شود که با توجه به آماره جارکا و برا (Jarque-Bera) که معناداری آن کمتر از ۵ درصد است توزیع متغیر وابسته تحقیق نرمال نیست.

جدول ۴: آمار توصیفی داده های تحقیق

CAPEX	CASH	LEV	PPE	Q_TOBIN	ROA	SGROWTH	SIZE	YIELD	
091/0	0383/0	952/62	268/0	949/0	452/11	۳39/15	838/27	143/0	میانگین
036/0	024/0	930/61	220/0	046/1	920/9	486/15	706/27	067/0	میانه
768/0	460/0	300/237	800/0	399/1	770/62	314/22	۵55/32	۱03/8	حداکثر
000/0	000/0	2700/1	000/0	453/0	730/79	472/9	320/24	000/0	حداقل
128/0	044/0	948/25	182/0	331/0	489/14	672/1	264/1	۱42/0	انحراف معیار

منبع: یافته های پژوهش

Size: اندازه شرکت: با استفاده از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه در پایان دوره مالی محاسبه می شود.

YIELD: برابر با نسبت مجموع سود سهام پرداختی بر مجموع حقوق صاحبان سهام

PPE: برابر مجموع اموال و تجهیزات بر مجموع داراییها

ROA: برابر با نسبت درآمد قبل از اقسام اقسام غیر منتظره بر مجموع داراییها

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران و طی قلمرو زمانی بین سالهای ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ است که به منظور تعیین نمونه از روش حذف سیستماتیک و با اعمال محدودیت هایی از قبیل یکسان بودن دوره مالی، تولیدی بودن، عدم توقف نماد معاملاتی بیش از ۳ ماه، عدم تغییر دوره مالی و قابلیت دسترسی اطلاعات، نمونه ای شامل ۱۱۰ شرکت انتخاب و داده های مربوط به آنها مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

یافته های تحقیق

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکتهای نمونه در جدول (۴) ارائه شده است.

در جدول ۴ مشاهده می شود که متغیر بدهی شرکت (Lev) دارای میانگین (بر حسب درصد) ۶۲/۹۵٪ بوده که بیشترین عدد این متغیر ۲۳۷/۳٪ است و کمترین آن

جدول ۵: توزیع متغیر وابسته

متغیرها	ارزش بلند مدت	فرهنگ حاکمیتی
نماد	TobinQ	GOVERNANCE
Jarque-Bera	1343/420	48906/48
Probability	000000/0	000000/0
Observations	550	550

روش داده‌های پانلی در برابر روش داده‌های ترکیبی را نشان می‌دهد.

جدول ۷: نتایج حاصل از آزمون هاسمن

آماره کای مربع	درجه آزادی	معناداری
۴۱/۳۲۱۴	۶	۰/۰۰۰۰

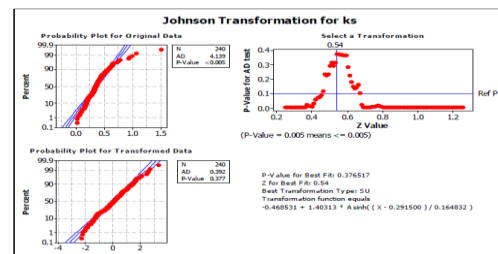
همان‌طور که جدول ۷ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره کای مربع کوچک‌تر از ۰،۰۵ است که نشان‌دهنده مرجح بودن استفاده از روش داده‌های پانلی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی است. بنابراین، برای آزمون فرضیه اول از روش داده‌های پانلی اثرات ثابت استفاده شده است که نتایج حاصل از برآورد مدل رگرسیون، در جدول‌های ۸ و ۹ ارائه شده است.

جدول ۸: نتایج حاصل از بررسی کلی مدل - فرضیه اول

ضریب تعیین	ضریب تعیین آماره F	معناداری	آماره
۰/۴۵۲۱	۰/۴۳۱۵	۶/۱۷۴۱	۰/۰۰۰۰
			۱/۷۴۵۲

همان‌طور که در جدول شماره ۸ ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه H_0 که همان بی‌معنی بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۴۵۲۱ است. یعنی ۴۵/۲۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است.

بنابراین برای نرمال سازی توزیع متغیر وابسته از روش تبدیل جانسون در نرم افزار Minitab استفاده گردیده است. بنابراین به جای استفاده از مقادیر TobinQ و GOVERNANCE از مقادیر تبدیل شده استفاده شده است. نحوه تبدیل در نمودار زیر نشان داده شده است.



نتایج آزمون فرضیه ها

برای آزمون فرضیه اول و تخمین مدل، ابتدا آزمون قابلیت ادغام جهت انتخاب یکی از روش‌های داده‌های پانلی یادآورهای ترکیبی انجام شده است. در مرحله بعد، به منظور گزینش یکی از روش‌های داده‌های پانلی اثرات ثابت یا تصادفی، از آزمون هاسمن (۱۹۷۸) استفاده شده است که نتایج به ترتیب در جدول‌های ۶ و ۷ نشان داده شده است.

جدول ۶: نتایج حاصل از آزمون قابلیت ادغام

نوع آزمون	آماره آزمون	معناداری
آزمون F	۸۴/۵۶	۰/۰۰۰۰

چنانچه جدول ۶ نشان می‌دهد، مقدار معناداری آماره F کوچک‌تر از ۰،۰۵ است که برتری استفاده از

جدول ۹: نتایج حاصل از بررسی ضرایب مدل - فرضیه اول

$$TOBIN'SQ_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Inst-Own_{i,t} + \beta_2 Control-Own_{i,t} + \beta_3 Inst-Own * Control-Own_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \beta_6 CASH_{i,t} + \beta_7 CAPEX_{i,t} + \beta_8 LEVERAGE_{i,t} + \beta_9 SGROWTH_{i,t} + \beta_{10} YIELD_{i,t} + \beta_{11} PPE_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \epsilon_i$$

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
Inst-Own	۰/۸۱۴۲	۰/۰۴۶۲	۱۶/۶۴	۰/۰۰۰۰
Control-Own	-۰/۰۵۵۱	۰/۰۱۸۳۱	-۱/۰۸۲۱	۰/۴۴۲۳
Inst-Own*Control-Own	۰/۰۳۹۱	۰/۰۲۴۶	۱/۵۵۴۱	۰/۱۲۳۵
SIZE	۰/۱۴۲۵	۰/۰۳۴۳	۳/۷۱۲۱	۰/۰۰۰۵
AGE	-۰/۰۶۳۵	۰/۰۵۰۹	-۱/۰۵۱۲	۰/۲۷۵۸
CASH	۰/۰۰۱۴	۰/۰۰۲۲	۰/۷۳۶۲	۰/۴۴۵۸
CAPEX	-۰/۵۴۸۱	۰/۰۱۱۷۱	-۳/۵۹۲۳	۰/۰۰۲۳
LEVERAGE	۰/۰۲۱۵	۰/۰۲۳۰	۱/۳۶۲۱	۰/۱۸۲۵
SGROWTH	۰/۱۳۶۲	۰/۰۳۲۱	۳/۸۴۲۵	۰/۰۰۰۳
YIELD	۰/۰۸۴۵	۰/۰۴۹۹	۱/۰۰۲۴	۰/۱۳۵۲
PPE	۰/۰۰۰۷	۰/۰۰۲۰	۰/۳۹۵۶	۰/۷۵۴۲
ROA	۰/۷۹۵۲	۰/۲۴۶۳	۳/۴۵۹۲	۰/۰۰۱۴
مقدار ثابت	۰/۷۴۵۲	۰/۲۶۳۴	۳/۲۱۵۸	۰/۰۰۱۱

$$0/795 ROA_{i,t} + \epsilon_i$$

در نهایت، برای بررسی ناهمسانی واریانس‌ها از آزمون آرچ و برای بررسی همبستگی پیاپی، از آزمون LM بروش-گادفری استفاده شده است که نتایج حاصل به ترتیب در جدول‌های شماره ۱۰ و ۱۱ ارائه شده است.

جدول ۱۰: نتایج حاصل از آزمون آرچ - ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	آماره آزمون	معناداری
آزمون F	۶۷۸E-۰۵	۰/۹۹۳۷
آزمون کای مربع	۶۳۰E-۰۵	۰/۹۹۳۷

همانطور که در جدول شماره ۱۰ ملاحظه می‌شود، مقدار معناداری آماره‌های آزمون آرچ بزرگ‌تر از ۰/۰۵ و بیانگر این است که ناهمسانی واریانس در بین خطاهای مدل وجود ندارد.

جدول ۱۱: نتایج حاصل از آزمون LM بروش -

گادفری - همبستگی پیاپی

نوع آزمون	آماره آزمون	معناداری
آزمون F	۰/۰۱۵۱	۰/۹۰۲۳
آزمون کای مربع	۰/۰۱۵۳	۰/۹۰۱۷

فرضیه اول: ساختار مالکیت بر ارزش بلند مدت

شرکتها تاثیر معنی‌داری دارد.

به منظور بررسی این فرضیه، مدل رگرسیونی مورد نظر مورد آزمون قرار گرفت که نتایج حاصل از آن در جدول شماره ۹ نشان داده شده است. در این جدول ابتدا متغیرهای مستقل و سپس متغیرهای کنترلی قرار داده شده اند.

همانطور که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به آماره t و ضریب متغیر مستقل یعنی مالکیت نهادی به ترتیب عبارتست از ۰/۸۱۶۲ و صفر است و چون معناداری این ضریب کمتر از سطح خطای مورد پذیرش در این تحقیق (۰/۰۵) است بنابراین این متغیر مستقل بر متغیر وابسته تحقیق تاثیر دارد و این مطلب بیانگر این است که وجود مالکیت نهادی بر ارزش بلند مدت شرکتها تاثیر دارد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود. با توجه به جدول فوق مدل نهایی به صورت زیر خواهد بود:

$$TOBIN'SQ_{i,t} = 0/745 + 0/814 Inst-Own_{i,t} + 0/142$$

$$SIZE_i - 0/548 CAPEX_{i,t} + 0/136 SGROWTH_{i,t} +$$

جدول ۱۲: نتایج حاصل از بررسی ضرایب جزئی مدل - فرضیه دوم

GOVERNANCE _{i,t} = α ₀ + β ₁ Inst-Own _{i,t} + β ₂ Control-Own _{i,t} + β ₃ SIZE _{i,t} + β ₄ ROA _{i,t} + β ₅ SGROWTH _{i,t} + ε _{i,t}				
متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری
Inst-Own	۰/۴۲۵۱	۰/۱۶۶۹	۳/۳۸۴۲	۰/۰۰۳۱
Control-Own	۰/۰۶۵۲	۰/۳۹۵۱	۰/۱۶۹۲۶	۰/۷۵۴۲
SIZE	-۰/۰۵۵۲	۰/۰۱۵۱	-۳/6516	۰/۰۰۰۳
ROA	۰/۰۵۰۱	۰/۰۵۰۰	۰/0202	۰/۰۱۳۸
SGROWTH	۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۱۸	۰/3557	۰/۷۲۲۲
مقدار ثابت	۰/۷۵۱۱	۰/۵217	۳/4527	۰/۰۰۰۶

متغیرهای کنترلی به ترتیب -۰/۰۵۵۲ و ۰/۰۵۰۱ با سطح معناداری ۰/۰۰۰۳ و ۰/۰۱۳۸ است که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، بنابراین این متغیرها نیز بر فرهنگ حاکمیتی شرکتها تاثیر دارند. بر این اساس مدل حاصل از آزمون فرضیه ۱ شماره (۲) به شکل زیر می‌باشد.

$$GOVERNANCE_{i,t} = 0.7511 + 0.3644 Inst-Own_{i,t} - 0.0552 SIZE_{i,t} + 0.0501 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

بحث و نتیجه گیری

با توجه به یافته‌های تحقیق، مشاهده می‌شود که از بین مکانیزمهای ساختار مالکیت، صرفاً مالکیت نهادی بر ارزش بلند مدت شرکتها تاثیر دارد می‌شود که این یافته همسو با مبانی نظری تحقیق ارائه شده است. همچنین نتیجه این تحقیق همسو با نتیجه تحقیق شان و همکاران (۲۰۱۵) و کومرا و همکاران (۲۰۱۴) و اگروال و همکاران (۲۰۱۶) می‌باشد. اگروال و همکاران (۲۰۱۶) در تحقیق خود بیان کردند که شرکت‌هایی که مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را رعایت کرده‌اند بیشتر به اصول مدیریتی مالی پایبند بوده‌اند و به افزایش ثروت سهامداران می‌اندیشند و این شرکتها با انجام اقدامات پیشگیرانه باعث افزایش ارزش سهام و شرکت در بلند مدت می‌شوند. همچنین، فازاری و همکاران (۱۹۸۵)، دگریس و جونگ (۲۰۰۱) و لامونت (۱۹۹۲)، قائل به وجود رابطه مثبت بین

همانطور که در جدول شماره ۱۱ ملاحظه می‌شود، مقدار معناداری آماره‌های آزمون LM بریوش - گادفریزرگتر از ۰/۰۵ و بیانگر این است که همبستگی پیاپی در بین خطاهای مدل وجود ندارد.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت بر فرهنگ حاکمیتی شرکتها تاثیر معنی‌داری دارد.

جهت آزمون فرضیه دوم از مدل شماره ۲ استفاده شده است، که نتایج آزمون این فرضیه در جدول شماره ۱۲ آمده است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۷۴۶۰ است. یعنی ۰/۷۴۶۰ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی قابل توضیح است. همان‌طوری‌که ملاحظه می‌شود، سطح معناداری مربوط به آماره t و ضریب متغیر مالکیت نهادی بیانگر این است که این متغیر بر فرهنگ حاکمیتی شرکتها تاثیر دارد، زیرا ضریب برآورد شده برای این متغیر برابر با ۰/۴۲۵۱ است که با توجه به ستون معناداری مشاهده می‌شود که این ضریب معنادار است چون معناداری آن ۰/۰۰۱۰ است که کمتر از سطح خطای مورد پذیرش در این تحقیق (۰/۰۵) است بنابراین فرضیه دوم تحقیق تایید می‌شود. همچنین با توجه به نتایج کسب شده از تجزیه و تحلیل نمونه شرکت مشاهده می‌شود که ضرایب مربوط به متغیرهای اندازه شرکت SIZE و بازده داراییها ROA به عنوان

رعایت می‌کنند میزان فرهنگ حاکمیتی آنها بالا رفته و کلیه اعضای شرکت به صورت داوطلبانه سعی در پیاده سازی مکانیزمهای حاکمیت شرکتی مطلوب می‌شوند. بنابراین با توجه به این نتایج، پیشنهادات کاربردی زیر ارائه می‌گردد:

نتایج تحقیق نشان داد که وجود مالکیت نهادی اثر معنی‌داری بر ارزش بلند مدت و فرهنگ حاکمیت شرکتی شرکتها دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت در کشور ما هنوز وجود مالکیت نهادی عامل تعیین کننده در ارزش بلند مدت شرکتهاست. لذا به تحلیلگران و فعالان بازار سرمایه توصیه می‌شود نقش این عامل مهم را در تصمیم‌گیریهای خود منظور نمایند و در نظر داشته باشند که این عامل می‌تواند تعیین کننده وضعیت آتی سرمایه‌گذاری آنها باشد. همچنین سازمان بورس اوراق بهادار نیز می‌بایست به این مکانیزم مهم توجه جدی داشته باشد. در مقابل، نتایج این پژوهش نشان داد که مالکیت کنترلی اثر معنی‌داری بر ارزش بلندمدت و فرهنگ حاکمیتی شرکتها ندارد. لذا می‌توان تصور کرد این نتیجه به دلیل این است که بخش عمده مالکیت‌های کنترلی مالکیت نهادی است و اگر از نقش آن صرف‌نظر نماییم، سایر مالکیت‌های کنترلی نقش برجسته‌ای در تعیین ارزش بلندمدت شرکتها و فرهنگ حاکمیتی ندارند. دلیل این موضوع می‌تواند این باشد که بخش عمده‌ی مالکیت نهادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران همان مالکیت‌های نهادی هستند. لذا به تحلیلگران حوزه بازار سرمایه توصیه می‌شود که این مهم را نیز در تصمیمات خود منظور کنند.

منابع و ماخذ

- Abbott L, Parker S, Peters G, Raghunandan K. (2003). "The association between audit committee characteristics and audit fees". A Journal of Practice and Theory, 22: 17-32.
- Agarwal (2008), "Institutional Ownership and Stock Liquidity", Working paper. <http://ssrn.com/>
- Ahmadpoor Ahmad and Montazeri Haadi (2011). "Type of earnings management and the

مکانیزمهای مالکیتی حاکمیت شرکتی و ارزش بلند مدت شرکتها بودند. ماگ (۲۰۰۷) به این نتیجه رسید که استفاده از سرمایه‌گذاران نهادی (مالکیت متمرکز) از توانایی‌هایشان برای نظارت بر مدیریت تاییدی از میزان سرمایه‌گذاری آنها است و اینیک ارتباط مستقیم است در نتیجه باعث بهبود عملکرد و ارزش شرکت در آینده و بصورت بلند مدت می‌شود همچنین وجود سرمایه‌گذاران نهادی باعث (مالکیت متمرکز) باعث افزایش فرهنگ حاکمیت شرکتی می‌گردد و شرکت به صورت داوطلبانه مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را اجرا می‌کند. اگر و همکاران (۲۰۱۶) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های که درصد مدیران غیر اجرایی بالاتری دارند معتقدند حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کنند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذی‌نفعان می‌باشد و باعث افزایش ارزش شرکت در بلند مدت می‌شود. نتایج دیگر تحقیق نشان داد که در مورد متغیرهای کنترل، متغیرهای اندازه شرکت، رشد درآمد و بازده دارایی‌های دارای رابطه معنادار با ارزش شرکت هستند. یعنی با افزایش اندازه شرکت و رشد فروش و بازده دارایی، ارزش شرکت در بلند مدت افزایش می‌یابد. همچنین نتایج این تحقیق نشان داده است که فرضیه دوم تحقیق تایید شده است و مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر فرهنگ حاکمیتی شرکتها تاثیر دارد که نتایج این تحقیق همسو با مبانی نظری ارائه شده در هنگام تبیین فرضیه و تحقیق اگر و و همکاران (۲۰۱۶) است زیرا آنها در تحقیق خود بیان کردند که شرکت‌هایی که مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را رعایت کرده‌اند شرکت‌هایی هستند که فرهنگ حاکمیتی در آنها نهادینه شده است و با افزایش میزان رعایت مکانیزمهای حاکمیت شرکتی، میزان فرهنگ حاکمیتی شرکتها افزایش می‌یابد. کلیری و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که در هنگامی که شرکتها به صورت داوطلبانه مکانیزمهای حاکمیت شرکتی را

Lakshan A. L and, W.M, Wijekoon (2012) "Corporate governance and corporate failure" *Procedia Economics and Finance* 2 191 – 198

یادداشت‌ها

¹ *Bebchook et al*

² *Kereimrz & naeil*

³ *Beekes, Pope & Young*

⁴ *Ahmed & Duellman*

⁵ *Chi & Liu & Wang*

⁶ *Lim*

effect of company size, ownership structure and corporate governance on it. "The Journal of Accounting Progress in Fall and Winter 2011 No. 2, Pages 1-35

Ahmadpoor Ahmad, Malekian Esfandiar, Zare Bahmaniri Mohammad Javad and Zainab Naadi (2011). "Investigating the Role of Board Structure on Intellectual Capital of Companies by Fuzzy Approach, Case Study of Tehran Pharmaceutical Companies Companies »Journal of Accounting Knowledge, 3rd Year, Issue 8, Pages 73-93

Ahmadpoor, Ahmad, Kashanipoor Mohammad and Shojaiee Mohammad Reza (2010). "Investigating the Effect of Corporate Governance and Audit Quality on the Cost of Financing through Debt (Loan), Accounting and Auditing, No. 62, Pages 17-32

Akbar nezhad, Jamal, Azimi javad, Mohammad Zade, Haidar and Alireza Roshan Zamir (2013). "Government Ownership and its Effects and Consequences on Intellectual Capital "Quarterly Journal of Research Accounting, Third Year, No. 12, Pages 48-62

Altman, E. (1999). *Bankruptcy & distressed restructurings: Analytical issues & investment opportunities*. Washington DC: Beard Books.

Attaran, N., Hosseini, S., Hossein, S., & Karami, G. (2012). *Bankruptcy prediction, accounting variables and economic development: empirical evidence from Iran*. *International Business Research*, 5(8), 147–152.

Biddle, G. C, G. Hilary and R. S. Verdi. 2009. How does financial reporting quality improve investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*

Brown, P., Beekes, W., Verhoeven, P., 2011. Corporate governance, accounting and finance: a review. *Account. Finance* 51 (1), 96–172.

Bushee, Brian J (1998), "The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior", *Accounting Review* 73, 305-333.

Cheng, Shijun, (2008). Board size and the variability of corporate performance. *Journal of Financial Economics*. 87(1), 157-176.

Coffee, J.C., (1991), "Liquidity versus control: the institutional investor as corporate monitor, *Colombia Law Review*, Vol.91, N° 6, pp.1277-1368.

Hassas Yaghaneh, Yahya (2007). "Corporate Governance in Iran. "Auditor's Journal, No. 22.

Hassas Yaghaneh, Yahya (2008). "Corporate Governance in Iran. "Auditor's Journal, No. 32.

Hassas Yaghaneh, Yahya, Sheri Saber and Khosro Nezhad Sayed Hossein (2007). "The Relationship between Corporate Governance Mechanisms, Debt Relation, Company Size with Profit Management," *Empirical Financial Accounting Studies*, No. 24, 116-79.

