

## سرمایه مدیریتی و ارزش آفرینی

محسن محرم خانی<sup>۱</sup>، دکتر مهدی بشکوه<sup>۲\*</sup>

<sup>۱</sup>دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

<sup>۲</sup>استادیار، گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران (عهده‌دار مکاتبات)

تاریخ دریافت: دی ۱۳۹۷، اصلاحیه: اردیبهشت ۱۳۹۸، پذیرش: تیر ۱۳۹۸

### چکیده

هدف از این پژوهش بررسی ارتباط سرمایه مدیریتی و ارزش آفرینی است. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، که بر اساس شرایط در نظر گرفته برای انتخاب نمونه، ۱۲۳ شرکت به روش حذف سیستماتیک طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵، انتخاب و اطلاعات آنها جمع‌آوری و با استفاده از رگرسیون چندگانه برای داده‌های تابلویی آزمون گردید. در این پژوهش سرمایه مدیریتی به بعد سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره که خود به چهار جزء تحصیلات، تخصص، تجربه حرفه‌ای (در صنعت) و اعتبار تشکیل شده است، و بعد سرمایه اجتماعی هیئت مدیره که خود از دو جزء خارجی و داخلی تشکیل شده است، تقسیم شد. همچنین از معیار کیوتوبین به عنوان شاخصی برای ارزش آفرینی استفاده شد. نتایج نشان می‌دهد که در میان اجزای سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره، تجربه حرفه‌ای (در صنعت) دارای ارتباط مثبت و معنادار، و اعتبار داری ارتباط منفی و معناداری است، علاوه بر این در میان اجزای سرمایه اجتماعی، سرمایه اجتماعی خارجی از رابطه منفی و معناداری با ارزش آفرینی برخوردار است. رابطه معناداری بین سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره و سرمایه اجتماعی اعضای هیئت مدیره با ارزش آفرینی مشاهده نشد. درحالی‌که بین سرمایه مدیریتی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری برقرار است.

**واژه‌های اصلی:** سرمایه مدیریتی، سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره، سرمایه اجتماعی هیئت مدیره، ارزش آفرینی

### ۱- مقدمه

تسهیل ارتباط آن با سازمان‌های خارجی؛ و حمایت از توانایی‌های شرکت برای مدیر نظارت، ارزیابی، و اجرای راهبردها استفاده نماید [۲۵] تا نقش هیئت مدیره در شرکت به درستی ایفا گردد. با این حال، سطح انتظارات احتمالا به سطح سرمایه انسانی<sup>۳</sup> و اجتماعی فردی<sup>۴</sup> بستگی دارد که هر عضو هیئت مدیره از آن برخوردار هستند، که هیلمن و دالزیل<sup>۵</sup> (۲۰۰۳) مجموع آن را به عنوان سرمایه مدیریتی<sup>۶</sup> تعریف می‌نمایند. بر همین اساس، کارایی سرمایه مدیریتی با توانایی آنها برای تأثیر بر عملکرد و ارزش شرکت، با انجام سه نقش کنترل، خدمات و تامین منابع تعریف می‌شود [۳۴]. در مطالعات اخیر، محققان استدلال کرده‌اند که باید سرمایه انسانی هیئت مدیره و سرمایه اجتماعی هیئت مدیره یا هر دو آن، که مجموع آن سرمایه مدیریتی هیئت مدیره را تشکیل می‌دهد، در بررسی اثربخشی هیئت مدیره و پیوند آن با نتایج شرکت‌ها مد نظر قرار گیرد. اعتقاد بر این است که سرمایه مدیریتی اعضای هیئت مدیره به احتمال

هیئت مدیره از طرف سهامداران به اداره شرکت منتصب می‌گردند، و محور ارتباطی میان سهامداران و مدیران محسوب می‌شود و دارای حکم قانونی برای حفاظت از حق سرمایه‌گذاران و سهامداران است [۲۸]. ادبیات سازمانی سه نقش را برای هیئت مدیره تعیین نموده است [۳۴]: (۱) کنترل و نظارت بر مدیریت به عنوان امین سهامداران؛ (۲) خدمت و مشاوره به مدیریت در مسائل استراتژیک و (۳) ارائه منابع خارجی که برای موفقیت شرکت حیاتی هستند. هرچند این نقش‌ها در هم‌تنیده است و هیچ تمایز روشنی بین آنها وجود ندارد و این نقش‌ها را بصورت همزمان توسط هیئت مدیره انجام می‌پذیرد. توانایی هیئت مدیره برای تحقق این سه نقش را چگونگی اثربخشی نظام راهبری شرکتی توسط هیئت مدیره بر ارزش شرکت تعیین خواهد نمود، بدین صورت که زمانی شخصی به عنوان عضو در هیئت مدیره منتصب می‌گردد، از وی این انتظار می‌رود که از تخصص، مهارت‌ها و تجارب خود در راستای ارائه توصیه‌های مفید و مشاوره به شرکت، افزایش مشروعیت و شهرت آن؛

<sup>3</sup> Human Capital

<sup>4</sup> Social Capital

<sup>5</sup> Hillman & Dalziel

<sup>6</sup> Board Capital

\*beshkooh@gmail.com

گرفته است، و بیان می‌کند این ساختار به عنوان ترکیبی از سرمایه انسانی و اجتماعی هیئت مدیره ایجاد می‌شود. دو عنصر سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی از یکدیگر متفاوت هستند چرا که سرمایه انسانی به دانش و تخصص در یک زمینه خاص فرد که در درون خود از آن برخوردار است اشاره دارد، در حالی که سرمایه اجتماعی به دسترسی به اطلاعات و منابع مفید از طریق روابط اجتماعی بدست می‌آید، برمی‌گردد [۱۴].

هیئت مدیره با سرمایه انسانی و اجتماعی بالا، مشاوره و توصیه‌های مفیدی برای مدیریت در مورد مسائل مهم با شرکت‌ها ارائه می‌کنند [۲۱]، بنابراین اثربخشی هیئت مدیره در ارتباط با تصمیم‌گیری و تدوین سیاست ارتقا می‌یابد، و نهایتاً نظارت و کنترل بهتر و دقیق‌تر انجام می‌گیرد. در مجموع می‌توان بیان نمود که سرمایه مدیریتی بالاتر (سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی) اعضا به انجام بهتر وظایف هیئت مدیره می‌انجامد و در نتیجه موجبات افزایش عملکرد و ارزش شرکت فراهم می‌گردد. بر این اساس فرضیه اصلی پژوهش بصورت زیر می‌باشد:

H1: بین میزان سرمایه مدیریتی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

#### ۲-۱- سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره

سرمایه انسانی به عنوان منابعی نهفته در بین افراد تعریف شده است [۱۲]. پژوهشگران استدلال کرده‌اند که سطح بالایی از سرمایه انسانی در گروه مدیریت ارشد منجر به تعدادی نتایج مثبت برای شرکت خواهد شد. علاوه بر این، ویژگی‌های اجرایی مانند تحصیلات، تخصص، تجربه و اعتبار نیز منجر به پیش‌بینی عملکرد بالاتر در برخی زمینه‌ها خواهد شد. سطح بالاتری از سرمایه انسانی هیئت مدیره باید به نظارت و مشاوره با کیفیت بالاتر منجر می‌شود، که باعث می‌شود مدیران شرکت تصمیماتی بهتر اتخاذ کنند، که به نوبه خود منجر به عملکرد بالاتر شرکت می‌شود [۲۶]؛ از طرفی دیگر سرمایه انسانی هیئت مدیره به عنوان جایگزینی برای نیاز سازمان به توصیه و مشاوره خارجی، هزینه معاملات و وابستگی به محیط را کاهش داد [۳۲]. بنابراین سرمایه انسانی یکی از منابع کلیدی است که باعث افزایش بهره‌وری شده (انجیوین<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷) که نهایتاً ممکن است برای شرکت ارزش آفرین باشد. بر این اساس، فرضیه ۱-۱ بدین شکل مطرح می‌گردد:

H1-1: بین میزان سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

در این پژوهش براساس مطالعات پیشین سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره به چهار جزء سطح تحصیلات، تخصص، تجربه‌ای حرفه‌ای (در صنعت) و اعتبار تقسیم می‌شود که به اختصار به هریک از آنها پرداخته می‌شود:

زیاد تأثیری مثبتی بر کیفیت تصمیمات اتخاذ شده توسط مدیریت داشته، و به نوبه خود می‌تواند عملکرد و ارزش شرکت را با استفاده از مهارت، تجربه و تخصص خود در انجام نظارت بر فعالیت مدیر، ارائه مشاوره و توصیه‌ها به مدیریت، افزایش اعتبار شرکت و برقراری ارتباط با طرف‌های خارجی، بهبود بخشد. بنابراین انتظار می‌رود سرمایه مدیریتی برای شرکت ارزش آفرین باشد.

#### ۲- مبانی نظری و فرضیه‌های پژوهش

دیلی<sup>۷</sup> (۱۹۹۶) معتقد است که اعضای هیئت مدیره به عنوان کسانی که در میان شرکت‌ها پذیرفته شده‌اند ممکن است به منابع ارزشمندی از اطلاعات دسترسی داشته باشند که برای انجام وظایفشان سودمند باشد. اعضای هیئت مدیره می‌تواند بروز ریسک عدم اطمینان محیطی را کاهش دهند؛ مشاوره و توصیه‌های ارائه نمایند، تا مدیران ارشد را قادر سازد از وسعت دانش هیئت مدیره به خوبی استفاده نمایند؛ به مدیران در تدوین و فرموله نمودن اتخاذ تصمیمات استراتژیک کمک نمایند؛ و آنها در شناسایی فرصت‌های استراتژیک یاری رساند؛ و در نهایت آنها دسترسی به منابع را در مواقع بحرانی برای اطمینان از بقا فراهم کنند. اعضای هیئت مدیره این منابع را از طریق مهارت‌ها، دانش، تجربیات و ارتباطات خود فراهم می‌کنند؛ این همان چیزی است که هیلمن و دالزلی (۲۰۰۳) آن را عنوان سرمایه هیئت مدیره توصیف نمودند [۳۰]. چنانچه و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) استدلال کردند که سرمایه مدیریتی مهم‌ترین مکانیزم نظام راهبری شرکتی در هیئت مدیره است، چرا که به احتمال بسیار بالا بر احتمال بقای یک شرکت که با شرایط اقتصادی نامطلوب مواجه است، عمیقاً تأثیرگذار است [۱۸]. هیلمن و دالزلی (۲۰۰۳) خاطر نشان می‌کنند که سرمایه مدیریتی برای نظارت و تأمین منابع موثر مورد نیاز است؛ زیرا چهار مزیت (۱) مشاوره و توصیه؛ (۲) مشروعیت و شهرت؛ (۳) منابع اطلاعاتی بین شرکت و سازمان‌های خارجی و (۴) منابع از عناصر مهم خارج از شرکت؛ برای شرکت فراهم می‌کند [۱۶]؛ و در همین راستا تیان و همکاران<sup>۹</sup> (۲۰۱۱) نیز سرمایه مدیریتی را به عنوان منعکس کننده توانایی اعضا هیئت مدیره در اتخاذ بهترین تصمیمات مطرح می‌کند [۳۳].

سرمایه مدیریتی به عنوان قابلیت‌های اعضای هیئت مدیره از نظر تخصص، تجربه، شهرت، شبکه‌ای از روابط با شرکت‌های دیگر و احتمالات خارجی که ممکن است در آینده اتفاق بیافتد [۲۴]، و توانایی مدیران به منظور استفاده از مهارت، شهرت، تجربه، تخصص و دانش خود را برای انجام هر دو فعالیت نظارت و ارائه مشاوره و توصیه به مدیریت تعریف شده است. هیلمن و دالزلی (۲۰۰۳) سرمایه مدیریتی را به عنوان در اختیار گرفتن توانایی اعضای هیئت مدیره در ارائه منابع به شرکت در نظر

<sup>7</sup>Daily

<sup>8</sup>Chancharat et al

<sup>9</sup>Tiam et al

<sup>10</sup>Nguyen et al

۱-۱-۲- سطح تحصیلات اعضای هیئت مدیره

ساختارهای یادگیری و دانش تولید شده توسط سطوح بالاتر تحصیلات رسمی برای اعضای هیئت مدیره ارزشمند خواهد بود. تاثیر مثبت تحصیلات بر نتایج سازمانی توسط چندین پژوهشگر نشان داده شده است، این ایده را مطرح می‌کند که اعضای هیئت مدیره با تحصیلات عالی توانایی شناختی بیشتری برای کمک به سازمان دارند [۲۶]. بنابراین انتظار می‌رود هرچه مدیران از سطح تحصیلات بالاتری برخوردار باشند نسبت به زمانی که از سطح تحصیلات کمتری بهره می‌برند کارایی بیشتری داشته باشند و در نتیجه عملکرد بهتری را دارا باشند، که به انجام بهتر وظایف آنها و بهبود عملکرد شرکت منجر شده و نهایتاً به ارزش بالاتر شرکت منتهی شود. بر این اساس، فرضیه ۱-۱-۱ پژوهش بصورت زیر مطرح می‌شود:

H1-1-1: بین سطح تحصیلات اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

۲-۱-۲- تخصص اعضای هیئت مدیره

تخصص، مهارت یا دانشی سطح بالا در یک زمینه خاص تعریف می‌شود. اعضای هیئت مدیره با تخصص در زمینه خاص خودشان، از سرمایه انسانی بالاتری برخوردار هستند و در نتیجه در این جایگاه می‌توانند توصیه و مشاوره بهتر، اطلاعات و منابع قابل دسترس‌تر را برای شرکت فراهم کند. به عبارتی دیگر اعضای متخصص حرفه‌ای در هیئت مدیره می‌توانند با ارائه طیف وسیعی از قابلیت‌های خارجی راهنمایی‌های خوبی را به شرکت عرضه کنند و ایجاد ارتباط را تسهیل نمایند، که می‌تواند به موفقیت شرکت کمک کند [۱۰] بنابراین انتظار بر این است با افزایش اعضای متخصص در هیئت مدیره عملکرد افزایش یابد و برای شرکت ارزش آفرین باشد. بدین ترتیب فرضیه ۱-۱-۲ بصورت زیر مطرح می‌شود:

H1-1-2: بین تعداد اعضای متخصص در هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

۳-۱-۲- تجربه حرفه‌ای (در صنعت) اعضای هیئت مدیره

تجربه به عنوان یک شاخص برای سرمایه انسانی به کار برده می‌شود، و تجربه حرفه‌ای اعضای هیئت مدیره، مهارت‌های قابل انتقال را برای فرموله کردن استراتژی‌ها و کمک به مدیریت اجرای آن در سطوح مختلف سازمانی گسترش می‌دهد و در نتیجه برای دستیابی به تغییرات استراتژیک در واکنش به تغییرات محیطی، سودمند می‌باشد (مانند: گودستین و بویکر [۱۹]). استفاده از مدیران با تجربه به ویژه اعضای که تجربه در صنعت را دارا هستند دسترسی شرکت را به شبکه اطلاعات و منابع با اهمیت درون صنعت را تسهیل می‌نمایند [۱۵] و به شرکت‌ها کمک می‌کند تا منابع حیاتی و روابط تجاری جدید را آغاز کنند (مانند: هیلمن و دالزیل [۲۲]). بنابراین انتظار می‌رود زمانی که تجربه اعضای

هیئت مدیره به عملکرد بالاتر منجر شود و نهایتاً ارزش شرکت بهبود یابد. بر این اساس فرضیه ۱-۱-۳ بدین صورت خواهد بود:

H1-1-3: بین تعداد اعضای دارای تجربه (در صنعت) هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

۳-۱-۲- اعتبار اعضای هیئت مدیره

اعتبار مدیران، جزء دیگری از سرمایه انسانی هیئت مدیره است (مانند: هیلمن و همکاران [۲۳]). مدیرانی که در حرفه و جوامع خود دارای اعتبار و شهرت هستند، به عنوان یک منبع اطلاعات مربوط و به موقع برای مدیران اجرایی می‌باشند، و معمولاً می‌توانند با تأثیرگذاری بر دیگر هیئت‌های خارج از سازمان، به شرکت خود کمک کنند [۲۹]. این منابع مشروعیت سازمان را افزایش می‌دهند (مانند: ففر و سالنیک [۱۱]، ۱۹۸۷) و تأثیر قابل توجهی بر عموم دارد (مانند: ففر [۳۵]). از طرفی دیگر اعضای هیئت مدیره علاقمندند تا از شهرت و اعتبار خود به عنوان تصمیم‌گیرندگان متخصص دفاع و محافظت نمایند، و خواهان توسعه سرمایه انسانی خود به منظور به دست آوردن جایگاه اجتماعی و اعتباری بالاتر هستند در نتیجه سعی می‌کنند تا به نحوه بهتری وظایف خود را انجام دهند. بر این اساس تصور می‌شود اعتبار اعضای هیئت مدیره دارای اثر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته باشد و ارزش آفرین باشد. بدین ترتیب فرضیه ۱-۱-۴ به صورت زیر عنوان می‌شود:

H1-1-4: بین تعداد اعضای دارای اعتبار هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

۲-۲- سرمایه اجتماعی هیئت مدیره

ففر (۱۹۷۲) و ففر و سالنیک (۱۹۷۸) اشاره می‌کنند که ساخت شبکه در داخل و خارج از سازمان‌هایشان یکی از مهم‌ترین وظایف یک عضو هیئت مدیره است [۱۱]. مطابق ناهاپیت و گوشال [۱۳] (۱۹۹۸) سرمایه اجتماعی را به عنوان مجموع منابع واقعی و بالقوه موجود، در دسترس از طریق، و برگرفته شده از، شبکه روابط متعلق به یک واحد فردی و اجتماعی، تعریف می‌کند. منشاء سرمایه اجتماعی در روابط واقع شده که توسط حاضران در یک شبکه شروع شده و حفظ می‌شود، و می‌تواند به هر دو بازیگران فردی و جمعی نسبت داده شود [۳۴] و برای اعضای هیئت مدیره نیز قابل اعمال است. به نظر می‌رسد چشم انداز سرمایه اجتماعی با تمرکز بر ارتباطات شبکه‌ای برای درک پویایی اجتماعی هیئت مدیره مناسب است. (استیونسون و رادین [۴]، ۲۰۰۹). چرا که موقعیت استراتژیک اعضای هیئت مدیره در شبکه ارتباطات، غالباً پیوندها، قدرت و مقام آنها را گسترده می‌سازد [۹]. محققان معتقدند مدیران با

<sup>11</sup> Pfeffer & Salancik

<sup>12</sup> Pfeffer

<sup>13</sup> Nahapiet & Ghoshal

<sup>14</sup> Stevenson & Radin

شخصیات دیگر اعضا امکان توسعه هنجارها در گروه را فراهم می‌کند؛ و با درهم شکستن مرزهای مانع از فعالیت هماهنگ، همکاری بین اعضا را تسهیل نموده، و آنها را قادر می‌سازد تا به عنوان به یک تیم عمل نمایند که پیامدهای مثبتی برای عملکرد شرکت دارد. بر این اساس فرضیه ۲-۱-۲ پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردد:

H1-2-2: بین میزان سرمایه اجتماعی داخلی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی است. در این نوع پژوهش هدف بررسی روابط بین متغیرها و داده‌ها از محیطی جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود که به گونه‌ای طبیعی وجود داشته و بدون دخالت مستقیم محقق رخ داده است، جمع‌آوری و تجزیه و تحلیل می‌شود. از لحاظ تجربی، این پژوهش در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری و بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌ها مبتنی، و براساس نوع هدف از نوع پژوهش‌های کاربردی است. همچنین پژوهش حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن رویکرد ترکیبی قیاس-استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی-کتابخانه‌ای است. در این پژوهش از روش توصیفی استفاده شده است. پژوهش‌های توصیفی شامل مجموعه‌ای از روش‌ها است که هدف آن توصیف وضعیت یا پدیده مورد بررسی است.

#### ۳-۱ جامعه و نمونه آماری

قلمرو مکانی پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و جامعه آماری این پژوهش کل شرکت‌های پذیرفته شده و فعال در بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی ۵ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. انتخاب نمونه آماری بر اساس حذف سیستماتیک (غربالگری) است. معیارهای اعمال شده در انتخاب جامعه نمونه بشرح زیر می‌باشد:

-در طول سال‌های مالی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته اند.

-جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، بانک‌ها و بیمه-ها نباشند.

-پایان سال مالی آنها آخر اسفند هر سال بوده و در طول دوره فوق‌الذکر تغییری در سال مالی نداشته‌اند.

-در همه سال‌های مورد بررسی در پایان سال مالی اطلاعات و داده‌های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.

شایان ذکر است متغیرهای سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ برای سنجش متغیرهای پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است. بنابراین، دوره زمانی پژوهش شامل ۵ سال متوالی از ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ است و روش نمونه‌گیری،

سرمایه اجتماعی بالا می‌تواند اطلاعات مربوط به محیط خارجی، استراتژی‌های دیگر شرکت‌ها و استعدادها و مدیریت موثر در آینده را به شرکت ارائه دهند و عدم اطمینان محیطی را برای شرکت به حداقل برساند و نتیجتاً بر عملکرد و ارزش آفرینی اثرگذار باشد. بنابراین فرضیه ۲-۱-۲ بدین شکل مطرح می‌گردد:

H1-2: بین میزان سرمایه اجتماعی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

بر اساس تعاریف سرمایه اجتماعی هیئت مدیره، بسته به اینکه بر روی روابط اعضای هیئت مدیره با عوامل خارجی و یا در روابط بین مدیران در سطح داخلی هیئت مدیره تمرکز کرده باشد، متفاوت است، که باعث به تمایز بین سرمایه اجتماعی خارجی و داخلی خواهد شد، که در ادامه به هریک از آنها پرداخته می‌شود.

#### ۲-۲-۱ سرمایه اجتماعی خارجی/اعضای هیئت مدیره

سرمایه اجتماعی خارجی هیئت مدیره را می‌توان به عنوان درجه‌ایی از تماس خارجی با محیط از طریق روابط خارجی اعضای هیئت مدیره تعریف نمود [۲۷]. شرکت‌ها از سه طریق از مزایای سرمایه اجتماعی خارجی اعضای هیئت مدیره بهره‌مند می‌شوند [۱۱]: (۱) عمل به عنوان مرز گستری و فراهم شدن و کانال‌های ارتباطی پس و پیش با محیط خارجی؛ (۲) بدست آوردن حمایت عاملان (کارگمار) یا ذینفعان خارجی که ممکن است بر عملکرد شرکت حیاتی باشد؛ (۳) افزایش مشروعیت تصمیمات گرفته شده. بنابراین سرمایه اجتماعی خارجی باید به بهبود عملکرد و ارزش شرکت کمک نماید، و بدین ترتیب فرضیه ۲-۱-۲ پژوهش به صورت زیر مطرح می‌گردد:

H1-2-1: بین میزان سرمایه اجتماعی خارجی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، ارتباط مستقیمی برقرار است.

#### ۲-۲-۲ سرمایه اجتماعی داخلی/اعضای هیئت مدیره

آدلر و ون<sup>۱۵</sup> (۲۰۰۲) بیان می‌دارند که سرمایه اجتماعی داخلی شامل ارتباط بین هیئت مدیره، با تمرکز بر ویژگی‌های داخلی است که برای انسجامی که اجازه دهد اهداف جمعی را دنبال کنند، کمک می‌کند. سرمایه اجتماعی داخلی شامل اعتماد، همکاری و انسجام است؛ ویژگی‌های متمایز کننده از هیئت مدیره بدین معنا که مزیت‌های به دست آمده از سوی سرمایه اجتماعی داخلی برای اثربخشی این هیئت حاکم مهم است [۳۴]. تعداد روابط بین اعضای هیئت مدیره، و قدرت و ماهیت این روابط، ممکن است پویایی درونی هیئت مدیره را تحت تاثیر قرار دهد، و به طور خاص سطح سرمایه اجتماعی داخلی بالا در هیئت مدیره منجر به بهبود ارتباطات و اعتماد بین اعضا؛ به اشتراک‌گذاری تجربه و دانش و اطلاعات کلیدی و حیاتی محیطی؛ آشنایی با توانایی‌ها، عادات و

(مانند: چن و همکاران [۱۶]؛ پرز-کالیرو و همکاران [۳۴]). حضور قبلی اعضا در محیط مشابه و آشنایی آنها با ویژگی‌های صنعت یک ویژگی از سرمایه انسانی محسوب می‌شود.

• **اعتبار هیئت مدیره<sup>۲۲</sup>**: که برابر است با مجموع تعداد اعضای از هیئت مدیره در پایان سال مالی، در رده های بالای دولتی فعالیت داشته اند و یا در دانشگاه عضو هیئت علمی هستند (مانند: جرمیس [۲۴]، جرمیس و گانی، [۲۵]، موتیکان و همکاران [۳۰]) از این نوع اندازه گیری به عنوان اعضای ارزشی استفاده نمودند. این افراد معمولاً از شان اجتماعی و قدرت نفوذ بالاتری نسبت به سایر افراد در جامعه برخوردارند.

هریک از این چهار متغیر را بصورت جداگانه از کمترین به بیشترین رتبه بندی می‌نمایم. سپس آنها را با تشکیل دسته‌های شش تایی رتبه بندی می‌نمایم. این رتبه بندی بر اساس بیشترین تعداد اعضای دارای یکی از سرمایه های مدیریتی صورت گرفته است. به عبارتی دیگری بیشترین تعداد اعضای که یکی از اجزای سرمایه انسانی را دارا بوده است ۰ تا ۵ عضو بوده است. بر همین اساس برای متغیرهای که ملاک عمل تعداد اعضا بوده، رتبه بندی ها براساس اعضا و در حالتی های مثل تحصیلات، بر اساس نمره بدست آمده، رتبه بندی صورت گرفته است.

بنابراین به دسته اول نمره ۱ تعلق می‌گیرد، به دسته دوم نمره ۲ و الی آخر. سپس نمره مربوط به هر شرکت در هر سال برای هر چهار متغیر جمع می‌گردد. حداکثر نمره که شرکت می‌تواند کسب نماید ۲۴ و حداقل نمره ۴ است. نمرات بالاتر نشان دهنده سرمایه انسانی بالاتر و نمرات کمتر به معنای سرمایه انسانی پایین‌تر خواهد بود.

- **سرمایه اجتماعی هیئت مدیره<sup>۲۳</sup>**: که برای اندازه‌گیری آن از سرمایه اجتماعی خارجی و داخلی استفاده می‌شود:

• **سرمایه اجتماعی خارجی هیئت مدیره<sup>۲۴</sup>**: که برابر است با جمع تعداد شرکت‌های که اعضای هیئت مدیره در پایان سال مالی بطور همزمان در آن عضو هستند (مانند: چن و همکاران [۱۶]؛ پرز-کالیرو و همکاران [۳۴]).

• **سرمایه اجتماعی داخلی هیئت مدیره<sup>۲۵</sup>**: که برابر است با حاصلضرب میانگین نسبت حضور اعضای هیئت مدیره در طول سال مالی در شرکت در تعداد جلسات هیئت مدیره که در طول سال مالی برگزار شده است [۲]. نسبت حضور برابر است با نسبت تعداد ماه‌های که هر فرد که در پایان دوره مالی در طول ۱۲ ماه در آن فرد به عنوان عضو هیئت مدیره خدمت نموده است.

در روشی مشابه هر یک از این دو متغیر را بصورت جداگانه از کمترین به بیشترین رتبه بندی می‌نمایم. سپس آنها را با تشکیل دسته‌های شش تایی رتبه بندی می‌نمایم. به دسته اول نمره ۱ تعلق می‌گیرد، به دسته

حذفی سیستماتیک (غربالگری) است که متناسب با شرایط ذکر شده تعدادی از شرکت‌های نمونه آماری انتخاب و داده‌های آنها در آزمون فرضیات بکار می‌رود. بر اساس معیارهای فوق، ۱۲۴ شرکت شناسایی گردید، که با توجه به ۵ ساله بودن دوره زمانی پژوهش تعداد کل نمونه ۶۲۰ سال شرکت می‌باشد. سپس کلیه اطلاعات مورد نیاز جهت انجام این پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزارهای ره‌آورد نوین و تدبیر پرداز و نشریه‌های بورس جمع‌آوری گردید. همچنین برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای اکسل و ایویوز استفاده شده است.

### ۳-۲- متغیرهای پژوهش و الگوی مورد استفاده

#### ۳-۲-۱- متغیر وابسته

- **ارزش آفرینی<sup>۱۶</sup>**: ارزش آفرینی آ در پایان دوره مالی t از طریق شاخص کیوتوبین (نسبت ارزش بازار سهام+ ارزش دفتری کل بدهی‌ها به ارزش دفتری کل دارایی‌ها) برآورد می‌گردد [۳]

#### ۳-۲-۲- متغیرهای مستقل

- **سرمایه مدیریتی<sup>۱۷</sup>**: که برابر است با مجموع امتیاز بدست آمده از مجموع امتیاز رتبه سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی هیئت مدیره  
- **سرمایه انسانی هیئت مدیره<sup>۱۸</sup>**: که برای اندازه‌گیری آن از تحصیلات، تخصص، تجربه و اعتبار اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود:

• **تحصیلات هیئت مدیره<sup>۱۹</sup>**: که برابر است با جمع نمرات تعلق گرفته به میزان مدرک تحصیلی اعضای حاضر در هیئت مدیره در تاریخ پایان سال مالی. به طوری که مدرک زیر دیپلم برابر با ۰، دیپلم برابر با ۱، فوق دیپلم برابر ۳، لیسانس برابر ۵، فوق لیسانس برابر با ۷ و دکتری برابر با ۱۱ (مانند: چن و همکاران [۱۶]؛ خاننا و همکاران [۲۶]). این مقدار هرچه بیشتر (کمتر) باشد سرمایه انسانی هیئت مدیره به لحاظ تحصیلی بالاتر (پایین‌تر) خواهد بود.

• **تخصص هیئت مدیره<sup>۲۰</sup>**: که برابر است با مجموع تعداد اعضای از هیئت مدیره در پایان سال مالی که دارای مدرک تحصیلی یا مدارک حرفه‌ای در زمینه حقوق، مالی، مدیریت هستند [۲]. این زمینه‌های با وظایف هیئت مدیره هماهنگ است و می‌تواند به بهبود انجام نقش هیئت مدیره در سازمان کمک نماید.

• **تجربه هیئت مدیره<sup>۲۱</sup>**: که برابر است با تعداد اعضای از هیئت مدیره در پایان سال مالی که در طول ۵ سال گذشته در صنعت مشابه، به عنوان مدیر (مدیرعامل یا عضو هیئت مدیره) خدمت نموده است

<sup>16</sup> F Valuei<sub>it</sub>

<sup>17</sup> Capital Board

<sup>18</sup> Human Capital Board

<sup>19</sup> Human Capital Board

<sup>20</sup> Expert Capital

<sup>21</sup> Experience Capital

<sup>22</sup> Prestige Capital

<sup>23</sup> Social Capital Board

<sup>24</sup> External Social Capital

<sup>25</sup> Internal Social Capital

- رشد شرکت<sup>۳۳</sup>؛ که برابر است با نسبت تغییرات در دارایی‌های شرکت نسبت به سال قبل [۵].
- ریسک شرکت<sup>۳۴</sup>؛ که برابر است با انحراف معیار تغییرات سود عملیاتی (۵ ساله t-4، t-3، t-2، t-1 و t) [۲].

#### ۳-۲-۴- الگوی پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه پژوهش، پس از اندازه‌گیری متغیرها به صورت ذیل برآورده می‌شود:

- مدل اول (برای آزمون فرضیه ۱-۱-۱، ۱-۱-۲، ۱-۱-۳، ۱-۱-۴، ۱-۲-۱ و ۱-۲-۲)

$$(2) FirmValue_{i,t} = \alpha + \gamma_1 BoardEducationalCapital_{i,t} + \gamma_2 BoardExpertCapital_{i,t} + \gamma_3 BoardExperienceCapital_{i,t} + \gamma_4 BoardPrestigeCapital_{i,t} + \gamma_5 BoardExternalSocialCapital_{i,t} + \gamma_6 InternalSocialCapital_{i,t} + \sum_n \gamma_{7,n} Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

• مدل دوم (برای آزمون فرضیه ۱-۱ و ۱-۲)

$$(3) FirmValue_{i,t} = \beta + \beta_1 BoardHumanCapital + \beta_2 BoardSocialCapital_{i,t} + \sum_n \beta_{3,n} Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

• مدل سوم (برای آزمون فرضیه اصلی)

$$(4) FirmValue_{i,t} = \alpha + \alpha_1 BoardCapital_{i,t} + \sum_n \alpha_{2,n} Control_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

$\square_{i,t}$ : جملات باقیمانده رگرسیون

#### ۴- بررسی نتایج آماری و یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرها

در روش‌های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه آماره‌های توصیفی و استفاده از ابزارهای آن نظیر شاخص‌های مرکزی، به توصیف داده‌های پژوهش پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. نتایج آماره‌های توصیفی در جدول ۱ ارائه شده است.

نتایج تحلیل توصیفی نشان می‌دهد که ارزش آفرینی دارای میانگین ۳/۷۲۶ می‌باشد که بدین معناست که بطور متوسط ارزش بازار شرکت ۳/۷۲۶ برابر ارزش دفتری شرکت است. نتایج در ارتباط با سطح تحصیلات نشان می‌دهد در میان ۳۱۲۳ سال‌نفر مورد بررسی ۴۴ سال‌نفر دارای مدرک دیپلم، ۳۶ سال‌نفر دارای مدرک فوق دیپلم، ۱۱۳۳ سال‌نفر دارای مدرک لیسانس، ۱۲۸۹ سال‌نفر دارای مدرک فوق

<sup>33</sup> F Growth

<sup>34</sup> F Risk

دوم نمره ۲ و الی آخر. سپس نمره مربوط به هر شرکت در هر سال برای هر دو متغیر جمع می‌گردد. حداکثر نمره که شرکت می‌تواند کسب نماید ۱۲ و حداقل نمره ۲ است. نمرات بالاتر نشان دهنده سرمایه اجتماعی بالاتر و نمرات کمتر به معنای سرمایه اجتماعی کمتر خواهد بود.

#### ۳-۲-۳- متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی در سطح هیئت مدیره و سطح شرکت تقسیم می‌شود:

##### - متغیرهای کنترلی سطح هیئت مدیره

- اندازه هیئت مدیره<sup>۲۶</sup>؛ که برابر است با تعداد اعضای هیئت مدیره در پایان سال مالی (نیک بخت و همکاران، ۱۳۸۹).
- استقلال هیئت مدیره<sup>۲۷</sup>؛ که برابر است با نسبت تعداد اعضای غیرموظف حاضر در هیئت مدیره به تعداد کل اعضای هیئت مدیره [۴].
- دوگانگی وظیفه<sup>۲۸</sup>؛ که برابر است با ۱ اگر که مدیر عامل شرکت بطور همزمان با تصدی پست مدیر عاملی رئیس یا نایب رئیس هیئت مدیره باشد، در غیر اینصورت صفر [۷]

##### - متغیرهای کنترلی سطح شرکتی

- اندازه شرکت<sup>۲۹</sup>؛ که برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها [۱]
- سن شرکت<sup>۳۰</sup>؛ که برابر است با تعداد سال‌های سهام شرکت به صورت عمومی در بورس اوراق بهادار منتشر شده است.
- اهرم مالی شرکت<sup>۳۱</sup>؛ که برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.
- درماندگی مالی<sup>۳۲</sup>؛ که از طریق نمره Z آلتمن (۲۰۰۰)، با فرمول زیر اندازه‌گیری می‌شود [۶].

$$(1) ZSCORE = 0.3 (NI/Asset) + 1.0 (Sales/Asset) + 1.4 (RetainedEarnings/Asset) + 1.2 (Working Capital /Asset) + 0.6 ([Stock Price * Shares Outstanding] / Total Liabilities)$$

که در آن:

NI	سود خالص
Asset	کل دارایی‌ها
Sales	فروش خالص
Retained Earnings	سود انباشته
WorkingCapital	سرمایه در گردش (تفاضل دارایی و بدهی جاری)
StockPrice×Shares Outstanding	قیمت بازار سهام انتشار یافته
Total Liabilities	کل بدهی‌ها

<sup>26</sup> B Size

<sup>27</sup> B Independence

<sup>28</sup> Duality

<sup>29</sup> F Size

<sup>30</sup> F Age

<sup>31</sup> F Leverage

<sup>32</sup> F Distress

مورد بررسی بطور متوسط ۱/۸۰۶ عضویت همزمان در شرکت ها وجود داشته است. همچنین میانگین سرمایه اجتماعی داخلی برابر با ۶۳/۸۹۸ می باشد. در نهایت میانگین سرمایه انسانی، سرمایه اجتماعی و سرمایه مدیریتی به ترتیب برابر با مقدار ۹/۲۹۴، ۳/۵۶۵ و ۱۲/۸۵۸ می باشد.

لیسانس و ۶۲۱ سال نفر دارای مدرک دکتری هستند و میانگین جمع میزان تحصیلات این متغیر برای شرکت های نمونه برابر با ۳۳ می باشد. در میان اعضای مورد بررسی ۱۲۳۸ سال مدیر دارای تخصص حقوق، مالی و مدیریت بودند که سهم هر شرکت بطور متوسط برابر ۱/۹۹۰ است؛ شایان ذکر است با توجه به بیشینه و کمینه این متغیر شرکت های در نمونه مورد بررسی حاضر بوده اند که هیچ از اعضا دارای تخصص مدنظر نبوده اند (۴۳ سال شرکت) در حالیکه شرکت های نیز وجود داشته اند که تمام اعضایشان مدرک حرفه ایی در زمینه حقوق، مالی، مدیریت را دارا بوده اند (۱۴ سال شرکت). نتایج آمار توصیفی مرتبط با تجربه نشان می دهد که تنها ۵۵۰ سال مدیر دارای تجربه مدیریتی قبلی در شرکت های با صنعت مشابه بودند و سهم هر شرکت بطور متوسط برابر با ۰/۹۰۶ بوده است. همچنین دیگر متغیر مرتبط با سرمایه انسانی نشان می دهد که ۲۷۸ سال مدیر دارای اعتبار بوده اند. نتایج بررسی داده های متغیر سرمایه اجتماعی خارجی نشان می دهد که از میان ۳۱۲۳ سال مدیر تنها ۱۱۰۳ سال مدیر دارای عضویت همزمان در سایر شرکت ها بوده اند که کمترین آن ۱ و بیشترین آن ۶ عضویت همزمان بوده و در نهایت در ۶۲۰ سال شرکت

جدول (۱) آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	فواصل	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانگین	معیار انحراف
وابسته	FVALUE	۶۲۰	۳/۷۲۶	۲/۷۶۸	۲۷/۱۵۲	۱/۰۳۲	۲/۹۰۴
سرمایه مدیریتی	EDUCATIONALCAPITAL	۶۲۰	۳۴/۸۸۹	۳۳/۰۰۰	۵۷/۰۰۰	۱۹/۰۰۰	۷/۲۶۶
	EXPERTCAPITAL	۶۲۰	۱/۹۹۰	۲/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۱۴۷
	EXPERIENCECAPITAL	۶۲۰	۰/۹۰۶	۱/۰۰۰	۵/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۵۲
	PRESTIGECAPITAL	۶۲۰	۰/۴۶۵	۰/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۷۷۸
	<b>HUMAN CAPITA</b>	۶۲۰	۹/۲۹۴	۹/۰۰۰	۱۷/۰۰۰	۴/۰۰۰	۲/۴۳۶
	EXTERNALSOCIALCAPITA	۶۲۰	۱/۸۰۶	۱/۰۰۰	۱۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۲/۰۲۷
اجتماعی	INTERNALSOCIALCAPITAL	۶۲۰	۶۳/۸۹۸	۶۰/۰۰۰	۲۴۰/۰۰۰	۱۵/۰۰۰	۲۵/۰۱۵
	<b>SOCIAL CAPITAL</b>	۶۲۰	۳/۵۶۵	۳/۰۰۰	۹/۰۰۰	۲/۰۰۰	۱/۳۱۶
سرمایه اجتماعی	<b>BOARDCAPITAL</b>	۶۲۰	۱۲/۸۵۸	۱۳/۰۰۰	۲۳/۰۰۰	۶/۰۰۰	۳/۰۲۳
	BSIZE	۶۲۰	۵/۰۳۷	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۴/۰۰۰	۰/۲۷۹
	BINDEPENDENCE	۶۲۰	۰/۶۶۴	۰/۶۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۹۵
	DUALITY	۶۲۰	۰/۲۳۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۲۷
	FSIZE	۶۲۰	۱۴/۳۵۳	۱۴/۰۷۹	۱۹/۱۳۳	۱۰/۵۳۳	۱/۴۹۶
	FAGE	۶۲۰	۱۹/۳۶۳	۱۸/۰۰۰	۴۹/۰۰۰	۶/۰۰۰	۸/۴۵۷
	FLEVERAGE	۶۲۰	۰/۶۲۷	۰/۶۱۹	۲/۴۲۲	۰/۱۳۱	۰/۲۴۴
	FGROWTH	۶۲۰	۰/۱۸۵	۰/۱۳۳	۲/۱۲۶	-۰/۵۳	۰/۲۷۷
	FDISTRESS	۶۲۰	۲/۵۱۵	۲/۰۳۱۱	۱۶/۸۱۱	-۳/۰۲	۲/۰۲۱
	FRISK	۶۲۰	۱/۴۳۰	۰/۶۱۴	۵۵/۴۸۵	۰/۰۵۷	۳/۸۴۹
سرمایه کنترلی	هیئت مدیره	در سطح					
	در سطح شرکت						

۴-۲- آزمون الگوی پژوهش

معنادار آزمون مدل ۶ها پژوهش در جدول ۴ ارائه شده است. در ابتدا به مفروضات رگرسیونی پرداخته می‌شود. با توجه به این که از مدل‌های رگرسیونی به روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است، فرض همسانی واریانس جملات باقیمانده برقرار می‌باشد. برای آزمون فرض رگرسیون استقلال جملات باقیمانده از آزمون دوربین واتسون استفاده شد؛ در این الگوها مقدار این آماره تقریباً برابر ۲ است، که به معنای استقلال باقیمانده‌ها از یکدیگر، و رد فرض همبستگی بین جملات باقیمانده است. برای آزمون فرض عدم همخطی از عامل تورم واریانس استفاده شد، که نتایج حاکی از آن است که مقدار برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ است و حاکی از عدم وجود همخطی بین متغیرهای مدل است. برای معنادار بودن رگرسیون از تحلیل واریانس (آزمون F) استفاده می‌شود، که مطابق با داده‌های جدول ۴ نظر به اینکه سطح معنی‌داری آماره F کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین می‌توان گفت رگرسیون است.

قبل از آزمون رگرسیون به انتخاب مناسب برای الگوی رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی<sup>۳۵</sup> در برابر مدل داده‌های تابلویی<sup>۳۶</sup> پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر در جدول ۳ ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در جدول ۲ برای تمامی مدل‌ها کم‌تر از سطح معنادار ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون مدل دوم استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است. به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در جدول ۲ نشان می‌دهد مقدار احتمال آماره هاسمن<sup>۳۷</sup> در هر سه مدل کم‌تر از سطح معنادار ۵٪ می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداریم و برای آزمون مدل‌های پژوهش از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌کنیم.

جدول (۲): انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی

مدل	آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	مقدار آماره	درجه آزادی	مقدار آماره	درجه آزادی
اصلی	۱۰/۷۱۲	۱۲۳,۴۸۱	۶۲/۴۳۰	۱۵
۱-۱	۱۰/۹۲۷	۱۲۳,۴۸۵	۶۱/۱۳۱	۱۱
۲-۱	۱۱/۸۹۱	۱۲۳,۴۸۶	۴۱/۵۶۵	۱۰

سطح اهمیت آماره آزمون وایت در جدول ۳ برای تمامی مدل‌ها کوچک‌تر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد شده و میتوان گفت مدل‌ها دارای مشکل ناهمسانی واریانس می‌باشد. به همین منظور در این مطالعه برای رفع این مشکل در برآورد رگرسیون از روش برآورد حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون وایت

اصلی		۱-۱		۲-۱	
مقدار آماره	احتمال	مقدار آماره	احتمال	مقدار آماره	احتمال
۵/۲۲۲	۰/۰۰۰	۶/۵۲۵	۰/۰۰۰	۷/۱۰۷	۰/۰۰۰

<sup>35</sup> Pool  
<sup>36</sup> Panel  
<sup>37</sup> Huasman



جدول (۴): آزمون مدل ها

سوم					دوم					اول					متغیر وابسته : ارزش شرکت
اثرات ثابت					اثرات ثابت					اثرات ثابت					تعداد مشاهدات: ۶۲۰ = ۱۲۴x۵
GLS					GLS					GLS					متغیر
VIF	احتمال آماره t	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	VIF	احتمال آماره t	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	VIF	احتمال آماره t	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	
-	۰/۰۰۰	-۵/۶۳۷	۰/۹۷۶	-۵/۵۰۳	-	۰/۰۰۰	-۵/۵۹۹	۰/۹۸۶	-۵/۵۱۹	-	۰/۰۰۰	-۵/۸۹۱	۰/۹۹۸	-۵/۸۸۰	C
										۱/۴۱۰	۰/۴۹۳	۰/۶۸۷	۰/۰۰۴	۰/۰۰۳	EDUCATIONALCAPITAL
										۱/۱۷۰	۰/۷۷۵	۰/۲۸۶	۰/۰۱۸	۰/۰۰۵	EXPERTCAPITAL
										۱/۱۱۷	۰/۰۰۲	۳/۱۵۷	۰/۰۲۱	۰/۰۶۷	EXPERIENCECAPITAL
										۱/۳۰۰	۰/۰۹۱	-۱/۶۹۲	۰/۰۲۶	-۰/۰۴۴	PRESTIGECAPITAL
					۱/۱۵۱	۰/۱۲۰	۱/۵۵۸	۰/۰۱۰	۰/۰۱۶						HUMANCAPITAL
										۱/۲۷۱	۰/۲۱۰	۱/۲۵۷	۰/۰۱۱	۰/۰۱۴	EXTERNALSOCIALCAPIT A
										۱/۱۸۵	۰/۰۵۴	-۱/۹۳۴	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۱	INTERNALSOCIALCAPIT AL
					۱/۰۴۹	۰/۲۰۶	۱/۲۶۷	۰/۰۱۷	۰/۰۲۱						SOCIALCAPITAL
۱/۰۷۶	۰/۰۴۲	۲/۰۳۶	۰/۰۰۸	۰/۰۱۷											BOARDCAPITAL
۱/۰۶۴	۰/۲۲۲	-۱/۲۲۴	۰/۰۹۵	-۰/۱۱۶	۱/۰۶۶	۰/۲۲۸	-۱/۲۰۸	۰/۰۹۶	-۰/۱۱۶	۱/۲۶۳	۰/۵۹۶	-۰/۵۳۰	۰/۰۸۵	-۰/۰۴۵	BSIZE
۱/۰۹۱	۰/۰۰۰	-۶/۲۹۴	۰/۰۱۲	-۰/۶۴۵	۱/۰۹۵	۰/۰۰۰	-۶/۲۵۵	۰/۱۰۳	-۰/۶۲۲	۱/۲۶۱	۰/۰۰۰	-۶/۴۰۲	۰/۱۱۰	-۰/۷۰۵	BINDEPENDENCE
۱/۰۶۵	۰/۲۶۱	-۱/۱۲۶	۰/۰۴۸	-۰/۰۵۴	۱/۱۱۹	۰/۲۵۴	-۱/۱۴۳	۰/۰۵۰	-۰/۰۵۷	۱/۱۶۵	۰/۲۸۵	-۱/۰۶۹	۰/۰۵۱	-۰/۰۵۴	DUALITY
۲/۱۹۳	۰/۰۰۱	۳/۴۲۴	۰/۰۶۷	۰/۲۳۱	۲/۲۰۹	۰/۰۰۱	۳/۳۹۷	۰/۰۶۸	۰/۲۳۱	۲/۶۸۵	۰/۰۰۲	۳/۱۶۳	۰/۰۷۳	۰/۲۲۹	FSIZE
۲/۵۸۶	۰/۰۰۰	۴/۲۴۲	۰/۰۱۲	۰/۰۵۳	۲/۶۴۶	۰/۰۰۰	۴/۲۲۴	۰/۰۱۳	۰/۰۵۳	۳/۲۷۰	۰/۰۰۰	۴/۴۸۵	۰/۰۱۴	۰/۰۶۱	FAGE
۱/۷۵۹	۰/۰۰۰	۱۵/۰۲۱	۰/۱۸۴	۲/۷۶۴	۱/۷۵۵	۰/۰۰۰	۱۴/۹۸۹	۰/۱۸۴	۲/۷۶۴	۱/۸۳۵	۰/۰۰۰	۱۴/۵۸۸	۰/۱۹۴	۲/۸۲۳	FLEVERAGE
۱/۳۳۶	۰/۲۹۰	-۱/۰۶۰	۰/۰۶۶	-۰/۰۶۹	۱/۳۴۰	۰/۲۸۳	-۱/۰۷۵	۰/۰۶۶	-۰/۰۷۱	۱/۳۸۳	۰/۴۸۳	-۰/۸۷۳	۰/۰۶۸	-۰/۰۵۹	FGROWTH
۱/۷۰۶	۰/۰۰۰	۹۵/۳۹۲	۰/۰۱۶	۱/۵۵۴	۱/۷۰۳	۰/۰۰۰	۹۵/۱۵۵	۰/۰۱۶	۱/۵۵۴	۱/۷۷۲	۰/۰۰۰	۹۳/۰۸۰	۰/۰۱۷	۱/۵۵۵	FDISTRESS
۱/۰۳۲	۰/۰۰۰	۵/۶۶۹	۰/۰۱۰	۰/۰۵۵	۱/۰۳۲	۰/۰۰۰	۵/۶۶۶	۰/۰۱۰	۰/۰۵۵	۱/۰۳۷	۰/۰۰۰	۵/۸۴۶	۰/۰۰۹	۰/۰۵۶	FRISK
۰/۹۸۷					۰/۹۸۷					۰/۹۸۷					ضریب تعیین
۰/۹۸۴					۰/۹۸۴					۰/۹۸۳					ضریب تعیین تعدیلی
۰/۰۰۰۰		۲۹۴/۶۱۵			۰/۰۰۰۰		۲۹۰/۳۰۹			۰/۰۰۰		۲۷۶/۷۶۱			آماره F
۱/۹۵۵					۱/۹۵۶					۱/۹۴۸					آماره دورین - واتسون

## ۴-۲-آزمون فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اینکه سرمایه‌مدیریتی از دو جزء سرمایه انسانی و سرمایه اجتماعی تشکیل شده است که خود از ابعاد متفاوتی تشکیل شده اند ابتدا فرضیه‌های مربوط به ابعاد بررسی می‌گردد و پس از بررسی فرضیه‌های مرتبط با اجزا، فرضیه اصلی این پژوهش بررسی می‌گردد.

## ۴-۲-۱-آزمون فرضیه‌های مرتبط با سرمایه انسانی

اولین جزء سرمایه انسانی هیئت مدیره، سطح تحصیلات اعضا بود. فرضیه ۱-۱-۱ بیان می‌کند ارتباط مستقیم و معناداری بین سطح تحصیلات اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت برقرار است. طبق نتایج حاصل در جدول ۴ مقدار ضریب متغیر بدست آمده سطح تحصیلات هیئت مدیره در مدل اول برابر با ۰/۰۰۳ می‌باشد و احتمال آماره  $t$  آن برابر ۰/۴۹۳ است، که به معنای رابطه غیرمعنادار بین سطح تحصیلات هیئت و ارزش شرکت است. باتوجه به اینکه سطح احتمال آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش بالاتر است، این فرضیه مورد تایید واقع نگردد.

دومین جزء سرمایه انسانی هیئت مدیره، تخصص اعضا بود که به نوع تحصیلات آنها اشاره دارد. فرضیه ۱-۱-۲ مبتنی بر برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین تعداد اعضای متخصص در هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت است. طبق نتایج حاصل در جدول ۴ مقدار ضریب برآورد شده متغیر تخصص هیئت مدیره در مدل اول برابر با ۰/۰۰۵ می‌باشد و احتمال آماره  $t$  آن برابر ۰/۷۷۵ است، که به معنای رابطه غیرمعنادار بین تعداد اعضای متخصص در هیئت مدیره و ارزش شرکت است. بنابراین باتوجه به اینکه سطح احتمال آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش بالاتر است، این فرضیه مورد تایید واقع نشد.

سومین جزء سرمایه انسانی هیئت مدیره، تجربه حرفه ایی اعضا بود که مبنی بر تجربه افراد در صنایع مشابه در سال‌های گذشته است. در مدل اول حاصله مقدار ضریب متغیر میزان تجربه اعضای هیئت مدیره برابر با ۰/۰۶۷ است، و باتوجه به سطح احتمال آماره  $t$  آن که برابر ۰/۰۰۲ می‌باشد، این متغیر اثر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. بدین ترتیب، فرضیه ۱-۱-۳ مبنی بر اینکه برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین اعضای دارای تجربه (در صنعت) هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت، در سطح اطمینان ۹۹٪، مورد تایید واقع شد. این نتیجه بدین معناست وجود ۱ عضو که در ۵ سال گذشته به عنوان هیئت مدیره یا مدیرعامل در شرکتی دیگر در صنعت مربوطه فعالیت نموده است می‌تواند ارزش شرکت را به مقدار ۰/۰۶۷ واحد افزایش دهد.

دیگر جزء سرمایه انسانی، جزء اعتبار است و با توجه اثرات اعتبار بر عملکرد فردی فرضیه این بود که یک ارتباط مستقیم و معناداری اعضای دارای اعتبار هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت برقرار است. ضریب آن در مدل اول برابر با ۰/۰۴۴- است، و احتمال آماره آن نیز برابر با ۰/۰۹۱ می‌باشد. این نتیجه بدین معناست که یک رابطه منفی و معنادار بین

اعتبار هیئت مدیره و ارزش شرکت (در سطح اطمینان ۹۰٪) وجود دارد و به عبارتی با افزایش هر عضو دارای اعتبار، ارزش شرکت به مقدار ۰/۰۴۴ واحد کاهش می‌یابد. بر این اساس، فرضیه ۱-۱-۴ مورد پذیرش واقع نشد.

پس از بررسی چهار جزء سرمایه انسانی، در مدل ۲ فرضیه ۱-۱-۱ مبنی برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت مورد آزمون قرار گرفت. نتایج بدست آمده از تخمین این مدل نشان می‌دهد که مقدار ضریب متغیر سرمایه انسانی ۰/۰۱۶ است و احتمال آماره آن نیز ۰/۱۲۰ می‌باشد، که به معنای رابطه غیرمعنادار بین سرمایه انسانی و ارزش آفرینی شرکت و عدم تایید فرضیه است.

## ۴-۲-۲-آزمون فرضیه‌های مرتبط با سرمایه اجتماعی

اولین جزء از ساختار اجتماعی هیئت مدیره، جزء خارجی آن است. بر همین اساس فرضیه ۱-۲-۱ به برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین سرمایه اجتماعی خارجی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت می‌پردازد. مطابق با نتایج حاصل در جدول ۴ مقدار ضریب متغیر سرمایه اجتماعی خارجی در مدل اول برابر با ۰/۰۱۴ می‌باشد و احتمال آماره  $t$  آن برابر ۰/۲۱۰ است، که به معنای رابطه غیرمعنادار بین سرمایه اجتماعی خارجی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت است. باتوجه به اینکه سطح احتمال آماره  $t$  از سطح خطای مورد پذیرش بالاتر است، این فرضیه مورد تایید واقع نگردد.

دیگر جزء سرمایه اجتماعی، جزء داخلی این سرمایه است که با توجه به ادبیات و نتایج پژوهش‌های پیشین فرضیه بر اساس یک ارتباط مستقیم و معناداری بین سرمایه اجتماعی داخلی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت تبیین شد. بر اساس مقدار ضریب متغیر سرمایه اجتماعی داخلی در مدل اول برابر با ۰/۰۰۱- است، و احتمال آماره آن نیز برابر با ۰/۰۵۴ می‌باشد. این نتیجه بدین معناست که یک رابطه منفی و معنادار بین سرمایه اجتماعی داخلی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت (در سطح اطمینان ۹۰٪) وجود دارد، و به عبارتی با افزایش هر واحد سرمایه اجتماعی داخلی، ارزش شرکت به مقدار ۰/۰۰۱ واحد کاهش می‌یابد. بر این اساس، فرضیه ۱-۲-۲ مورد پذیرش واقع نشد.

پس از بررسی دو جزء سرمایه اجتماعی، در مدل ۲ فرضیه ۱-۲-۱ مبنی برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه اجتماعی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت بر بررسی می‌گردد، که نتایج بدست آمده از برآورد مدل ۲ حاکی از آن است که ضریب متغیر سرمایه اجتماعی ۰/۰۲۱ است و احتمال آماره آن نیز ۰/۲۰۶ می‌باشد، که به معنای رابطه غیرمعنادار بین سرمایه اجتماعی و ارزش شرکت است و فرضیه مورد تایید واقع نگردد.

#### ۴-۲-۳- آزمون فرضیه مرتبط با سرمایه مدیریتی

در نهایت پس از بررسی فرضیه‌های فرعی و ابعاد سرمایه مدیریتی، فرضیه اصلی پژوهش در مدل ۳ به بررسی ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه مدیریتی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت پرداخته شد. ضریب متغیر سرمایه مدیریتی برابر است با ۰/۰۱۷ است و احتمال آماره  $t$  آن برابر با ۰/۰۴۲ می‌باشد. این نتیجه بدین معناست که رابطه مثبت و معناداری بین سرمایه مدیریتی و ارزش شرکت است، بنابراین فرضیه اصلی مبنی بر برقراری، در سطح اطمینان ۰/۰۹۵، مورد پذیرش واقع شد. این نتیجه بدین معناست که با افزایش هر واحد سرمایه مدیریتی، ارزش شرکت به مقدار ۰/۰۱۷ واحد افزایش می‌یابد.

#### ۵- نتیجه‌گیری

هدف از این پژوهش بررسی ارتباط سرمایه مدیریتی و ارزش آفرینی شرکت بود. سرمایه مدیریتی هیئت مدیره که خود مشتمل بر سرمایه انسانی (تحصیلات، تخصص، تجربه و اعتبار) و سرمایه اجتماعی (خارجی و داخلی) بود.

نتایج فرضیه ۱-۱-۱ حاکی از آن بود که رابطه معناداری بین سطح تحصیلات هیئت مدیره و ارزش شرکت برقرار نیست. مطالعات پیشین بیان داشتند سطوح بالاتری از تحصیلات، ظرفیت بیشتری برای پردازش اطلاعات و مشارکت در استراتژی شرکت به اعضای هیئت مدیره خواهد بخشید [۴۲] و ممکن است به خلق ارزش برای شرکت بیانجامد، اما این نتیجه نشان می‌دهد که این تصور که حضور افراد با تحصیلات بالاتر و کارایی بالاتر به بهبود عملکرد و نهایتاً ارزش شرکت می‌کند، تصویری صحیحی نیست. این نتیجه با یافته‌های مطالعه انجیوین (۲۰۱۷) در استرالیا مبنی بر رابطه منفی این دو متغیر سازگار نیست. ذکر این نکته حق الجسه پرداختی به اعضا هیئت مدیره صرفاً براساس حضور فیزیکی آنان در جلسات است، بنابراین به دلیل نبود انگیزه کافی و همچنین نبود سیستم دقیق و صحیح ارزیابی عملکرد، سبب شده است که هیئت مدیره در ایران، دارای یک جایگاه سمبولیکی باشد. به این صورت که اعضا هیئت مدیره از دانش و تحصیلات خود بعنوان یکی از ابزارهای قدرتمند فردی، برای انجام هر چه بهتر وظایف خود در راستای ارزش آفرینی برای شرکتها را به خوبی استفاده نکنند. که این نتیجه با یافته‌های پژوهش نیکبخت (۱۳۸۹) مطابقت دارد [۸].

براساس یافته‌های مرتبط با فرضیه ۱-۱-۲، ارتباط مستقیم و معناداری بین تعداد اعضای متخصص در هیئت مدیره و ارزش شرکت مشاهده نشد. به عبارتی بهتر تخصص‌هایی (حقوق، مالی و مدیریت) که با نقش‌های اعضای هیئت مدیره در ارتباط است و تصور می‌شد، با تاثیر بر بهبود انجام وظایف اعضا به بهبود عملکرد و ارزش شرکت نمی‌انجامد. نتیجه فرضیه ۱-۱-۳ نشان داد که رابطه مستقیم و معناداری بین اعضای دارای تجربه (در صنعت) هیئت مدیره و ارزش شرکت وجود دارد. این نتیجه بدین معناست وجود ۱ عضو که در ۵ سال گذشته به عنوان هیئت مدیره

یا مدیرعامل در شرکتی دیگر در صنعت مربوطه فعالیت نموده است می‌تواند ارزش شرکت را به مقدار ۰/۰۶۷ واحد افزایش دهد و ارزش آفرین باشد. بنابراین با این استدلال که تجربیات در زمینه تصمیم‌گیری‌های خاص، منجر به بهبود تصمیم‌گیری در آینده در شرایط مشابه می‌شود (مانند: تیلور [۳۸])، تجربه حرفه‌ای در صنعت مشابه، برخی از ساختار دانش خالص عضو هیئت مدیره در مورد نحوه فعالیت‌های صنعت و محیط رقابتی شرکت توسعه می‌دهد، که آنها را در جایگاه نخست نقش مشاوره به مدیریت قرار می‌دهد این دانش خاص صنعت اعضای هیئت مدیره می‌تواند به آنها را در تشخیص فرصت‌های در حال ظهور در صنعت و ارزیابی طرح‌های پیشنهادی مدیران برای رشد کمک کند (مانند: کاستانیاس و هیلفات<sup>۳۸</sup>، ۲۰۰۱)، بنابراین وظیفه خود را به نحوه بهتری انجام خواهند داد [۳۴]. نتیجه این فرضیه با یافته‌های پژوهش دروبتز و همکاران<sup>۳۹</sup> (۲۰۱۵) و والونته و گانتینبین<sup>۴۰</sup> [۴۱] مطابقت دارد. نتیجه مرتبط فرضیه ۱-۱-۴ مبنی بر خلاف پیش‌بینی حاکی از یک رابطه منفی و معنادار بین اعضای دارای اعتبار هیئت مدیره و ارزش شرکت بود. این نتیجه بر خلاف انتظار بود و بدین معناست افراد دارای اعتبار (افراد) از مشغله‌های کاری زیادی برخوردارند و دریافت اطلاعات بیش از اندازه توسط این افراد منجر کاهش کارایی این افراد در انجام نقش خود به عنوان عضو هیئت مدیره شده و نهایتاً ارزش شرکتی که در آن خدمت می‌کنند، کاهش بیابد.

پس از بررسی چهار جزء سرمایه انسانی به عنوان اولین بعد سرمایه انسانی، نتیجه فرضیه ۱-۱-۱ حاکی عدم وجود برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت بود. این نتیجه با پژوهش انجیوین و همکاران [۳۱] در ویتنام و یوجیونوا<sup>۴۱</sup> [۳۹] مبنی بر رابطه مثبت سرمایه انسانی هیئت مدیره و ارزش شرکت مطابقت ندارد و با یافته‌های ویکتوریا<sup>۴۲</sup> [۴۰] مبنی بر عدم رابطه سازگار است.

نتیجه فرضیه ۱-۲-۱ نشان داد که ارتباط مستقیم و معناداری بین سرمایه اجتماعی خارجی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد. دلیل این نتیجه نیز می‌تواند کاهش کارایی ناشی از ورود اطلاعات و شرط مرزی از سرریز اطلاعات باشد. از دیگر دلایل این نتیجه را می‌توان عدم در نظر گرفتن اعضای هیئت مدیره در سایر هیئت مدیره‌های شرکت‌های غیر بورسی عنوان کرد، چرا که توان حضور اعضا در پایان سال مالی آنها امکان پذیر نبود. خدمت در بسیاری از هیئت مدیره - "عضویت بیش از حد در هیئت مدیره"<sup>۴۳</sup> می‌تواند بر زمان و توجه محدود اعضای هیئت مدیره تاثیر بگذارد (مانند: اکاسیو<sup>۴۴</sup>، ۱۹۹۷؛ هریس

<sup>38</sup> Castanias & Helfat

<sup>39</sup> Drobotz et al

<sup>40</sup> Volonte & Gantenbein

<sup>41</sup> Ujunwa

<sup>42</sup> Victoria

<sup>43</sup> Overboarding

<sup>44</sup> Ocasio

شرکت را بیشتر نمایند. همچنین با توجه به رابطه مستقیم تجربه حرفه‌ای با ارزش شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود از افراد با تجربه خدمت به عنوان مدیر در سایر شرکت‌های هم صنعت استفاده نمایند. علاوه بر این با توجه به ارتباط معکوس اعضای هیئت مدیره و سرمایه اجتماعی داخلی با ارزش شرکت از افرادی که به واسطه اعتبارشان دارای مشغله کاری زیادی هستند کمتر استفاده نمایند و با کنترل فعالیت‌های هیئت مدیره در راستای انجام وظایفشان، اجازه ندهند بهبود روابط بین اعضا به کاهش ارزش شرکت بیانجامد. اما در مجموع با توجه به اینکه سرمایه‌مدیریتی بیشتر می‌تواند به افزایش ارزش بیانجامد از سهامداران و سرمایه‌گذاران سهامدارانی را به عنوان اعضا انتخاب نمایند که به سرمایه‌مدیریتی بالاتر منجر شود.

این پژوهش همچون سایر پژوهش‌ها با محدودیت‌های همراه می‌باشد. محدودیت اول مرتبط با جمع‌آوری اطلاعات اعضای هیئت مدیره است، چرا که اغلب شرکت‌ها اطلاعات کاملی در مورد مشخصات اعضای هیئت مدیره به عنوان نمایندگان سهامداران ارائه نمی‌کنند؛ گاهی نیز اطلاعات فردی اعضای که در شرکت‌های دیگر فعالیت نیز فعالیت می‌نموند متفاوت بود که تشخیص اطلاعات صحیح‌تر را سخت می‌نمود. محدودیت دوم مربوط این مقوله است که در ملاک حضور افراد در شرکت‌ها، حضور- آنها در تاریخ ۲۹ اسفند ماه بود و تغییرات اعضا در نظر گرفته نشده است. محدودیت سوم در ارتباط با دشواری اندازه‌گیری سرمایه‌مدیریتی و ابعاد سرمایه انسانی و اجتماعی و اجزای آن است، در نتیجه اعتبار استنتاج‌های این پژوهش شدیداً وابسته به اعتبار معیارهای مورد استفاده در این پژوهش برای این سازه‌ها است.

#### منابع و مأخذ

- [۱] اصل، حسن قالیباف، رضائی، فاطمه، (۱۳۸۷)، بررسی تاثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات مالی، ش ۹، ص ۳۳-۴۸.
- [۲] پور فیض اله، رسول، (۱۳۹۷)، هیئت مدیره ارزشی و کیفیت افشاء اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی مولوی.
- [۳] حساس یگانه، یحیی، (۱۳۹۲)، بررسی ارزش آفرینی گزارشگری سرمایه انسانی، مجله دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، ش ۱۱، ص ۸۵-۱۰۴.
- [۴] حسینی، سیدعلی، سادات آگاه، سپیده، (۱۳۹۶)، سرمایه‌مدیریتی شرکت و کیفیت افشای اطلاعات، فصلنامه علمی پژوهشی تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ش ۳۱، ص ۷۴-۸۷.
- [۵] خواجوی، شکراله، صالحی‌نیا، محسن، (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و رشد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله علمی پژوهشی پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۹، ص ۱-۲۰.

و شیمیزو [۲۰]) و تاثیر منفی بر عملکرد داشته باشد [۱۱] فرضیه ۲-۲-۱ بیان می‌داشت ارتباط مستقیم و معناداری بین سرمایه اجتماعی داخلی اعضای هیئت مدیره و ارزش آفرینی شرکت برقرار است، اما نتایج نشان داد که این رابطه به صورت معکوس است و با افزایش ارتباط بین اعضا در درون شرکت، هیئت مدیره قادر نخواهد بود وظایف خود که همان بهبود عملکرد شرکت می‌باشد را به درستی انجام دهد، که نهایتاً این امر منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود. این نتیجه مطابق با بخشی از مستندات پژوهش‌های پیشین است (مانند: گارگیولو و بیناسی [۱۷]، ۱۹۹۹؛ ریگانز و زوکرمن [۳۷]؛ کیم [۲۷]) که این احتمال را نشان داده‌اند که سرمایه اجتماعی داخلی بیش از حد ممکن است تأثیرات منفی داشته باشد، با ایجاد تفکر گروهی، دسته‌بندی شدن، شبکه‌های قدیمی، و سایر اختلال‌هایی که نتیجه "صمیمیت بیش از حد" <sup>۴۵</sup> یا همگنی هستند.

پس از بررسی دو جزء سرمایه اجتماعی به عنوان دومین بعد سرمایه‌مدیریتی، نتیجه فرضیه ۲-۱ حاکی عدم وجود برقراری ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه انسانی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت بود. موقعیت ساختاری افراد در شبکه اجتماعی می‌تواند محدودیت‌های شدید را به اعضا هیئت مدیره تحمیل کند و این محدودیت‌ها می‌تواند منجر به کاهش کارایی اعضای هیئت مدیره و نهایتاً بی اثر شدن، منافع حاصل از سرمایه اجتماعی بیشتر بر ارزش شرکت گردد.

پس از بررسی فرضیه‌های فرعی و ابعاد سرمایه‌مدیریتی، نتیجه فرضیه اصلی پژوهش نشان می‌داد که ارتباط مستقیم و معناداری بین میزان سرمایه‌مدیریتی اعضای هیئت مدیره و ارزش شرکت برقرار است. این نتیجه در حالیست دو بعد سرمایه انسانی و اجتماعی بصورت مجزا اثری بر ارزش شرکت نداشتند ولی در مجموع می‌تواند اثر مثبت را به همراه آورند. رویکرد فرضی بیشتر ادبیات در مورد سرمایه انسانی و اجتماعی بر "بیشتر بهتر است" استوار است، بطوری در این رویکرد فرض می‌شود که داشتن سطح بالاتری از مهارت، تجربه و دسترسی به جریان اطلاعات، همیشه برای فرد و در نهایت شرکت سودمند (مانند: [۱۳] و [۱۴]؛ پلویهارت و مولیتیرنو [۳۶]) و ارزش آفرین خواهد بود.

تفاوت نتایج این پژوهش با سایر مطالعات در سایر کشورها را می‌توان به ساختار حاکمیت شرکتی متفاوت و غیر متجانس که از شرایط غیر مشابه اجتماعی، اقتصادی و قانونی در این کشورها نشأت می‌گیرد نسبت داد، در نتیجه ارتباط بین حاکمیت شرکتی با عملکرد و ارزش شرکت در بازارهای مالی کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه، متفاوت است [۸]. با توجه به عدم ارتباط تحصیلات و تخصص اعضای هیئت مدیره و سرمایه اجتماعی خارجی با ارزش آفرینی شرکت، به سهامداران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود شناسایی محدودیت‌های بهره‌بردار از اجزای سرمایه‌های انسانی تحصیلات و تخصص اعضای هیئت مدیره و سرمایه اجتماعی خارجی، و راهکار مناسب برای رفع آن سعی کنند ارزش

<sup>45</sup> Over-Chumminess

- Environmental Change, Journal of Management Studies, 37(2): 235-255.
- [24] Jermias, J., (2008), **Board Capital, Board Characteristics, and Managerial Share Ownership: Impact on Firm Performance**, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1316561>
- [25] Jermias, J., Gani, L., (2014), **The Impact of Board Capital and Board Characteristics on Firm Performance**, The British Accounting Review, 46(2), 135-153.
- [26] Khanna, P., Jones, C. D., Boivie, S., (2014), **Director Human Capital, Information Processing Demands, and Board Effectiveness**, Journal of Management, 40(2): 557-585
- [27] Kim, Y., (2005), **Board Network Characteristics and Firm Performance in Korea**, Corporate Governance: An International Review, 13(6): 800-808.
- [28] Kutum, I., (2015), **Board Characteristics and Firm Performance: Evidence from Palestine**, European Journal of Accounting Auditing and Finance Research, 3(3): 32-47.
- [29] Muth, M. M., Donaldson, L., (1998), **Stewardship Theory and Board Structure: A Contingency Approach**, Corporate Governance: An International Review, 6(1), 5-28.
- [30] Muttakin, M.B., Khan, A., Mihret, D.G. J., (2016), **The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures**, Journal of Business Ethics, In Press: 1-16
- [31] Nguyen, T. T. T., (2017), **(How) Does Board Capital Contribute to Firm Performance? A Study of Australian Boards**, Sydney Business School.
- [32] Nguyen, T., Nguyen, A., Locke, S.M., Reddy, K., (2017), **Does the Human Capital of Board Directors Add Value to Firms? Evidence from an Asian Market**, Cogent Economics & Finance, 5(1): 1-17.
- [33] Ooi, C., Hooy, C., Som, A.P.M., (2017), **The Influence of Board Diversity in Human Capital and Social Capital in Crisis**, Managerial Finance, 43(6): 700-719.
- [34] Pérez-Calero, L., Villegas, M.M., Barroso-Castro, C., (2016), **A framework for Board Capital**, Corporate Governance, 16 (3): 452-475.
- [35] Pfeffer, J., (1972), **Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment**, Administrative Science Quarterly, 17(2): 218-228.
- [36] Ployhart, R. E., Moliterno, T. P., (2011), **Emergence of the Human Capital Resource: A Multilevel Model**, Academy of Management Review, 36(1): 127-150.
- [37] Reagans, R., Zuckerman, E. W., (2001), **Networks, Diversity, and Productivity: The Social Capital of Corporate R&D Teams**, Organization Science, 12: 502-517
- [38] Taylor, R. N., (1975), **Age and Experience as Determinants of Managerial Information Processing and Decision Making Performance**, Academy of Management Journal, 24(1): 453-470.
- [39] Ujunwa, A., (2012), **Board Characteristics and the Financial Performance of Nigerian Quoted Firms**, Corporate Governance, 12(5): 5-5.
- [40] Victoria, K., (2006), **Ownership, Board Structure, and Performance in Continental Europe**, International Journal of Accounting, 41(2): 176-197.
- [41] Volonte, C., Gantenbein, P., (2016), **Directors' Human Capital, Firm Strategy, and Firm Performance**, Journal of Management & Governance, 20(1): 115-145.
- [42] Wiersema, M. F., Bantel, K. A., (1992), **Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change**, Academy of Management Journal, 35(1): 91-121.
- [۶] رحمانی، علی، رامشه، منیژه، (۱۳۹۲)، **رابطه جایگزینی میان مدیریت سود مبتنی بر اقدام تهمدی و مدیریت فعالیت‌های واقعی**، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۲۰، ص ۳۹-۶۰.
- [۷] فروغی، داریوش، ساکیانی، امین، (۱۳۹۵)، **تاثیر دوگانگی وظیفه‌مدیرعامل بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام**، مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، ش ۳، ص ۳۱-۵۲.
- [۸] یکبخت، محمدرضا، عزیز، سیدی، هاشم‌الحسینی، روزبه، (۱۳۸۹)، **بررسی ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت**، مجله پیشرفت‌های حسابداری، ش ۲، ص ۲۵۱-۲۷۰.
- [9] Avina-Vazquez, C.R., Uddin, S., (2016), **Social Capital, Networks and Interlocking Directorates: A Mexican Case**, Journal of Accounting in Emerging Economies, 6(3). 291 - 312
- [10] Balogh, A., (2016), **Professional Expertise on Boards, Corporate Lifecycle, and Firm Performance**, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2802417>
- [11] Barroso-Castro, C., Villegas, M.M., Casillas-Bueno J. C., (2016), **How Boards' Internal and External Social Capital Interact to Affect Firm Performance**, Strategic Organization, 14(1):6-31.
- [12] Becker, G., (1962), **Investment in Human Capital: A Theoretical Analysis**, Journal of Political Economy, 70(5): 9-49.
- [13] Burt, R. S., (1992), **Structural holes: The Social Structure of Competition**, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- [14] Burt, R.S. (1997). **The Contingent Value of Social Capital**. Administrative Science Quarterly, 42(2): 339-365.
- [15] Carpenter, M. A., Westphal, J. D., (2001), **The Strategic Context of External Network Ties: Examining the Impact of Director Appointments on Board Involvement in Strategic Decision Making**, Academy of Management, 44(4): 639-660.
- [16] Chen, H., (2014), **Board Capital, CEO Power and R&D Investment in Electronics Firms**, Corporate Governance: An International Review, 22(5): 422-436.
- [17] Gargiulo M., Benassi M., (1999), **The Dark Side of Social Capital**. In: Leenders R.T.A.J., Gabbay S.M. (eds) **Corporate Social Capital and Liability**, Springer, Boston, MA
- [18] Gitonga, L. W., (2010), **The Role of Board Capital on Strategic Turnaround in Kenya Commercial Bank Limited**, Working Paper. University of Nairobi.
- [19] Goodstein, J., Boeker, W., (1991), **Turbulence at the Top: A New Perspective on Governance Structure Changes and Strategic Change**, Academy of Management Journal, 34(2): 306-330.
- [20] Harris, I. C., Shimizu, K., (2004), **Too Busy to Serve? An Examination of the Influence of Overboarded Directors**, Journal of Management Studies, 41(5): 775-798.
- [21] Haynes, K., T., Hillman, A., (2010), **The Effect of Board Capital and CEO Power on Strategic Change**, Strategic Management Journal, 31(11):1145-1163
- [22] Hillman, A. J., Dalziel, T., (2003), **Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependency Perspectives**, Academy of Management Review, 28(3): 383-396.
- [23] Hillman, A. J., Cannella, A. A., Paetzold, R., (2000), **The Resource Dependence Role of Corporate Directors: Strategic Adaptation of Board Composition in Response to**