

بررسی رابطه سرمایه فکری هیئت مدیره با ارزش و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شهین دهقان هراتی^۱

علی فاضل یزدی^۲

حسین جبّاری^۳

احمدعلی اسدپور^۴

تاریخ پذیرش: ۹۲/۲/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۱/۹/۸

چکیده

توسعه و پیشرفت سریع فناوری در دهه‌های اخیر تحول بزرگی در تمام جنبه‌های زندگی و فعالیت‌های بشر ایجاد کرده و باعث حرکت به سمت اقتصادی دانش‌محور و تغییر پارادایم حاکم بر اقتصاد صنعتی شده است. به گونه‌ای که امروزه می‌توان شاهد اقتصادی مبتنی بر دانش و اطلاعات بود که اساس و بنیان آن بر محور دارایی‌های نامشهود و سرمایه فکری استوار است. در چنین فضایی سرمایه فکری سازمان‌ها بیش از پیش به عنوان مزیت رقابتی مورد توجه قرار گرفته است. این پژوهش با هدف بررسی اثر سرمایه فکری هیئت مدیره بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است. فرضیه‌ها بر اساس متغیرهای پنج‌گانه تعداد مدیران دارای مدرک دکترا، کیو تو بین، کیو تو بین تعدیل شده، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم تدوین شده و با نمونه‌ای مشتمل بر ۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در دامنه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۰، با استفاده از رگرسیون خطی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از این تجزیه و تحلیل حاکی از آن است که، تعداد متخصصان در هیئت مدیره بر ارزش و عملکرد مالی شرکت‌های دانش‌محور تأثیر گذار است.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، سرمایه فکری، ارزش شرکت، عملکرد مالی، شرکت‌های دانش‌محور.

۱- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس و مدرس دانشگاه (مسئول مکاتبات)

۲- کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

۳- استادیار و عضو هیأت علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان

۴- عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس

۱- مقدمه

نظر اقتصادی و تجاری در رتبه نخست منطقه قرار گیرد بر همین اساس مقام معظم رهبری (مدظله العالی) در فرمایشات خود در سال ۱۳۹۱ راهکار دستیابی به این رتبه در منطقه را در گرو تأکید و گسترش اقتصاد دانش‌محور معرفی کرده است. جایگاه و نقش سرمایه فکری شرکت در ساختار سود رقابتی، عملکرد مالی و ایجاد ارزش سازمانی در ادبیات اقتصاد جهانی به خوبی تثبیت شده است. مطالعات تجربی متعددی در عرصه‌های مختلف علم تجارت نشان می‌دهد که کارمندان یا مدیران دانا و باتجربه به طور مثبت در ارزش و عملکرد شرکت سهم هستند. تمام این مطالعات بر سرمایه فکری منابع انسانی شرکت تمرکز دارند و سرمایه فکری هیئت مدیره‌ی شرکت را نادیده می‌گیرند. همین طور، حتی جامع‌ترین مطالعات حاکمیت شرکتی، ساختارها و فرآیندهای مختلف حاکمیت را شرح می‌دهند اما هیچ اشاره‌ای به معیارهای سرمایه فکری یا دانش هیئت مدیره نمی‌کنند، در نتیجه یک شکاف مهم در ساختارهای حاکمیت خوب^۳ باقی می‌ماند و اساساً درک اثر حاکمیت شرکتی بر ارزش و عملکرد شرکت را محدود می‌کند (کالیتا^۴، ۲۰۱۱). نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی صورت گرفته در سایر کشورها نیز نشان می‌دهد که یک رویکرد حاکمیت شرکتی مناسب منجر به عملکرد و ارزش بالاتر شرکت می‌شود. با این وجود تحقیقات اندکی درباره‌ی سرمایه فکری و به خصوص ارتباط آن با ارزش و عملکرد شرکت^۵ در ایران انجام گرفته است. با توجه به فرآیند خصوصی‌سازی و کوچک‌سازی دولت که یکی از مباحث اقتصادی روز کشور است، بررسی تأثیر مکانیزم‌های سرمایه فکری بر ارزش و عملکرد شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران از اهمیت زیادی برخوردار است (نیک بخت و همکاران، ۱۳۸۹).

سازمان‌ها برای این که در دنیای تجارت و رقابت، حضور مستمر و پایدار داشته باشند باید حول محور علم و دانش فعالیت کنند. علی‌رغم این که دانش به عنوان منبعی برای بقای سازمان‌ها ضروری است و شرط موفقیت سازمان‌ها در گرو دستیابی به دانش و فهم عمیق آن در تمامی سطوح است، رقابت، اصل اول بقا و دانش، پیش شرط ورود به عرصه رقابت است (حلیم^۱، ۲۰۱۰). تا اواسط قرن بیستم عمدتاً تصور می‌شد که دلیل اصلی عقب‌ماندگی کشورهای در حال توسعه کمبود سرمایه‌های مالی و فیزیکی است. لذا کشورهای در حال توسعه عمدتاً تلاش می‌کردند برای جبران عقب‌ماندگی خود از راه‌های مختلف به کسب سرمایه‌های مالی و فیزیکی بپردازند. اما امروزه ثابت شده که تزریق سرمایه‌های فیزیکی و مالی بخودی خود موجب تسریع روند توسعه کشورهای در حال توسعه نمی‌شود. تنها آن دسته از کشورهایی که دارای ساختارهای اداری قوی و نیروی انسانی کارآمد و متخصص هستند می‌توانند از سرمایه‌های مالی و فیزیکی در روند رشد و توسعه خود به نحو صحیح استفاده نمایند. در اقتصاد روز دنیا رشد و تولید ثروت عمدتاً از دارایی‌های نامشهود به خصوص سرمایه فکری^۲ سرچشمه گرفته و پیشرفت‌های اقتصادی اکثر سازمان‌های موفق نیز حاکی از این مطلب است که ارزش‌افزایی، بیشتر متکی به دارایی‌های نامشهود است تا دارایی‌های فیزیکی (شجاعی و همکاران، ۱۳۸۹). در چنین شرایطی سرمایه فکری، عامل کلیدی ارتقای عملکرد و ارزش سازمانی محسوب می‌شود. در زمینه سرمایه فکری مهم‌ترین مسئله، چگونگی مفهوم‌سازی، درک، ارزیابی و اندازه‌گیری این نوع دارایی است (شجاعی و باغبانیان، ۱۳۸۸). با توجه به این که در سند چشم انداز ۲۰ ساله کشور، در پایان این دوره ایران باید از

در بخش‌های بعد، چارچوب نظری پژوهش معرفی گردیده و سپس به تبیین روش‌شناسی پژوهش مورد استفاده پرداخته و یافته‌های تحقیق مورد بررسی قرار می‌گیرد و در بخش پایانی نتیجه‌گیری و پیشنهادات پژوهش مطرح می‌شود.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

۲-۱- ادبیات پژوهش

مبانی و مفاهیم نظری ارزش و عملکرد شرکت‌ها

مفهوم ارزش از گذشته و از زمانی که بشر به تجارت و جمع‌آوری سرمایه و ثروت پرداخته است، به وجود آمده است. با توجه به رشد واحدهای تجاری، تأسیس شرکت‌های سهامی، متفاوت بودن علایق و انتظارات سهامداران و حداکثر کردن سود به عنوان هدف نهایی شرکت‌ها، ارزش به عنوان واسطه دارایی‌های موجود و کارآیی عملیاتی تعریف شده است (کیم، ۲۰۰۶). ارزش یک قلم دارایی، اعم از این که واقعی یا مالی باشد، بستگی به این دارد که تا چه حد بتواند خواسته‌ها و نیازهای اشخاص را برآورده کند. بر این اساس، مطالعات و تحقیقات متنوعی در رابطه با ارزشیابی شرکت و معیارهای سنجش عملکرد صورت گرفته است که به نقش اطلاعات حسابداری جهت برآورد سودهای آتی و ارزشیابی شرکت توسط سرمایه‌گذاران اشاره دارد. البته امروزه از دیدگاه بازار سرمایه و سهامداران، آنچه ارزش شرکت را تشکیل می‌دهد رشد پایدار و متممادی ارزش‌آفرینی است نه سودآوری گذشته و کوتاه‌مدت. دلایل تغییر این نگرش ریشه در محرک‌های نوین ارزش‌آفرینی، مزیت رقابتی و مدیریت ریسک دارد که به واسطه آن سهامداران عمدتاً در آینده در این شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این رو عواملی که بیانگر سودآوری مستمر و رشد پایدار هستند، می‌توانند

معیار مناسب ارزش برای آنان باشند (رودنشین، ۱۳۸۴). سرمایه‌گذاران بر اساس معیارهای مختلف، ضمن مقایسه انواع سهام، در سهام خاصی سرمایه‌گذاری می‌کنند. اثربخشی سازمان عبارت است از درجه یا میزانی که سازمان به هدف‌های مورد نظر خود نائل می‌شود. عملکرد سازمانی بخشی از مفهوم اثربخشی سازمانی است که مبنای آن اهداف بیرونی سازمان یعنی اهداف گروه‌های ذینفع می‌باشد و عبارت است از معیارهای بیرونی اثربخشی یک سازمان که سه حوزه کلی را در برمی‌گیرد: ۱) عملکرد مالی (سود، بازده دارایی، بازده سرمایه‌گذاری و ...)، ۲) عملکرد بازار (فروش، سهم بازار و ...) و ۳) بازده صاحبان سهام (بازده صاحبان سهام، ارزش افزوده اقتصادی و ...). با توجه به تعریف اثربخشی سازمانی و عملکرد سازمانی و با توجه به اهداف عملیاتی که در عملکرد مالی مورد توجه قرار می‌گیرد، تعریف عملکرد مالی بدین صورت خواهد بود: "درجه یا میزانی که شرکت به هدف‌های مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت آنان نائل می‌آید." اهداف عملیاتی که مدیر عامل شرکت در راستای دستیابی به هدف اصلی یعنی افزایش ثروت سهامداران دنبال می‌کند دربرگیرنده شاخص‌ها و معیارهایی است که بر مبنای آن می‌توان عملکرد مالی یک شرکت تجاری را اندازه‌گیری کرد (خداداد حسینی، ۱۳۸۵).

رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش و عملکرد شرکت‌ها

حاکمیت شرکتی به مجموعه‌ای از فرآیندها، آداب و رسوم، سیاست‌ها و رویه‌ها، قوانین و عواملی اشاره دارد که بر راه و روشی که یک شرکت هدایت و یا تحت جدایی مالکیت از مدیریت نظارت می‌شود، اثرگذار است. به علاوه انتظار می‌رود ارزش‌های بیان شده شرکت‌ها با ساختارهای حاکمیت شرکتی مختلف، متفاوت باشد. استدلال اصلی این است که

ذینفعان با اهمیت هماهنگ شده باشند، به طور قابل توجهی تقویت خواهند شد. این راهبردهای تغییر ارزش و عملکرد باید بیشتر بر همگام شدن با نیازها و تقاضاهای نیروی کار، همچنین تمایلات مصرف کنندگان متمرکز باشد (شروز و واچوویز^۸، ۲۰۰۵).

سرمایه فکری هیئت مدیره و ارزش و عملکرد شرکت

خصوصیت بارز عصر حاضر، عملکرد و ایجاد ارزش بر پایه دارایی‌های نامشهود است. این در حالی است که ثروت در گذشته از منابع فیزیکی و مالی یک شرکت بدست می‌آمد و صاحبان سرمایه، همواره سعی در بهبود اوضاع اقتصادی خود از طریق بهبود افزایش دارایی جاری و دارایی ثابت داشتند. با پیدایش دارایی‌های نامشهود و تأکید هرچه بیشتر بر ایجاد ارزش از طریق آن‌ها، حوزه جدیدی در علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری به نام سرمایه فکری به وجود آمده که در نتیجه آن انقلاب عظیمی در حیطه ارتباطات و تکنولوژی رخ داده است. این انقلاب، ذینفعان را وادار به تغییر دیدگاه، درباره نحوه افزایش ثروت و قوانین ایجاد ارزش و عملکرد صحیح نمود که دانش، آغازگر این حرکت بود (مانوتل و همکاران^۹، ۲۰۱۱). سرمایه فکری هیئت مدیره به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت خوب در ادبیات حاکمیت شرکتی نادیده گرفته شده است. سرمایه فکری هیئت مدیره منبع مهمی از ارزش‌آفرینی سازمانی می‌باشد (ریوگروک و همکاران^{۱۰}، ۲۰۰۶). از دیدگاه نظری، اقتصاددانان، دانش را به عنوان یک منبع با ارزش برای فعالیت‌های تولیدی و اقتصادی به رسمیت شناخته‌اند. به عقیده‌ی مارشال^{۱۱}، در میان معیارهای تولید، دانش یکی از قوی‌ترین است. شولتز^{۱۲} سرمایه فکری را به عنوان منبع اصلی رشد اقتصادی شناسایی می‌کند، در حالی که کوین^{۱۳} با

چون شرکت چیزی بیش از یک مجموعه قانونی نیست، پس ارزش‌های آن باید از ترجیحات یا ارزش‌های ذینفعان آن سرچشمه بگیرد. به عبارت دیگر، ارزش‌های شرکت زمانی ایجاد می‌شوند که ارزش‌های ذینفعان، برجسته، کلیدی و درونی شوند (بونن و همکاران^{۱۴}، ۲۰۰۶). رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش و عملکرد شرکت از اهمیت اساسی بین دانشگاهیان، شاغلین و سیاستگذاران برخوردار است. ارتباط این موضوع از حجم قابل توجه ادبیات تجربی درباره حاکمیت شرکتی شرکت‌ها و تصمیمات متعدد نظارتی که بر ساختار حاکمیت تأثیرگذار است، واضح می‌باشد. در تحقیقات پیشین، اندازه هیئت مدیره، اندازه کمیته‌های مختلف، تعداد جلسات، جبران خسارت (پاداش) مدیر، دوگانگی مدیر عامل - رئیس هیئت مدیره و بسیاری از مفاهیم دیگر برای توصیف ابعاد مختلف حاکمیت شرکتی بکار گرفته شده است. اگرچه، به طور کلی، به نظر می‌رسد ارتباط مثبت خاصی بین معیارهای منحصر به فرد حاکمیت خوب و ارزش و عملکرد شرکت باشد، ولی بیشتر یافته‌ها بی‌نتیجه مانده است (کالینا، ۲۰۱۱). در یک چارچوب فرضی، ارزش و عملکرد شرکت تابعی از ساختار مالکیت، هیئت مدیره و ذینفعان خواهد بود. چارچوب پیشنهادی در مقایسه با دیدگاه‌های سنتی دارای چندین کاربرد عملی است. اول، ارزش و عملکرد شرکت و تغییر در آن‌ها باید در مالکیت شرکت ریشه داشته باشد. دوم، ترکیب هیئت مدیره شامل دانش، تجربه، شخصیت و ارزش‌های مدیران ابزاری بسیار مستقیم برای استقرار ارزش و عملکرد جدید در یک شرکت هستند. با اعمال تغییرات محدود در ترکیب هیئت مدیره، احتمالاً ارزش و عملکرد شرکت زیاد تغییر نخواهد کرد. سوم، منطق ارزش و عملکرد شرکتی جدید، در صورتی که ارزش و عملکردهای جدید با فشارهای خارجی از سوی

بیان چند مورد استثنا، اعتقاد دارد که قدرت اقتصادی و تولید شرکت، بیشتر در توانایی‌های فکری آن نسبت به دارایی‌های ملموس نهفته است. دیگر محققان بر افزایش در نقش دانش از عصر صنعتی به زمان انقلاب اطلاعات تأکید دارند. استوارت^{۱۴} به سرمایه فکری به عنوان ثروت جدید سازمان‌ها اشاره دارد. از منظر تجربی، مطالعات متعددی این دیدگاه را ارائه می‌کنند که سرمایه فکری شرکت یک منبع مهم از مزیت رقابتی و محرکی برای ارزش شرکت می‌باشد. هیئت مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم‌گیری، نیازمند مهارت‌های متنوع از قبیل حسابداری، بانکداری و قانون است تا بتواند بر افزایش ارزش شرکت مؤثر باشد. فرض زیر بنای این موضوع آن است که اعضای بدون تجربه در دانش حسابداری یا مالی، توانایی کمتری در کشف مشکلات موجود در گزارش‌گری مالی دارند. همچنین وجود یک عنصر مالی با تجربه می‌تواند باعث شود دیگر اعضا حساس و هوشیار باشند (کرول و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۱). هیئت مدیره از جمله مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی است که تأثیر زیادی بر عملکرد شرکت و رعایت حقوق ذینفعان بنگاه اقتصادی دارد. نقش هیئت مدیره شرکت‌ها در نظارت بر نحوه اداره شرکت در جهت دستیابی به اهداف تعیین شده و هدایت مدیریت اجرایی بسیار تعیین کننده است، تا جایی که در مواردی، حاکمیت شرکتی مناسب به واسطه ترکیب و عملکرد هیئت مدیره سنجیده می‌شود (لارکر و همکاران^{۱۶}، ۲۰۰۷).

۲-۲- پیشینه پژوهش

در این بخش به بعضی از تحقیقات داخلی و خارجی انجام شده در این حوزه اشاره می‌شود: حساس‌یگانه و همکاران (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. دوره زمانی تحقیق سال ۱۳۹۱ می‌باشد که با استفاده از روش رگرسیون، فرضیه‌های پژوهش آزمون شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچ گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد. رجبی و خدابخشی (۱۳۸۹) در تحقیق به پاسخ این پرسش که آیا ساختار راهبری شرکت‌های ایرانی و مکانیزم‌های راهبری بکارگرفته شده توسط این شرکت‌ها تأثیری بر ارزش شرکت‌ها دارد یا خیر؟ پرداختند. آن‌ها در تحقیق خود برای ارزیابی ارزش شرکت از نسبت کیوتوبین و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری کل دارایی‌ها استفاده کردند. نتایج بدست آمده از این تحقیق حاکی از آن است که شرکت‌هایی که به نحو مناسب‌تری راهبری می‌شوند بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده و در ضمن دارای ارزش بیشتری نیز می‌باشند. ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۸) در تحقیقی به بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه فکری به طور مثبت و معناداری، نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت گردش دارایی‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ولی این تأثیر بر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری معنادار نیست. متفاوت بودن تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های موجود در صنایع مختلف نیز از دیگر نتایج این تحقیق می‌باشد که ناشی از تأثیر متفاوت سرمایه فکری بر نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت گردش دارایی‌ها است. نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیق به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. آزمون‌های انجام گرفته در این تحقیق ضریب همبستگی اسپیرمن و تحلیل رگرسیون است. نتایج نشان داد که هیئت مدیره در بازار

سرمایه‌های ایران به صورت کارآ به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل نمی‌کند و تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد. بطحائی (۱۳۸۵) در پژوهشی به بررسی اثرات سرمایه‌های فکری بر عملکرد شرکت‌های تحت پوشش سازمان گسترش و نوسازی صنایع و معادن ایران پرداخته است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان داد که میان سرمایه‌های فکری و برخی شاخص‌های ارزیابی عملکرد شرکت‌های تحت پوشش سازمان گسترش و نوسازی صنایع و معادن ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. هانگ^{۱۷} (۲۰۰۷) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین سرمایه فکری و عملکرد ۱۵۰ شرکت فعال در بورس سنگاپور با استفاده از آزمون رگرسیون پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که همبستگی مثبتی میان سرمایه فکری و بازده شرکت‌ها و سرمایه فکری و بازده آتی شرکت‌ها وجود دارد. دیتمار و اسمیت^{۱۸} (۲۰۰۵) نیز با بررسی دو معیار از حاکمیت شرکتی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت‌ها متوجه شدند که در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف هر ۱ دلار تغییر در وجه نقد باعث تغییری در حدود ۰.۴۲٪ تا ۰.۸۸٪ در ارزش بازار خواهد شد درحالی که این مبلغ در شرکت‌های با حاکمیت خوب ۲ برابر است. بلک^{۱۹} (۲۰۰۱) در تحقیقی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش بازار شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده است. نتایج نشان داد همبستگی معناداری (۹۰ درصد) بین ارزش بازار و حاکمیت شرکتی وجود دارد. به عبارت دیگر حاکمیت شرکتی تأثیر بسیار زیادی بر ارزش بازار شرکت‌ها دارد. بلاک^{۲۰} (۲۰۰۲) در تحقیقی به دنبال پاسخگویی به این سؤال بود که آیا حاکمیت شرکتی می‌تواند معیاری برای پیش‌بینی ارزش شرکت باشد؟ نتایج نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که سیستم حاکمیتی آن‌ها کارآمد است و شاخص‌های حاکمیتی بالاتری دارند، دارای عملکرد بهتری (هزینه‌های

سرمایه و هزینه‌های فروش کمتر) هستند اما الزاماً سودآوری بیشتری برای آن‌ها در آینده پیش‌بینی نمی‌شود. باوری و همکاران^{۲۱} (۲۰۰۳) در پژوهشی تأثیر حاکمیت شرکتی بر بازده سهام، ارزش شرکت و عملکرد را در اروپا بررسی کردند. نتایج تحقیق مؤید رابطه مثبت سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت بود. اما بر خلاف انتظار رابطه منفی بین استانداردهای حاکمیت شرکتی و نسبت‌های عملکرد وجود داشت. ناندلستاد و روزنبرگ^{۲۲} (۲۰۰۳) در تحقیقی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها پرداختند. نتایج نشان داد شرکت‌ها با سطح بالای حاکمیت شرکتی ارزش (کیوتوبین) بیشتری دارند. آمان و همکاران^{۲۳} (۲۰۱۱) با بررسی ۶۴ ویژگی حاکمیت شرکتی در ۲۲ کشور توسعه‌یافته طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت و قوی بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد. چن و همکاران^{۲۴} (۲۰۰۵) با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان در دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۲ و با استفاده از روش ضریب ارزش افزوده فکری، به این نتیجه رسیدند که سرمایه فکری شرکت‌ها، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش بازار و عملکرد مالی آن‌ها دارد. تان و همکاران^{۲۵} (۲۰۰۷) به بررسی رابطه بین سرمایه فکری و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار سنگاپور پرداختند. نتایج حاکی از آن است که سرمایه فکری و عملکرد به طور مثبتی به هم مربوط هستند و بین سرمایه فکری و عملکرد آینده شرکت همبستگی معناداری وجود دارد. هانوکو باتهولا^{۲۶} (۲۰۰۸) ارتباط خصوصیات هیئت مدیره و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیوزیلند را با استفاده از اطلاعات ۲۰۷ شرکت طی سال‌های ۲۰۰۴ تا ۲۰۰۷ که اطلاعات مالی‌شان در دسترس بود،

بررسی کرد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد از بین خصوصیات مختلف هیئت مدیره، تنها نرخ بازده دارایی‌ها و نسبت مالکانه رابطه‌ی مثبت و معنادار با عملکرد شرکت داشته و تعداد اعضای هیئت مدیره رابطه‌ی منفی و معنادار با عملکرد شرکت دارد.

تمام تحقیقات مطرح شده در بالا بر سرمایه فکری منابع انسانی شرکت تمرکز دارند و سرمایه فکری هیئت مدیره‌ی شرکت را نادیده می‌گیرند. همین‌طور، حتی جامع‌ترین مطالعات حاکمیت شرکتی، ساختارها و فرآیندهای مختلف حاکمیت را شرح می‌دهند اما هیچ اشاره‌ای به معیارهای سرمایه فکری یا دانش هیئت مدیره نمی‌کنند، در نتیجه یک شکاف مهم در ساختارهای حاکمیت خوب باقی می‌ماند و اساساً درک اثر حاکمیت شرکتی بر ارزش و عملکرد شرکت را محدود می‌کند. از این‌رو این تحقیق به بررسی شکاف بین دو جریان عمده ادبیاتی یعنی پژوهش روی سرمایه فکری و پژوهش روی حاکمیت شرکتی تمرکز دارد در حالی که معیارهای سرمایه فکری هیئت مدیره که می‌تواند در پژوهش‌های آینده استفاده شود را توسعه می‌دهد. از جنبه تجربی، این بررسی نقش قابل ملاحظه‌ای از سرمایه فکری هیئت مدیره را شناسایی می‌کند، بدین طریق در خط‌مشی بلندمدت پژوهش روی اثر حاکمیت شرکتی بر ارزش و عملکرد شرکت و واکنش سرمایه‌گذار نسبت به تغییرات در ساختار هیئت مدیره سهیم می‌شود.

۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ طبقه‌بندی بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی بکار می‌گیرد. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب روش، از نوع توصیفی

است. از میان انواع پژوهش‌های توصیفی، از نوع همبستگی بوده چرا که در آن ارتباط بین سرمایه فکری هیئت مدیره و ارزش و عملکرد شرکت مورد مطالعه قرار می‌گیرد. بنابراین از روش رگرسیون چند متغیره برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج، از آزمون‌های پیش‌فرض مدل رگرسیون استفاده شده است. از روش مطالعات کتابخانه‌ای برای مطالعه ادبیات موضوع پژوهش استفاده شده است. اطلاعات مربوط به متغیرهای وابسته و مستقل از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های نمونه از نرم‌افزار اطلاع‌رسانی ره‌آوردنویس و آریا سهم بورس اوراق بهادار تهران، دی‌وی‌دی‌های اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و پایگاه اطلاعاتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی برای دوره زمانی ۳ ساله (۱۳۹۰-۱۳۸۸) جمع‌آوری شده است. اطلاعات مربوط به ویژگی‌های هیئت مدیره از گزارش‌های مربوط به خلاصه تصمیم‌های مجمع عمومی عادی که سازمان بورس منتشر می‌کند و نیز گزارش فعالیت سالانه هیئت مدیره که به مجمع عمومی عادی صاحبان سهام ارائه می‌شود استخراج شده است. پس از جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها با ورود اطلاعات به نرم افزار اکسل متغیرهای تحقیق با استفاده از این نرم‌افزار محاسبه شده و سپس به منظور محاسبات آماری از نرم افزار SPSS استفاده شده است. داده‌ها در دو سطح توصیفی و استنباطی تجزیه و تحلیل شدند. جامعه آماری این تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد این جامعه آماری به این دلیل انتخاب شده است که اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس قابل دسترسی هستند و همچنین به دلیل مقررات خاص بورس اوراق بهادار، اطلاعات این شرکت‌ها همگن

متغیرهای وابسته

- کیو توین (TOBINSQ): به صورت جمع کل دارایی‌ها منهای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به اضافه‌ی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود (کالیتا، ۲۰۱۱).
- کیو توین تعدیل شده صنعت (ADJUSTEDTOBINSQ): به صورت کیو توین شرکت منهای کیو توین میانه صنعت محاسبه می‌شود (کالیتا، ۲۰۱۱).
- نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE): یکی از شاخص‌های مالی است که از تقسیم سود خالص بر مجموع حقوق صاحبان سهام بدست می‌آید (کالیتا، ۲۰۱۱).
- سود هر سهم (EPS): نشان دهنده سود متعلق به هر سهم است. این عدد از حاصل تقسیم سود و زیان بعد از کسر مالیات شرکت بر تعداد سهام آن بدست می‌آید (کالیتا، ۲۰۱۱).

متغیرهای کنترل

- اندازه شرکت (SIZE): از لگاریتم طبیعی درآمد فروش بدست می‌آید (کالیتا، ۲۰۱۱).
 - اهرم شرکت (LEVERAGE): از مجموع بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها بدست می‌آید (کالیتا، ۲۰۱۱).
- به منظور تجزیه و تحلیل ارزش افزوده‌ی تعداد مدیران و رئیس هیئت مدیره با مدرک دکترا خصوصاً در صنایع دانش محور، اثر متقابل $PHDNUM \times KNOWLEDGE$ و $PHDCHAIR \times KNOWLEDGE$ عنوان متغیر مستقل اضافی در مدل آورده شده است.

۵- فرضیه‌های پژوهش و مدل‌های آزمون آن

با توجه به رابطه بین متغیرهای پژوهش دو فرضیه به شرح زیر مطرح می‌شود:

هستند بنابراین تجزیه و تحلیل داده‌ها بهتر انجام می‌شود. نمونه مورد بررسی تحقیق، مشتمل بر ۶۰ شرکت (۱۸۰ مشاهده)، با استفاده از روش فیلترینگ تکنیک^{۲۷} بر مبنای ۴ معیار به شرح ذیل انتخاب شده‌اند:

- (۱) اطلاعات کامل و تفصیلی صورت‌های مالی سالانه هر یک از شرکت‌ها در تابلو بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۳ ساله مورد بررسی (۱۳۸۸-۱۳۹۰) موجود باشد.
- (۲) هر یک از شرکت‌های مورد بررسی سابقه عضویت دو سال قبل از آغاز دوره تحقیق را دارا باشند.
- (۳) شرکت‌های مورد بررسی تا پایان سال ۱۳۹۰ همچنان عضو بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- (۴) به جهت افزایش یا حفظ قابلیت مقایسه اطلاعات مالی به دست آمده، همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی، دوره سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۴- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

متغیرهای مستقل

- تعداد مدیران دارای مدرک دکترا (PHDNUM): شامل تعداد مدیرانی در هیئت مدیره می‌شود که دارای مدرک دکترا هستند.
- دانش (KNOWLEDGE): یک متغیر کیفی دو ارزشی است که عدد یک را برای شرکت‌های حاضر در صنایع دانش محور و عدد صفر را برای غیره شامل می‌شود.
- رئیس هیئت مدیره دارای مدرک دکترا (PHDCHAIR): اگر رئیس هیئت مدیره دارای مدرک دکترا باشد عدد یک و در غیر این صورت به آن عدد صفر می‌دهیم.

فرضیه ۱: ارزش شرکت با تعداد متخصصان در هیئت مدیره صنایع دانش محور رابطه مثبت دارد. جهت بررسی این فرضیه از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

$$(1) \text{TOBINSQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{PHDNUM}_t + \beta_2 \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_3 \text{PHDNUM} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_4 \text{PHDCHAIR}_t + \beta_5 \text{PHDCHAIR} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \beta_7 \text{LEVERAGE}_t + \varepsilon$$

$$(2) \text{ADJUSTEDTOBINSQ}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{PHDNUM}_t + \beta_2 \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_3 \text{PHDNUM} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_4 \text{PHDCHAIR}_t + \beta_5 \text{PHDCHAIR} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \beta_7 \text{LEVERAGE}_t + \varepsilon$$

واتسون استفاده می‌شود. چنانچه این آماره با توجه به سطح اطمینان ۹۵٪، نزدیک به عدد ۲ باشد (در بازه ۱.۵ تا ۲.۵ قرار گیرد)، خودهمبستگی وجود ندارد. با توجه به جدول شماره ۱، آماره این آزمون برای فرضیه‌های اول و دوم، در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار می‌گیرد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که خطاها از یکدیگر مستقل بوده و می‌توان از مدل رگرسیون جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده کرد.

جدول ۱- نتایج حاصل از آزمون خود همبستگی خطای

رگرسیون برای فرضیه اول و دوم

| مدل رگرسیون | دوربین - واتسون |
|-------------|-----------------|
| ۱ | ۱.۹۲۵ |
| ۲ | ۱.۹۳۵ |

| مدل رگرسیون | دوربین - واتسون |
|-------------|-----------------|
| ۳ | ۱.۹۹۸ |
| ۴ | ۲.۱۶۰ |

آزمون هم خطی

میزان رابطه خطی بین متغیرهای مستقل مربوط به مدل رگرسیون، با ۲ شاخص تولرانس^{۳۰} تورم واریانس^{۳۱} اندازه گیری می‌شود. با توجه به این که تولرانس یک نسبت بوده مقدار آن بین صفر و یک تغییر می‌کند. مقدار نزدیک به ۱ به این معنی است که در یک متغیر مستقل بخش کوچکی از پراکندگی آن توسط سایر متغیرهای مستقل توجیه می‌شود و مقدار نزدیک به صفر به این معنی است که یک متغیر تقریباً ترکیب خطی از سایر متغیرهای مستقل است و داده‌ها دارای رابطه خطی مشترک چندگانه هستند و مشکلاتی در استفاده از رگرسیون وجود دارد. عامل تورم واریانس نیز معکوس تولرانس بوده و هر چقدر افزایش یابد باعث می‌شود واریانس ضرایب رگرسیون افزایش یافته و رگرسیون را برای پیش‌بینی نامناسب

فرضیه ۲: عملکرد مالی شرکت با تعداد متخصصان در هیئت مدیره صنایع دانش محور رابطه مثبت دارد. جهت بررسی این فرضیه از مدل‌های زیر استفاده می‌شود:

$$(3) \text{ROE}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{PHDNUM}_t + \beta_2 \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_3 \text{PHDNUM} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_4 \text{PHDCHAIR}_t + \beta_5 \text{PHDCHAIR} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \beta_7 \text{LEVERAGE}_t + \varepsilon$$

$$(4) \text{EPS}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{PHDNUM}_t + \beta_2 \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_3 \text{PHDNUM} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_4 \text{PHDCHAIR}_t + \beta_5 \text{PHDCHAIR} \times \text{KNOWLEDGE}_t + \beta_6 \text{SIZE}_t + \beta_7 \text{LEVERAGE}_t + \varepsilon$$

۶- نتایج پژوهش

آزمون پیش فرض‌های استفاده از مدل رگرسیون

برای استفاده از مدل رگرسیون لازم است پیش‌فرض‌های استفاده از آن مورد آزمون قرار گیرد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸). بدین منظور، آزمون‌های دوربین - واتسون^{۲۸}، همخطی^{۲۹}، بررسی نرمال بودن خطاها انجام گرفته که نتایج آن در ادامه مشخص می‌باشد:

آزمون دوربین - واتسون

یکی از فرض‌هایی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. برای رسیدن به این مهم از آزمون دوربین

نرمال با میانگین صفر و انحراف معیار یک باشند. بدیهی است در صورت عدم تحقق پیش فرض فوق نمی توان از مدل رگرسیون استفاده کرد. جدول ۳ نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن خطای رگرسیون را برای فرضیه های تحقیق نشان می دهد:

جدول ۳- نتایج حاصل از آزمون نرمال بودن خطای رگرسیون برای فرضیه اول و دوم

| تعداد | انحراف استاندارد | میانگین | ماکزیمم | مینیمم | خطای استاندارد مدل |
|-------|------------------|---------|---------|--------|----------------------|
| | | | | | |
| ۱۸۰ | ۰.۹۶۹ | ۰.۰۰۰ | ۱۱.۱۴۱ | -۱.۹۱۲ | خطای استاندارد مدل ۱ |
| ۱۸۰ | ۰.۹۶۹ | ۰.۰۰۰ | ۱۱.۱۰۰ | -۲.۷۵۱ | خطای استاندارد مدل ۲ |
| ۱۸۰ | ۰.۹۶۹ | ۰.۰۰۰ | ۶.۵۵۳ | -۲.۲۰۰ | خطای استاندارد مدل ۳ |
| ۱۸۰ | ۰.۹۶۹ | ۰.۰۰۰ | ۴.۴۰۴ | -۳.۰۴۲ | خطای استاندارد مدل ۴ |

با توجه به جدول ۳، خطای استاندارد مدل های ۱، ۲، ۳ و ۴ دارای توزیع نرمال با میانگین صفر و انحراف معیار ۰.۹۶۹ (نزدیک به یک) می باشد. در نتیجه مشکلی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

آزمون معناداری رگرسیون

برای مشخص کردن معناداری مدل رگرسیون از این آزمون استفاده می شود. آماره این آزمون آماره فیشر (F) می باشد. برای این که معناداری مدل رگرسیون تأیید شود باید آماره محاسبه شده، از آماره فیشر بزرگتر باشد. برای چنین نتیجه گیری می توان از آماره

سازد. جدول ۲ نتایج حاصل از آزمون همخطی متغیرهای مستقل مدل رگرسیون برای فرضیه اول و دوم را نشان می دهد:

جدول ۲- نتایج حاصل از آزمون همخطی متغیرهای مستقل مدل رگرسیون برای فرضیه اول و دوم

| مدل رگرسیون | متغیرها | آزمون همخطی | |
|-------------|------------------|-------------|--------------|
| | | تولرانس | تورم واریانس |
| ۱ | تعداد مدیر دکترا | ۸۵۱ | ۱.۸۴۹ |
| | دانش | ۷۵۶ | ۱.۸۰۰ |
| | رئیس دارای دکترا | ۷۶۸ | ۱.۷۱۷ |
| ۲ | تعداد مدیر دکترا | ۳۵۱ | ۱.۸۴۹ |
| | دانش | ۷۵۶ | ۱.۸۰۰ |
| | رئیس دارای دکترا | ۸۶۸ | ۱.۷۱۷ |
| ۳ | تعداد مدیر دکترا | ۷۵۱ | ۱.۸۴۹ |
| | دانش | ۷۵۶ | ۱.۸۰۰ |
| | رئیس دارای دکترا | ۷۶۸ | ۱.۷۱۷ |
| ۴ | تعداد مدیر دکترا | ۸۵۱ | ۱.۸۴۹ |
| | دانش | ۷۵۶ | ۱.۸۰۰ |
| | رئیس دارای دکترا | ۸۶۸ | ۱.۷۱۷ |

با توجه به جدول ۲، مقدار تولرانس برای تمام متغیرهای مستقل نزدیک به ۱ می باشد، بنابراین داده ها دارای رابطه خطی مشترک چندگانه نیستند و مشکلی در استفاده از رگرسیون وجود ندارد.

بررسی نرمال بودن خطاها

هنگام استفاده از رگرسیون یکی از پیش فرض هایی که باید آزمون شود، این است که خطاها دارای توزیع

این آزمون علاوه بر تعیین معناداری ضرایب، جهت اثر آن ضرایب بر متغیر وابسته را نیز مشخص می‌کند. آماره مورد نظر برای تعیین معناداری ضرایب، آماره t می‌باشد که به جای آن می‌توان از ستون sig استفاده کرد. پس از تأیید معناداری ضرایب، از ضرایب محاسبه شده در ستون بتا، هم جهت و هم اندازه اثر متغیر مستقل بر متغیر وابسته تعیین می‌شود. جدول ۵ نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب رگرسیون برای فرضیه‌های تحقیق را نشان می‌دهد:

(sig) استفاده کرد. این آماره باید از سطح خطای ($\alpha=5\%$) کمتر باشد. جدول ۴ نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیون را برای فرضیه‌های تحقیق نشان می‌دهد:

با توجه به جدول ۴ می‌توان نتیجه گرفت که با توجه به آنکه مقدار sig برای فرضیه‌های اول و دوم برابر ۰.۰۰۰ می‌باشد و کمتر از ۰.۰۵ می‌باشد، پس معنادار بودن مدل رگرسیون برای فرضیه‌های اول و دوم قابل تأیید است.

آزمون معنادار بودن ضرایب

جدول ۴- نتایج حاصل از آزمون معناداری مدل رگرسیون برای فرضیه اول و دوم

| مدل رگرسیون | مجموع مربعات | درجه آزادی | میانگین مربعات | آماره F | سطح معنی‌داری Sig |
|-------------|--------------|------------|----------------|---------|-------------------|
| ۱ | ۳۰۴۳۲۲.۴ | ۱۱ | ۲۷۶۶۵.۶۷۰ | ۶۸۳۳ | .۰۰۰ |
| ۲ | ۲۶۳۲۴۰.۱ | ۱۱ | ۲۳۹۳۰.۹۲۲ | ۵.۶۵۹ | .۰۰۰ |
| ۳ | ۱۳۶۳۳۲.۲ | ۱۱ | ۱۲۳۹۳.۸۳۴ | ۶.۸۱۹ | .۰۰۰ |
| ۴ | ۱.۱۸E+۰۸ | ۱۱ | ۱۰۷۰۷۷۱۱.۰۸ | ۱۳.۵۴۶ | .۰۰۰ |

جدول ۵- نتایج حاصل از آزمون معناداری ضرایب رگرسیون برای فرضیه اول و دوم

| مدل رگرسیون | متغیرها | ضرایب غیراستاندارد | | ضرایب استاندارد | آماره t | سطح معنی‌داری Sig |
|-------------|------------------|--------------------|------------|-----------------|---------|-------------------|
| | | خطای استاندارد | ضریب متغیر | | | |
| ۱ | عرض از مبدأ | ۵۱.۰۱۷ | -۱۲۱.۰۰۲ | ۰.۱۷ | -۲.۳۹۱ | .۰۱۸ |
| | تعداد مدیر دکترا | ۵.۵۴۳ | -۱.۱۱۲ | .۰۲۲ | ۳.۲۰۱ | .۰۰۴ |
| | دانش | ۱۳.۹۶۰ | ۱.۸۷۷ | .۱۱۶ | ۲.۸۵۲ | .۰۱۸ |
| | تعداد دکترا*دانش | ۸.۱۰۰ | ۵.۲۶۳ | .۴۳۴ | ۳.۱۱۹ | .۰۰۲ |
| | رئیس دارای دکترا | ۱۹.۹۷۳ | ۴.۳۷۹ | .۰۲۳ | ۳.۲۱۹ | .۰۱۷ |
| | رئیس دکترا*دانش | ۳۱.۸۳۸ | ۳.۶۱۲ | .۰۱۵ | ۳.۱۱۳ | .۰۱۰ |
| | اندازه | ۷.۵۸۸ | ۲۴.۹۴۵ | .۲۳۶ | ۳.۲۸۸ | .۰۰۱ |
| | اهرم | ۲۱.۳۱۸ | -۳۴.۳۱۲ | -۰.۱۲۵ | -۲.۶۰۹ | .۰۲۱ |

| مدل رگرسیون | متغیرها | ضرایب غیراستاندارد | | ضرایب استاندارد | آماره t | سطح معنی داری Sig |
|----------------|------------------|--------------------|------------|-----------------|---------|-------------------|
| | | خطای استاندارد | ضریب متغیر | | | |
| ۲ | عرض از مبدأ | | | ۵۲.۱۴۱ | -۲.۱۲۷ | .۰۳۵ |
| | تعداد مدیر دکترا | | | ۵.۶۶۵ | ۳.۲۱۳ | .۰۰۲ |
| | دانش | | | ۱۴.۲۶۷ | ۳.۲۸۴ | .۰۰۲ |
| | تعداد دکترا*دانش | | | ۸.۲۷۸ | ۲.۸۴۸ | .۰۰۵ |
| | رئیس دارای دکترا | | | ۲۰.۴۱۳ | ۲.۱۹۷ | .۰۰۸ |
| | رئیس دکترا*دانش | | | ۳۲.۵۳۹ | ۳.۱۲۴ | .۰۰۱ |
| | اندازه | | | ۷.۷۵۵ | ۲.۹۲۹ | .۰۰۴ |
| | اهرم | | | ۲۱.۷۸۸ | -۲.۸۱۰ | .۰۱۴ |

| مدل رگرسیون | متغیرها | ضرایب غیراستاندارد | | ضرایب استاندارد | آماره t | سطح معنی داری Sig |
|----------------|------------------|--------------------|------------|-----------------|---------|-------------------|
| | | خطای استاندارد | ضریب متغیر | | | |
| ۳ | عرض از مبدأ | | | ۳۴.۱۸۴ | -۱.۴۳۹ | .۱۵۲ |
| | تعداد مدیر دکترا | | | ۳.۷۱۴ | ۲.۷۲۲ | .۰۲۲ |
| | دانش | | | ۹.۳۵۳ | -۰.۷۹۶ | .۴۲۷ |
| | تعداد دکترا*دانش | | | ۵.۴۲۷ | ۲.۶۳۹ | .۰۲۴ |
| | رئیس دارای دکترا | | | ۱۳.۳۸۳ | ۳.۵۱۲ | .۰۰۰ |
| | رئیس دکترا*دانش | | | ۲۱.۳۳۳ | ۳.۳۸۸ | .۰۰۰ |
| | اندازه | | | ۵.۰۸۴ | ۳.۳۱۱ | .۰۰۱ |
| | اهرم | | | ۱۴.۲۸۴ | -۲.۵۶۴ | .۰۱۱ |

| مدل رگرسیون | متغیرها | ضرایب غیراستاندارد | | ضرایب استاندارد | آماره t | سطح معنی داری Sig |
|----------------|------------------|--------------------|------------|-----------------|---------|-------------------|
| | | خطای استاندارد | ضریب متغیر | | | |
| ۴ | عرض از مبدأ | | | ۷۱۲.۸۵۷ | -۱.۱۲۷ | .۲۶۱ |
| | تعداد مدیر دکترا | | | ۷۷.۴۵۴ | ۳.۳۹۵ | .۰۰۰ |
| | دانش | | | ۱۹۵.۰۵۵ | ۳.۰۷۷ | .۰۰۰ |
| | تعداد دکترا*دانش | | | ۱۱۳.۱۷۴ | ۲.۹۰۹ | .۰۰۳ |
| | رئیس دارای دکترا | | | ۲۷۹.۰۷۷ | ۳.۴۶۹ | .۰۰۰ |
| | رئیس دکترا*دانش | | | ۴۴۴.۸۷۱ | ۳.۷۰۲ | .۰۰۰ |
| | اندازه | | | ۱۰۶.۰۲۲ | ۲.۹۵۸ | .۰۰۳ |
| | اهرم | | | ۲۹۷.۸۷۶ | -۲.۸۷۵ | .۰۱۷ |

از ستون sig جدول بالا کاملاً مشخص است که مقدار آماره sig برای متغیر تعداد مدیر دکترا در مدل ۱ معادل ۰.۰۰۴ در مدل ۲ برابر ۰.۰۰۲ در مدل ۳ برابر ۰.۰۲۲ و در مدل ۴ برابر ۰.۰۰۰ می باشد. با توجه به اینکه سطح خطای در نظر گرفته شده برای این پژوهش ۵٪ می باشد، بنابراین هر دو فرضیه تحقیق مورد تأیید قرار می گیرند.

۷- نتیجه گیری و بحث

اولین فرضیه تحقیق بیان کرد که ارزش شرکت با تعداد متخصصان در هیئت مدیره صنایع دانش‌محور رابطه‌ی مثبت دارد. نتایج بدست آمده در سطح اطمینان ۰/۹۵ این فرضیه را مورد پذیرش قرار می‌دهد. با دقت در سایر پژوهش‌های انجام شده در داخل و خارج از کشور تا حدود بسیار زیادی شاهد تطابق نتایج بدست آمده از پژوهش حاضر و دیگر پژوهش‌ها می‌باشیم. به نحوی که پژوهش حاضر با پژوهش‌های داخلی انواری رستمی و سراجی (۱۳۸۴) و رجیبی و خدابخشی (۱۳۸۹) و با پژوهش‌های خارجی جوئی (۲۰۰۸)، بلک و همکاران (۲۰۰۶)، ناندلستاد و روزنبرگ (۲۰۰۳) و آمان و همکاران در سال (۲۰۱۱) تطابق دارد. البته نتایج این فرضیه با پژوهش ستایش و کاظم نژاد (۱۳۸۸) مغایرت دارد. دومین فرضیه تحقیق بیان کرد که عملکرد مالی شرکت با تعداد متخصصان در هیئت مدیره صنایع دانش‌محور رابطه‌ی مثبت دارد. نتایج بدست آمده در سطح اطمینان ۰/۹۵ این فرضیه را مورد پذیرش قرار می‌دهد. با دقت در سایر پژوهش‌های انجام شده در داخل و خارج از کشور تا حدود بسیار زیادی شاهد تطابق نتایج بدست آمده از پژوهش حاضر و دیگر پژوهش‌ها می‌باشیم. به نحوی که پژوهش حاضر با پژوهش‌های داخلی موسوی و همکاران (۱۳۸۹) و عطیه بطحائی (۱۳۸۵) و با پژوهش‌های خارجی هانگ (۲۰۰۷)، بین اسماعیل (۲۰۰۵)، چن و همکاران (۲۰۰۵) و تان و همکاران (۲۰۰۷) تطابق دارد. البته نتایج این فرضیه با پژوهش حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸)، موسوی و همکاران (۱۳۸۹)، نیک بخت و همکاران (۱۳۸۹)، حمیدرضا یزدانی (۱۳۸۵)، باوری و همکاران (۲۰۰۳)، هانوکوبانهولا (۲۰۰۸) مغایرت دارد.

مطالعات گذشته تجزیه و تحلیلی جامع و دقیق از ساختار و قوانین و مقررات حاکمیت شرکتی را نمایش می‌دهند اما هیچ کدام اشاره‌ای به سرمایه فکری یا دانش هیئت مدیره ندارند. در نتیجه به طور قابل توجه‌ای درک نقش حاکمیت شرکتی در ارزش‌آفرینی سازمانی محدود می‌شود. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که هیئت مدیره‌هایی با تخصص علمی بیشتر تصمیمات تحقیق و توسعه مؤثرتری را اتخاذ می‌کنند و متعاقباً می‌توانند این تصمیمات را به طور مؤثرتری نسبت به هیئت مدیره‌هایی با تجربه علمی محدودتر نظارت کنند. مدیران دارای سابقه علمی همچنین انتظار می‌رود که افق تصمیم‌گیری بلندتری نسبت به مدیران دیگر داشته باشند. هیئت مدیره‌هایی با تخصص علمی بالا، پروژه‌های بلندمدت که ارزش فعلی شرکت را حداکثر کرده انتخاب می‌کنند. متخصصان در هیئت مدیره یک دارایی مهم و محرک عملکرد برتر در صنایع دانش‌محور به شمار می‌آیند. در سطحی کلی‌تر، سرمایه فکری هیئت مدیره یک بعد مهم از حاکمیت شرکتی و منبعی از ارزش‌آفرینی سازمانی است. در یک جمع بندی کلی می‌توان نتایج این تحقیق را در سه بخش تشریح کرد. اول اینکه، این تحقیق شکاف بین تحقیقات بر روی سرمایه فکری شرکت و تحقیقات بر روی حاکمیت شرکتی را برقرار و نیز معیارهای سرمایه فکری هیئت مدیره که می‌توانند در پژوهش‌های آینده استفاده شوند را توسعه می‌دهد و بیان‌کننده این است که دانش مدیران دارای اثری بیشتر و بالاتر بر روی ارزش شرکت نسبت به دیگر معیارهای حاکمیت مناسب استفاده شده در پژوهش‌های گذشته می‌باشد. دوم، این مطالعه توسعه جدیدی برای تحقیقات اثر حاکمیت شرکتی روی ارزش شرکت و واکنش سرمایه‌گذار نسبت به تغییرات در ساختار هیئت مدیره فراهم می‌کند. سوم، این مطالعه اهمیت کنترل را برای

این پژوهش پرسش‌های متعددی درباره موضوع حاکمیت شرکتی و سرمایه فکری به ذهن متبادر می‌شود. این پرسش‌ها می‌تواند به شکل پرسش و یا فرضیه زمینه پژوهش‌های آینده قرار گیرد که برخی از آن‌ها به شرح زیر است:

- ۱) رابطه بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های دانش‌بنیان
- ۲) ارتباط خصوصیات هیئت مدیره و ارزش شرکت‌های غیردانش‌محور پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد
- ۳) بررسی ارتباط بین سرمایه فکری مدیران و واکنش بازار شرکت‌ها
- ۴) اثر ساختار هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های دانش‌محور پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- ۵) اجرای پژوهش حاضر برای هر یک از صنایع موجود در بورس اوراق بهادار تهران
- ۶) اجرای پژوهش حاضر در دوره‌های زمانی متفاوت.

فهرست منابع

- * انواری رستمی، ع و سراجی، ح (۱۳۸۴). سنجش سرمایه فکری و بررسی رابطه میان سرمایه فکری و ارزش بازار سهام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال ۱۲، شماره ۳۹، ص ۴۹-۵۲.
- * بطحائی، ع (۱۳۸۵). بررسی اثرات سرمایه‌های فکری بر عملکرد شرکت‌های تحت پوشش سازمان گسترش و نوسازی صنایع و معادن، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.
- * حساس یگانه، ی و رئیسی، ز و حسینی، م (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

عامل‌های ضمنی مثل اثرات صنعت خاص، در تحقیقات حاکمیت شرکتی پررنگ می‌کند.

با توجه به نتایج به دست آمده در مورد تأثیر سرمایه فکری هیئت مدیره بر روی ارزش و عملکرد شرکت، توصیه می‌شود که مسئولین امر در شرکت‌ها و سازمان‌ها به موارد زیر توجه نمایند:

- ۱) اعضای بدون تجربه در دانش حسابداری یا مالی، توانایی کمتری در کشف مشکلات موجود در گزارشگری مالی دارند. همچنین وجود یک عنصر مالی با تجربه می‌تواند باعث شود دیگر اعضا حساس و هوشیار باشند. لذا پیشنهاد می‌شود هیئت مدیره برای نظارت بر مدیریت و مشارکت در تصمیم‌گیری، مهارت‌های متنوعی از قبیل حسابداری، بانکداری و قانون کسب نموده تا بتواند بر افزایش ارزش شرکت مؤثر باشد.
- ۲) با توجه به فرآیند خصوصی‌سازی و کوچک‌سازی دولت که از مهم‌ترین مباحث اقتصادی روز است، تصویب و اجرای هرچه سریع‌تر آیین‌نامه‌ی حاکمیت شرکتی که توجه ویژه‌ای به نظام حاکمیت شرکتی و به خصوص هیئت مدیره داشته است، ضروری به نظر می‌رسد.

۳) استفاده شرکت‌های دانش‌محور از معیارهای عملکرد مالی به عنوان مبنای سامانه‌ی جبران خدمات و پاداش‌دهی مدیران و کارکنان و افزایش انگیزه‌ی آن‌ها.

۴) به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری پیشنهاد می‌شود واحدهای تجاری دانش‌مداری را که توجه ویژه‌ای به مقوله‌ی سرمایه فکری و به کارگیری آن در فرایند کسب‌وکار دارند، در اولویت برنامه‌های اعتباردهی خود قرار دهند.

با توجه به نتایج پژوهش برای اطمینان بیشتر به موضوع پژوهش می‌توان پیشنهادهایی را برای پژوهش‌های آتی مطرح کرد. همچنین، پس از انجام

- بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، سال ۲، شماره ۶، ص ۱۵۵-۱۴۱.
- * نیک بخت، م و سیدی، س و هاشم الحسینی، ر (۱۳۸۹). بررسی تاثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت، فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۲، شماره ۱، ص ۲۵۳.
- * یزدانی، ح (۱۳۸۵). بررسی روابط متقابل اجزای سرمایه فکری (سرمایه انسانی، سرمایه ساختاری و سرمایه ارتباطی) و اثرات آن بر عملکرد شعب بانک ملت در استان تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- * Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M.M.(2011). "Corporate Governance and firm value: International evidence", *Journal of Empirical Finance*, Vol.18, No.2, pp.36-37.
- * Bauery, R., Gunster, N., & Otten, R.(2003). "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe The effect on Stock Returns, Firm Value and Performance", *Journal of Empirical Finance*, Vol.6, No.1, p.313.
- * Bin Ismail, M.(2005). "The Influence of Intellectual Capital on The Performance Of Telekom Malaysia", *University Technology Malaysia*.
- * Black, B.(2001). "The corporate governance behavior and market value of Russian firms", *Emerging Markets Reviw*, Vol.2, No.1, pp.89-90.
- * Black, B.S., Hasung, J., & Woochan, K.(2002). "Does Corporate Governance predict Firms market values: Evidence From Korea", *University of Texas school of law, working paper*, Vol.3, No.2, p.34.
- * Bonn, I., Yoshikawa, T. & Phan, P. H.(2006). "Effects of Board Structure on Firm performance: A Comparison between Japan and Australia", *Asian Business & Management*, No.3, pp.106-107.
- * Chen, M., Cheng, S. and Hwang, Y.(2005). "An Empirical Investigation of the Relationship between Intellectual Capital and Firms Market Value and Financial Performance", *Journal of Intellectual Capital*, Vol.6, No.2, p.159.
- * Ditmar, A., Mahrt-Smith, j.(2005). "Corporate governance and the value of
- بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال ۴، شماره ۱۳، ص ۷۵-۱۰۰.
- * خدادادحسینی، ح (۱۳۸۵). طراحی الگوی تأثیر فناوری اطلاعات بر سنج‌های عملکرد مالی با رویکرد فراتحلیل، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۶، ص ۸۳.
- * رجبی، ر و خدابخشی، ع (۱۳۸۹). رابطه بین نظام راهبری و ارزش بازار شرکت‌ها در ایران، همایش ملی نقش شفافیت اطلاعات حسابداری در حل بحران‌های مالی کنونی، خمین - دانشگاه آزاد اسلامی واحد خمین.
- * رودنشین، ح (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری و ارزش شرکت، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، شماره ۴۲.
- * ستایش، م و کاظم نژاد، م (۱۳۸۸). بررسی تأثیر سرمایه فکری بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، ص ۲۲.
- * شجاعی، ع و باغبانیان، م (۱۳۸۸). بررسی ارتباط سرمایه فکری و عملکرد سازمانی صنعت بانکداری ایران: مطالعه موردی استان کردستان، فصلنامه مدیریت صنعتی، شماره ۹، ص ۲۲-۱۸.
- * شجاعی، ع و بیگی، ت و نظری پور، م (۱۳۸۹). شناسایی تعاملات بین اجزای سرمایه فکری با استفاده از تکنیک مدل یابی معادلات ساختاری در صنعت بانکداری ایران، مجله فراسوی مدیریت، شماره ۱۴، ص ۱۹.
- * موسوی، ز و مریدی پور، ح و جاری، ا (۱۳۸۹). ارزیابی تأثیر سازوکار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

- Engineering Economist, Vol.46, No.1, pp.57-59.
- * Tan, H. P., Plowman, D. and Hancock, P.(2007). "Intellectual Capital and Financial Returns of Companies", Journal of Intellectual Capital, Vol.8, No .1, pp.76-78

یادداشت‌ها

1. Halim
 2. Intellectual capital
 3. "Good" governance
 4. Kalyta
 5. Firm performance
 6. Kim
 7. Bonn & et al
 8. Shrieves & Wachowicz
 9. Manuel & et al
 10. Ruigrok & et al
 11. Marshall
 12. Schultz
 13. Quinn
 14. Stewart
 15. Kroll & et al
 16. Larcker & et al
 17. Hong
 18. Ditmar & Smith
 19. Black
 20. Black
 21. Bauery & et al
 22. Nandelstadh & Rosenberg
 23. Ammann & et al
 24. Chen & et al
 25. Tan & et al
 26. Hanoku Bathula
 27. Filtering Technique
 28. Durbin-Watson Test
 29. Multi Collinearity
 30. Tolerance
 31. VIF
- cash holdings", Journal of Financial Economics, Vol.83, No.4, pp.599-601.
- * Halim, s.(2010). "Statistical analysis on the intellectual capital statement", Journal of Intellectual Capital, Vol.11, No.1, p.61.
- * Hanoku Bathula.(2008). "Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from New Zealand", Journal of management, Vol.20, No.4, p.172.
- * Hong, P.(2007). "Intellectual capital and Financial returns of companies", Journal of Intellectual Capital, Vol. 8, No.1, pp.76-77.
- * Jui, ch.w.(2008). "Investigating market value and Intellectual capital for S & P 500", Journal of Intellectual Capital, Vol.9, No.4, p.546.
- * Kalyta, p.(2011). "Intellectual Capital, Corporate Governance, and Firm Value", Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1848088>, pp.1-20.
- * Kim, W.G.(2006). "EVA and traditional accounting measures: which metric is a better predictor of market value of hospitality companies?", Journal of Hospitality & Tourism Research, Vol.30, No.1, p.35.
- * Kroll, M., Walters, B., & Wright, P.(2011). "Board vigilance, director experience, and corporate outcomes", Strategic Management Journal, Vol.29, No.6, p.365.
- * Larcker, D., Richardson, S., & Tuna, I.(2007). "Corporate governance, accounting outcomes and firm performance", The Accounting Review, Vol.82, No.9, p.963.
- * Manuel Castelo Branco & Catarina Delgado, Cristina Sousa, Manuel Sa.(2011). "Intellectual capital disclosure media in Portugal", Corporate Communications: An International Journal, Vol. 16, No.1, p.38.
- * Nandelstadh, A. V., & Rosenberg, M.(2003). "Corporate Governance Mechanisms and Firm Performance: Evidence from Finland", Journal of Corporate Finance, Vol.8, No.3, pp.700-703.
- * Ruigrok, W., Peck, S., & Keller, H.(2006). "Board characteristics and involvement in strategic decision making: evidence from Swiss companies", Journal of Management Studies, Vol.43, No.4, p.1201.
- * Shrieves RE, Wachowicz JM.(2005). Free Cash Flow (FCF), Economic Value Added (EVA), and Net Present Value (NPV): A Reconciliation of Variations of Discounted-Cash-Flow (DCF) Valuation, The