

## بررسی تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مجید عباسی\*، دکتر موسی احمدی\*\*

### چکیده

دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به‌طور بالقوه ریسک تصمیم‌گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی را افزایش داده، در نتیجه ممکن است هزینه نظارت بر رفتار مدیریت (ارزش شرکت) را افزایش دهد. بنابراین، این موضوع می‌تواند نقش مهمی در تعیین سرنوشت شرکت ایفا کرده و رعایت و یا عدم رعایت آن تأثیر مستقیمی بر ارزش شرکت و از همه مهم‌تر دیدگاه سهامداران جزء و نهادی نسبت به وضعیت مالی و ارزش شرکت داشته باشد. به بیان دیگر، آیا چنین تفکیکی در عمل به نظارت بهتر بر مدیران و در نتیجه، افزایش ارزش واحد تجاری منجر خواهد شد یا خیر؟ در این پژوهش، رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ده ساله، از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۹ را مورد بررسی قرار داده‌ایم. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های تلفیقی استفاده کرده‌ایم. یافته‌ها نشان می‌دهد که رابطه معنادار و مشخصی بین تفکیک نقش مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد. یافته‌های دیگر، وجود رابطه معنادار و مثبت بین نسبت بدهی با ارزش شرکت را نشان می‌دهد؛ این در حالی است که بین اندازه شرکت و ارزش واحد تجاری رابطه منفی وجود دارد.

**واژگان کلیدی:** راهبری شرکتی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، ارزش شرکت.

طبقه‌بندی JEL: G32, G34.

abbasi.majid2010@gmail.com

\* کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهر

musa.ahmadi@gmail.com

\*\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد اهر

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۰۱/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۰/۰۹/۰۳

## ۱. مقدمه

بشر در گذر زمان بر اساس ملاحظات عقلی به جای زندگی غارنشینی و فردی، به زندگی جمعی روی آورد و جوامع بشری و اجتماعات شکل گرفت؛ شرکت‌ها را به منظور کاهش هزینه‌ها و دفعات معاملات، قالب مناسبی برای انجام فعالیت‌های اقتصادی یافت. برای انجام فعالیت‌های بزرگ، شرکت‌های سهامی را تأسیس کرد. در این شرکت‌ها سرمایه‌های خرد برای انجام کارهای بزرگ تجهیز می‌شود. اداره این شرکت‌ها به مدیران حرفه‌ای واگذار می‌شود که لزوماً سهام زیادی را در تملک ندارند؛ همچنین، همه سهامداران نیز به نسبت یکسان سهام ندارند.

تشکیل شرکت سهامی و گشودن مالکیت شرکت برای عموم، بر روش اداره شرکت‌ها، تأثیر قابل ملاحظه‌ای گذاشت. نظام بازار به گونه‌ای سازماندهی شد که مالکان شرکت‌ها، اداره شرکت را به مدیران شرکت تفویض کنند. جدایی "مالکیت" از "مدیریت" به عمومیت "مسأله نمایندگی"<sup>۱</sup> منجر شد.<sup>۲</sup> با جدا شدن مالکیت و مدیریت، مدیران به عنوان نماینده سهامداران، شرکت را اداره می‌کنند.<sup>۳</sup> با شکل‌گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران و ذی‌نفعان دیگر ایجاد می‌شود و به طور بالقوه این امکان به وجود می‌آید که مدیران اقداماتی انجام دهند که در جهت منافع خودشان بوده و ضرورتاً در جهت منافع سهامداران و ذی‌نفعان دیگر نباشد.<sup>۴</sup> در این مسأله، تضاد بین به حداکثر رساندن منافع کارگزاران و کارگزاران، مفروض است. حل مشکل نمایندگی تا حدودی اطمینان خاطر سهامداران را فراهم می‌کند که مدیران در تلاشند تا ثروت آنان را به حداکثر برسانند. اعمال نظارت و مراقبت در این زمینه مستلزم وجود ساز و کارهای مناسبی است. از جمله این سازوکارها، طراحی و اجرای "راهبری شرکتی"<sup>۵</sup> مناسب در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است. صاحب‌نظران علوم اقتصادی و حسابداری در ایران، بیشتر معنی حاکمیت شرکتی را برای این واژه به کار برده‌اند که ترجمه چندان گویایی نیست. از آنجا که کاربرد این واژه ایجاد سازوکار مناسب برای هدایت و کنترل شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است،

1. Agency Problem

۲. قالیباف اصل و رضایی. (۱۳۸۶).

3. Fama & Jensen. (1983).

۴. باباجانی و عبدی. (۱۳۸۹).

5. Corporate Governance

نزدیک‌ترین و مأنوس‌ترین معنایی که می‌توان برای این واژه انتخاب کرد "راهبری شرکتی"<sup>۱</sup> است. بدین روی، در این پژوهش از واژه "راهبری شرکتی" استفاده می‌کنیم. راهبری شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترلی داخلی و خارجی شرکت است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه کسانی اداره شود. نظام راهبری شرکتی که با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود. توجه به راهبری شرکتی کارا و افزایش کارایی در قراردادهای میان ذی‌نفعان به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقاء شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آنها از طریق مردم تأمین شده است، به تخصیص کارای منابع و در نهایت رشد توسعه اقتصادی منجر می‌شود.<sup>۲</sup> به بیان دیگر، راهبری شرکتی به یک سری فرآیندها، عادات و رسوم، سیاست‌ها و نهادهایی گفته می‌شود که بر نحوه هدایت، اداره یا کنترل شرکت تأثیر می‌گذارد. راهبری شرکتی همچنین شامل روابط بین بسیاری از بازیگران از جمله ذی‌نفعان و اهدافی است که شرکت آنها را هدایت می‌کند. بازیگران اصلی سهامداران، مدیریت و هیأت مدیره بوده و ذی‌نفعان دیگر نیز شامل کارکنان، عرضه‌کنندگان، مشتریان، بانک‌ها و وام‌دهندگان دیگر، قانونگذاران، محیط و اجتماع هستند.<sup>۳</sup>

## ۲. ادبیات نظری و تجربی

### ۲.۱. بیان مسأله

به تازگی موضوع راهبری شرکتی در سطح بین‌المللی توجه زیادی را به خود جلب کرده است.<sup>۴</sup> در خصوص کشورهای آسیایی راهبری شرکتی ضعیف، نبود بنیان‌های مستحکم و قوی راهبری شرکتی در بخش‌های عمومی و خصوصی این کشورها، به ویژه در بخش بانکی به عنوان یکی از دلایل بحران مالی سال ۱۹۹۷

۱. سجادی. (۱۳۸۸).

۲. قالیباف اصل و رضایی. (۱۳۸۶).

۳. نیکومرام و همکاران. (۱۳۸۷).

4. Gaa.(2007).

آسیا عنوان شده است.<sup>۱</sup> در اهمیت راهبری شرکتی برای موفقیت شرکت‌ها و رفاه اجتماعی شکی نیست. این موضوع با توجه به رخداد‌های اخیر اهمیت بیشتری یافته است. فروپاشی شرکت‌های بزرگ و رسوایی‌های مالی شرکت‌های معتبر و شناخته شده‌ای مانند "انرون"<sup>۲</sup> و "ورلدکام"<sup>۳</sup> که موجب زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران و ذی‌نفعان شد، ناشی از سیستم‌های ضعیف راهبری شرکتی بود.<sup>۴</sup> با توسعه شرکت‌های سهامی و افزایش وظایف و اختیارات مدیر عامل و هیأت‌مدیره شرکت‌ها، این پرسش به صورت جدی‌تری مطرح می‌شود که مدیرانی که در واقع مالک شرکت نیستند، چگونه پیگیر منافع سهامداران (مالکان مؤسسه) خواهند بود.

تشکیل شرکت‌های سهامی عام در صورتی که با شناخت و آگاهی همراه باشد، می‌تواند پس‌اندازهای مردم را به سمت آنها و بازار سرمایه هدایت نماید و بر عمق بازار سرمایه بیفزاید. از روش‌های تأمین مالی شرکت‌ها مراجعه به بازار اوراق بهادار و عرضه اوراق سرمایه‌ای و اوراق بدهی (اوراق مشارکت، صکوک و دیگر اوراق بهادار به پشتوانه دارایی‌ها) است. عرضه سهام به مردم علاوه بر گسترش مالکیت عمومی، مستلزم اطلاع‌رسانی و گزارشگری شرکت‌ها و در نتیجه شفافیت فعالیت‌های اقتصادی، نظارت شدیدتر بر فعالیت شرکت‌ها و عملکرد مدیران است. مردم سراغ شرکت‌هایی خواهند رفت که سودآوری و کارایی بیشتری دارند و این به معنی تسهیم و تخصیص بهینه منابع است. مدیرانی که نتوانند عملکرد خوبی داشته باشند از مدیریت شرکت‌ها برکنار خواهند شد و این به معنی شایسته‌سالاری است. اگر قرار باشد مردم خود پس‌اندازهایشان را در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری کنند، اداره شرکت‌ها چگونه باید باشد که این پس‌اندازها درست به کار گرفته شده و بازدهی خوبی عاید مردم شود و اعتماد و اطمینان آنها جلب و حفظ شود؟ ایرادی که به نظام‌های متکی بر بازار اوراق بهادار گرفته می‌شود این است که به دلیل فاصله بین مدیریت و مالکیت، شرکت‌ها در راستای منافع سهامداران و جامعه مدیریت نمی‌شوند و کارایی پایین‌تر از نظام‌های بانک محور

---

1. Chen.(2008).

2. Enron

3. Worldcom

۴. حساس یگانه.(۱۳۸۵).

است. در این راستا صیانت از حقوق و منافع صاحبان سرمایه ضروری است. برای این منظور تقویت فرهنگ پاسخ‌گویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌های سهامی امری گریزناپذیر است.<sup>۱</sup> گسترش روز افزون فعالیت‌های اقتصادی و مالی در دهه‌های اخیر موجب شده است که اداره و هدایت شرکت‌های تجاری بیش از پیش پیچیده شود. به طور کلی، شرکت‌های سهامی با سه منشأ اصلی بروز مشکل و ناهماهنگی روبه‌رو هستند که عبارتند از: تعارض میان مدیران و سهامداران، تعارض منافع سهامداران اصلی و سهامداران جزء و تعارض منافع سهامداران قدیمی و جدید. راه حل تمام این تعارض‌ها مشارکت و همکاری تمام عوامل، تأثیرگذار بر عملکرد شرکت یا همان راهبری شرکتی است. بازارهای پرتلاطم و رو به رشد اوراق بهادار در دنیا نیز متکی بر سیستم‌های پیچیده حمایت‌کننده‌ای هستند که نظام راهبری را در شرکت‌های سهامی عام بهبود می‌بخشند. ویژگی‌های اصلی این نظام راهبری عبارتند از: (۱) به سهامداران اقلیت این اطمینان را می‌دهند که اطلاعاتی قابل اتکا در رابطه با ارزش شرکت دریافت کرده‌اند و از جانب مدیران شرکت و سهامداران بزرگ دیگر مورد خیانت و سوءاستفاده قرار نگرفته‌اند و (۲) مدیران را این‌گونه تشویق می‌کنند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود، به دنبال حداکثر کردن ارزش و منافع شرکت باشند.<sup>۲</sup>

حقوق اولیه هر سرمایه‌گذار در یک نظام اقتصادی برخوردار از حق اطلاع، حق دریافت سود و بهره، حق خرید و فروش دارایی‌ها و حق مدیریت است. واقعیت این است که هر فردی در نقش خریدار یا فروشنده به طور مثال با عنوان سرمایه‌گذار، دو حق اساسی از بازار مطالبه می‌کند؛ اول اینکه فعالیت او توسط الزامات اخلاقی و وجدانی پوشش داده شود. به بیان دیگر، وی در مقابل فساد در بازار مورد حمایت قرار گیرد. حق دیگر وی برخوردار از یک چارچوب فعالیتی هدفمند است. این چارچوب باعث می‌شود فعالیت‌ها با توجه به هدف بقا و پویایی بازار تنظیم شود. برای دستیابی به این حقوق می‌توان دومی را ادای حق سرمایه‌گذار بر بازار نیز تلقی نمود.<sup>۳</sup>

۱. سجادی، (۱۳۸۸).

۲. مشایخی، (۱۳۸۷).

۳. فرهانیان، (۱۳۸۶).

به دنبال ورشکستگی و سقوط شرکت‌های بزرگ در آمریکا نظیر انرون و ولدکام و در استرالیا مانند شرکت‌های "تل‌وان"<sup>۱</sup> و همچنین در کشورهای مختلف، توجه جهانی به نقش برجسته راهبری شرکتی در سازمان‌ها به ویژه نظام بانکی و راه‌های به‌کارگیری مؤثر اصول آن برای جلوگیری از تکرار چنین رویدادهایی جلب شده است. راهبری شرکتی ضعیف باعث پنهان نگهداشتن اطلاعات و ضعف نظارت و کنترل و انتشار اطلاعات توسط سازمان‌ها شده، امری که در نهایت می‌تواند به ورشکستگی آنها منجر شود. راهبری شرکتی قوی در سازمان‌ها به‌ویژه در بانک‌ها می‌تواند باعث حفظ منافع تمام ذی‌نفعان، کاهش فساد مالی و افزایش اعتماد عمومی به آنها شود.

عوامل تأثیرگذار در شکل‌گیری روابط کاری در نظام بانکی عبارتند از: مدیریت بانک، هیأت مدیره بانک و سهامداران بانک که همان سپرده‌گذاران بانک هستند که همگی زیر نظر یک مرجع کل به نام بانک مرکزی فعالیت می‌کنند. عوامل راهبری شرکتی مؤثر بر بانک‌ها به دو دسته قابل تقسیم است: یکی "عوامل درونی"<sup>۲</sup> و دیگری "عوامل بیرونی"<sup>۳</sup>. عوامل درونی مربوط به تعاملات و ارتباطات بین مدیریت بانک، هیأت مدیره و سهامداران می‌شود. در این میان، مدیریت وظیفه دارد تا در قبال عملکرد بانک به هیأت مدیره توضیح داده و خود هیأت مدیره نیز باید در برابر سهامداران پاسخگو باشد. عوامل بیرونی مؤثر بر فعالیت بانک‌ها عبارتند از: قوانین و مقررات مصوب نهادهای ناظری مانند بانک مرکزی، بازار سهام و علاوه بر آن، هیأت استانداردهای حسابرسی، سهامداران نهادی، سازمان حسابرسی.

بانک‌ها از بخش‌های حیاتی و بسیار مهم هر اقتصادی به‌شمار می‌آیند. دلیل اصلی ضرورت راهبری شرکتی برای نظام بانکی، آن است که سرمایه بانک‌ها از پول "دیگران" فراهم می‌آید و این امر باعث می‌شود تا مدیریت بانک‌ها در قبال سپرده‌گذاران که مالکان اصلی بانک به‌شمار می‌آیند، پاسخگو، مسئول و انعطاف‌پذیر باشند. از طرفی در اقتصاد کشورهای در حال توسعه، راهبری شرکتی به چند دلیل بیشتر اهمیت دارد. نخست آن که در نظام‌های مالی اقتصادهای در حال توسعه، بانک‌ها در موضعی مقتدرانه قرار دارند و به عنوان موتورهای رشد اقتصادی اهمیت فراوانی دارند. دوم آن که به دلیل اینکه

---

1. Tellone  
2. Insider  
3. Outsider

بازارهای مالی در کل به اندازه کافی توسعه نیافته‌اند، بانک‌ها در این‌گونه اقتصادها معمولاً منبع مالی مهمی برای بیشتر شرکت‌ها هستند. سوم، علاوه بر تأمین ابزار عمومی پرداخت، بانک‌ها در کشورهای در حال توسعه معمولاً جایگاه اصلی پسراندازهای اقتصادی مردم هستند. چهارم، بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه به تازگی نظام‌های بانکی خود را از طریق "خصوصی‌سازی"<sup>۱</sup> آزاد نموده‌اند، در نتیجه، مدیران بانک‌ها در این اقتصادها آزادی بیشتری در نحوه اداره بانک‌هایشان به دست آورده‌اند.<sup>۲</sup> زمانی که مالک شرکت دولت است، شرکت ممکن است به دنبال اهداف چندگانه و متضادی باشد. در مقابل، شرکت‌های خصوصی‌شده روی حداکثرسازی سود تمرکز می‌کنند. درجه و میزانی که شرکت واگذار شده به دنبال حداکثرسازی سود باشد، به تفاوت در نوع راهبری شرکتی بستگی دارد. گفتنی است که بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران نیز در این زمینه تکالیفی را در بسته سیاستی نظارتی سال‌های ۱۳۷۸ و ۱۳۸۸ و همچنین در بخشنامه شماره م/ب/۱۱۷۲ مورخ ۱۳۸۶/۰۳/۳۱ برای بانک‌ها تعیین نموده است.

راهبری شرکتی، زمینه را برای تطابق قوانین و مقررات نظام بانکی با شرایط و محیط حاکم بر بانک‌ها فراهم می‌سازد و بستر مناسبی برای تحقق استانداردهای عملیاتی فراهم می‌آورد. این نظام در جهت حمایت و صیانت از حقوق و منافع تمامی سرمایه‌گذاران و سهامداران در بانک و کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران حرکت می‌نماید. راهبری شرکتی ضمن ارائه چارچوب قانونی و مقرراتی برای تعیین روابط و مسئولیت‌های میان سهامداران، اعضای هیأت مدیره، مدیرعامل و ذی‌نفعان دیگر، تضمین عملکرد رقابتی لازم برای صحت و سلامت فعالیت‌ها و حصول اطمینان نسبت به رعایت حقوق ذی‌نفعان و ارائه معیارها و سازوکارهای نظارت و کنترل بر فعالیت‌های مدیران و الزام پاسخگویی آنها راجع به فعالیت‌های خود را فراهم می‌آورد.

راهبری شرکتی تعیین‌کننده ساختاری است که توسط آن اهداف سازمان، تدوین و ابزار دستیابی به این اهداف و نظارت بر عملکرد مشخص می‌شود. به بیان دیگر، راهبری شرکتی قوانین،

مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود.<sup>۱</sup>

در متون نظری دو مدل از راهبری شرکتی ارائه شده است؛ نوع اول، مدل Anglo-American است که هدف آن به طور انحصاری حداکثرسازی منافع سهامداران است و براساس این مدل، اگر هدف حداکثرسازی ارزش منافع سهامداران با منافع ذی‌نفعان دیگر در تعارض باشد، منافع ذی‌نفعان دیگر شرکت نادیده انگاشته می‌شود. مدل دوم، مدل Franco-German است که برخلاف مدل اول، تأکید آن بر حفاظت از منافع ذی‌نفعان دیگر است. تحلیلگران معتقدند در مدل نخست، منافع ذی‌نفعان (سپرده‌گذاران) به این دلیل به خوبی مدل دوم رعایت نشده که منافع تمام سپرده‌گذاران براساس نرخ از پیش تعیین شده بازده سرمایه‌گذاری تعیین می‌شود.

همچنین، کارکنان بانک‌ها از ذی‌نفعان دیگر نظام بانکداری هستند که مشارکت آنها به منظور افزایش عملکرد و کارایی بانک و مزایای پرداختی به آنها، توسط ساختار انگیزشی بانک تعیین می‌شود؛ به این معنی که با بهبود عملکرد بانک، حق‌الزحمه آنها افزایش و اثر انگیزشی تقویت می‌شود. از سوی دیگر، سیستم مالی خود یک ذی‌نفع است، زیرا ناتوانی بانک‌های مهم و اصلی می‌تواند باعث ایجاد بحران و آسیب در کل اقتصاد شود. دولت نیز یک ذی‌نفع دیگر است، زیرا عملکرد مؤثر بانک‌ها می‌تواند منافع فراوانی را برای دولت به همراه داشته باشد. اقتصاد جامعه نیز یک ذی‌نفع بزرگ است، زیرا عملکرد غیرمؤثر سیستم مالی می‌تواند اثر معکوسی در تمام بخش‌های اقتصاد و جامعه از طریق بی‌ثباتی و کاهش نرخ رشد اقتصادی ایجاد کند.

یکی دیگر از کارکردهای اصلی بانک‌ها، مدیریت ریسک است. چنانچه بانک‌ها اقدامی در جهت کنترل ریسک انجام ندهند، سود چندانی را نصیب خود و سپرده‌گذاران نخواهند کرد. حتی ممکن است دچار ضرر و زیان غیرقابل جبرانی شوند. وجود راهبری شرکتی برای به حداقل رساندن زیان‌های ناشی از نبود کنترل‌های داخلی کارآمد و کنترل ریسک، امری حیاتی است. راهبری شرکتی شامل فعالیت‌ها و اقدامات کنترلی هدفمندی است که کارآمدی و تأثیرگذاری و مهم‌تر از همه، هم‌سویی

۱. حساس یگانه و باغومیان (۱۳۸۴).



سیاست‌ها و عملکرد بانک‌ها را با توجه به محدودیت‌های عملیاتی و ریسک تضمین کرده و ضریب حمایت از حقوق سپرده‌گذاران را افزایش می‌دهد. طبق آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی ایران کمیته مدیریت ریسک از کمیته‌های هیأت مدیره بوده و مسئول نظارت بر اقدامات مدیریت در زمینه مدیریت ریسک بازار، نقدینگی، عملیاتی، رعایت، حسن شهرت و ریسک‌های دیگر شرکت است.<sup>۱</sup>

## ۲.۲. پیشینه پژوهش

اشمید و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان "راهبری شرکتی و ارزش شرکت"، تأثیر ارتباط میان راهبری شرکتی و ارزش شرکت‌ها را در ۶۶۶۳ مشاهده (شرکت - سال) در میان ۲۲ کشور توسعه‌یافته با استفاده از شاخص Q توبین در سال‌های ۲۰۰۳ - ۲۰۰۷ بررسی کرده‌اند. داده‌های راهبری شرکتی مورد استفاده در آزمون فرضیه‌ها از شاخص بین‌المللی راهبری شرکتی از وب‌گاه GMI<sup>۳</sup> دریافت شده است. این شاخص‌ها در ۶ زیربخش شامل پاسخگویی هیأت مدیره، افشای مالی و کنترل داخلی، حقوق سهامداران، حق‌الزحمه مدیر عامل و هیأت مدیره، کنترل بیرونی و رفتار اجتماعی شرکت طبقه‌بندی شده است. یافته‌های آنها رابطه مثبت معنادار بین تمامی ویژگی راهبری شرکتی و همچنین رفتار اجتماعی شرکت‌ها با ارزش شرکت را نشان می‌دهد.

مت نور و سولانگ<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) در پژوهشی با عنوان "سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت"، به بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی شامل سود تقسیمی، تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت خارجی، درصد سهام هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بر ارزش ۴۰۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار مالزی در سال‌های ۲۰۰۲ - ۲۰۰۵ پرداختند. آنها برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چند متغیره و برای تعیین ارزش شرکت‌های مورد بررسی از مدل ساده شده Q توبین استفاده کرده‌اند. آنها همچنین اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت) و نسبت بدهی (نسبت کل بدهی به دارایی شرکت) به عنوان

۱. آیین‌نامه نظام راهبری شرکتی. (۱۳۸۶).

2. Schmid, Oesch & Ammann

3. www.2.gmiratings.com

4. Mat Nor & Sulong

متغیر کنترلی در نظر گرفته‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهد رابطه منفی و معنادار بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل به عنوان یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد. بانرجی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) در پژوهش خود در کشور هند به دنبال یافتن پاسخ این پرسش بود که آیا شرکت‌های با سطح راهبری شرکتی بالا از ارزش و در نتیجه قیمت سهام بالاتری نیز برخوردار هستند. به بیان دیگر، آیا می‌توان با بهبود نظام راهبری شرکت‌ها ارزش آنها را افزایش داد. داده‌های راهبری شرکتی مورد آزمون در این پژوهش از شاخص راهبری شرکتی مؤسسه رتبه‌بندی "اس اند پی"<sup>۲</sup> به عنوان شاخص کیفیت راهبری شرکتی در سال‌های ۲۰۰۰ - ۲۰۰۸ دریافت شده است و بر اساس آن شاخص، شرکت‌ها از بیشترین تا کمترین مقدار طبقه‌بندی شده‌اند. در مرحله بعد با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه به بررسی رابطه میان شاخص راهبری شرکتی با Q توبین محاسبه شده شرکت‌ها پرداخته است. وی در مدل رگرسیون چندگانه خود از فروش خالص شرکت، عمر شرکت و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده کرده است. یافته‌های وی نشان می‌دهد که پس از کنترل عوامل عمر شرکت و اهرم مالی، رابطه مثبت و معناداری میان سطح راهبری شرکتی با ارزش وجود دارد. البته، یافته‌های وی نشان داد که شرکت‌های دارای سطح راهبری شرکتی بالا فقط از ارزش بالایی برخوردار نیستند، بلکه علاوه بر آن از اهرم مالی کمتر و درصد پوشش بدهی بالاتری برخوردارند. همچنین، دارای نرخ بازگشت سرمایه بهتری هستند. حاشیه سود این شرکت‌ها تا حدودی با ثبات بوده و نسبت قیمت به درآمد این شرکت‌ها بالاتر از شرکت‌هایی بود که شاخص راهبری شرکتی پایین‌تری داشتند.

چانگ و سان<sup>۳</sup> (۲۰۰۸) بر این عقیده‌اند که پس از رسوایی‌های مالی، سرمایه‌گذاران به این موضوع بیشتر توجه کردند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل ممکن است وظیفه امانتداری هیأت مدیره در نظارت بر گزارشگری مالی را به مخاطره اندازد. همچنین، آنها معتقدند که دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به‌طور بالقوه ریسک تصمیم‌گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی

---

1. Banerjee, Gokarn & Pattanayak

2. www.Standardandpoors.Com

3. Chang & Sun

را افزایش دهد که در نتیجه ممکن است ارزش شرکت را افزایش دهد. آنها شواهدی نیز در مورد رابطه بین راهبری شرکتی و مالکیت نهادی سهام ارائه نمودند. شواهد آنها نشان می‌دهد که نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری می‌شود، کیفیت ساختار حاکمیت را افزایش می‌دهد. یافته‌های آنها با این نظر موافق بود که سرمایه‌گذاران نهادی به سمت سهام شرکت‌هایی گرایش دارند که دارای ساختار حاکمیتی خوب در جهت برآورده ساختن مسئولیت‌های مدیریتی هستند.

کارتر و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) به مسأله تنوع اعضای هیأت مدیره پرداختند. آنها با استفاده از اطلاعات ۱۰۰۰ شرکت "فورچون"<sup>۲</sup>، رابطه بین تنوع هیأت مدیره و ارزش شرکت را مورد آزمون قرار داده‌اند. تنوع هیأت مدیره به صورت سهم زنان، آمریکایی یا آفریقایی الاصل، آسیایی و اسپانیایی‌های عضو هیأت مدیره تعریف شده است. اهمیت این پژوهش در این است که نخستین پژوهش تجربی است که وجود رابطه میان تنوع در هیأت مدیره و ارزش مالی را آزمون می‌کند. پس از کنترل اثر اندازه، صنعت و ویژگی‌های دیگر راهبری شرکتی در آزمون‌ها مشخص شد رابطه مثبت قوی بین نسبت زنان و اقلیت‌ها در هیأت مدیره و ارزش شرکت وجود دارد. همچنین، نتیجه بررسی آنها نشان می‌دهد که نسبت زنان و اقلیت‌های عضو هیأت مدیره با بزرگ شدن اندازه شرکت و هیأت مدیره افزایش و با افزایش تعداد اعضای داخلی کاهش می‌یابد. ریچنر و دالتون<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) نیز نشان دادند که شرکت‌هایی که اعضای هیأت مدیره آنها نقش‌های دوگانه دارند، از شرکت‌هایی که در آنها نقش‌ها و مسئولیت‌ها تفکیک شده است، عملکرد بهتری داشته‌اند. یافته‌های این گروه از پژوهشگران برخلاف پیش‌بینی‌های معمول بود. برگ و اسمیت<sup>۴</sup> (۱۹۷۸) در بررسی خود دریافتند که بین شاخص‌های عملکرد شرکت‌هایی که در آنها نقش‌های مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره از هم تفکیک شده‌اند و شاخص‌های عملکرد شرکت‌هایی که در آنها این نقش‌ها از هم تفکیک نشده‌اند، تفاوت معناداری وجود ندارد.

1. Carter, et al

2. Fortune

3. Rechner & Dalton

4. Berg & Smith

در کشورهای دیگر توسعه‌یافته و نیز برخی از کشورهای در حال توسعه، سازمانهای مختلفی رتبه‌بندی راهبری شرکتی را برای شرکت‌ها انجام می‌دهند، اما در کشور ما نهاد خاصی برای انجام این کار وجود ندارد. بدین روی، برای اندازه‌گیری راهبری شرکتی از معیارهای پژوهشگران خارجی استفاده شده است. با توجه به اینکه در حال حاضر هیچ مؤسسه‌ای در ایران وجود ندارد که شاخصی برای راهبری شرکتی برای تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تدوین کند، بدین روی، پژوهشگران داخلی فقط از ویژگی‌هایی که اطلاعات آنها به لحاظ امکان دسترسی از طریق صورت‌های مالی، گزارش‌های هیأت مدیره به مجامع عمومی عادی سالانه و مستندات دیگر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود داشته، برای اندازه‌گیری رویه‌های راهبری شرکتی استفاده شده است. گفتنی است به کارگیری معیارهای متفاوت ممکن است بر یافته‌های این پژوهش تأثیر بگذارد. بررسی‌های انجام‌شده نشان داد که پژوهش‌های چندانی در مورد راهبری شرکتی و ارزش شرکت در ایران انجام نشده است. بدین روی، پژوهش‌هایی را که ارتباط موضوعی با این پژوهش دارند، بررسی کردیم که خلاصه نتایج آنها بدین شرح است: زند عباس‌آبادی (۱۳۸۹) در پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد خود با عنوان "بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در سال‌های ۱۳۸۳ - ۱۳۸۷ مورد بررسی قرار داده است. سازوکارهای راهبری شرکتی که در پژوهش وی مورد بررسی قرار گرفته‌اند شامل درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد بلوک سهامداران اصلی، درصد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره، نبود مدیرعامل به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره و تعداد حسابرس مستقل است. وی از ارقام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل تعدیل شده جونز<sup>۱</sup> به عنوان شاخصی برای تعیین کیفیت سود در شرکت‌ها استفاده کرده است. یافته‌های وی نشان می‌دهد که رابطه معنادار مثبتی بین درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد بلوک سهامداران اصلی، درصد مدیران غیرموظف در ترکیب هیأت مدیره، نبود مدیرعامل شرکت

۱. ارقام تعهدی:  $TACC = \Delta WC + \Delta NCO + \Delta FIN$  که در آن،  $\Delta WC$  تغییرات سرمایه در گردش،  $\Delta NCO$  تغییرات دارایی‌های عملیاتی غیر جاری،  $\Delta FIN$  تغییرات دارایی‌های مالی است.

به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره و وجود سازمان حسابرسی به عنوان حسابررس شرکت با کیفیت سود وجود دارد. محمدی و همکاران (۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش پرداختند. یافته‌های آنها نبود هرگونه رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت‌ها را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که برخلاف رابطه معکوس بین ارزش شرکت و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین نسبت مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با ارزش شرکت، مستقیم و معنادار است. نوروش و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری با هزینه‌های نمایندگی شرکت پرداختند. یافته‌های آنها حاکی از مؤثر بودن افزایش سازوکارهای نظام راهبری بر کاهش هزینه‌های نمایندگی و افزایش ارزش شرکت است. مولودی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و ارزش ایجادشده برای سهامداران پرداخته است. نتایج آزمون وی نشان می‌دهد، در شرکت‌هایی که خلق ارزش داشته‌اند، رابطه بین پاداش هیأت مدیره و ارزش ایجادشده برای سهامداران مستقیم و معنادار است و بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره با ارزش ایجادشده برای سهامداران رابطه معناداری وجود ندارد. صدیقیان (۱۳۸۸) در پایان‌نامه کارشناسی ارشد خود به بررسی اثر سازوکارهای داخلی راهبری شرکتی بر ارزش ۲۴۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. نتایج وی نشان می‌دهد، پس از کنترل اثرات صنعت، با توجه به شدت رقابت در صنایع مختلف، با توجه به هویت مالکان در ایران، افزایش در نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره باعث کاهش نسبت ارزش بازاری به دفتری و رشد نسبی قیمت شرکت‌ها می‌شود.

آقایی و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های راهبری شرکتی (تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، نفوذ مدیرعامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره، اتکای بر بدهی و مدت زمان تصدی مدیرعامل در هیأت مدیره) و محتوای اطلاعاتی سود در صورت وجود مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۰ - ۱۳۸۶ می‌پردازند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد دوگانگی وظیفه مدیرعامل تأثیری در بهبود محتوای

اطلاعاتی سود چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود بالا و چه در زمان وجود انگیزه مدیریت سود پایین ندارد. یافته‌های پژوهش محمد نمازی و احسان کرمانی در سال ۱۳۸۷ نشان می‌دهد که بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد. حساس یگانه و همکاران در سال ۱۳۸۶ در مطالعه‌ای به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت با استفاده از دو فرضیه نظارت کارآمد و همگرایی منافع پرداختند. یافته‌های آنها نشان می‌دهد که یک رابطه مثبت بین ارزش شرکت با سرمایه‌گذاران نهادی وجود دارد. با این وجود، نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت نهادی و ارزش شرکت نیست.

### ۳. روش پژوهش

در این پژوهش، درصدد یافتن پاسخ این پرسش هستیم که تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چیست؟ به بیان دیگر، آیا چنین تفکیکی در عمل به نظارت بهتر بر مدیران و افزایش ارزش واحد تجاری منجر خواهد شد یا خیر؟ بنابراین، این پژوهش از نظر نوع، توصیفی، از نظر هدف، کاربردی و روش پژوهش آن از نوع پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه پژوهش از رگرسیون چند متغیره با استفاده از "داده‌های ترکیبی"<sup>۱</sup> استفاده کرده‌ایم.

#### ۳.۱. فرضیه پژوهش

بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد؛ فرضیه‌ای است که درصدد آزمون آن هستیم.

#### ۳.۲. قلمرو زمانی و مکانی پژوهش

قلمرو زمانی این پژوهش، دوره‌ای نه ساله از ابتدای سال ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۹ است. گفتنی است آخرین اطلاعات انتشار یافته در زمان انجام پژوهش تا پایان همین دوره بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش نیز شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

#### ۳.۳. نمونه پژوهش و انتخاب شرکت‌ها

در مرحله اول با استفاده از نمونه‌گیری هدفمند (قضاوتی)، بر اساس نظر متخصصان بازار سرمایه، چهار

صنعت بانک‌ها و نهاد پولی، واسطه‌گری‌های مالی و محصولات غذایی و محصولات شیمیایی از بین صنایع در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. تعداد نسبتاً زیاد و مناسب شرکت‌های موجود در این صنایع، برای انجام آزمون‌های آماری و احتمال وجود ارتباط معنادارتر بین ویژگی راهبری شرکتی مورد نظر و ارزش شرکت در این صنایع نسبت به صنایع دیگر، مبنای این نمونه‌گیری قضاوتی است. شرکت‌های مورد بررسی دارای ویژگی‌های زیر هستند:

- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند هر سال باشد.
- پیشینه عضویت آنها در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۸۰ باشد.
- در دوره مالی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار فعال باشند.
- در این سال‌ها نیز تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.
- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا پایان سال ۱۳۸۹ به طور کامل ارائه کرده باشند.

در مرحله بعد از بین شرکت‌های موجود در این صنایع، شرکت‌هایی که دست کم یکی از موارد یاد شده در مورد آنها صدق نمی‌کرد، از نمونه حذف شد. با در نظر گرفتن محدودیت‌های یاد شده و معیارهای پیش‌گفته، نمونه‌ای با ۹۱۰ مشاهده (شرکت - سال) انتخاب شد که در برگزیده ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در پژوهش‌های مربوط به راهبری شرکتی در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شرکت‌ها به صورت تصادفی تقریباً غیرممکن است که دلیل آن محدودبودن تعداد شرکت‌هایی است که اطلاعات استاندارد تجاری را در سطح عمومی منتشر می‌نمایند.<sup>۱</sup> داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌هاست. برای گردآوری اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای نظیر کتب، مجلات و برای داده‌های مالی و داده‌های راهبری شرکتی از صورت‌های مالی حسابرسی شده و یادداشت‌های توضیحی همراه

آنها مندرج در وب‌گاه مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup> و نرم افزار تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین استفاده کردیم.

#### ۴. مدل پیشنهادی

داده‌های گردآوری شده با استفاده از نرم افزار "اکسل"<sup>۲</sup> محاسبه و با نرم‌افزار "ایویوز"<sup>۳</sup> مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته‌اند. برای آزمون وجود رابطه میان متغیرها و همچنین معنادار بودن مدل ارائه شده برای توضیح متغیر وابسته، مدل رگرسیونی چندگانه زیر برآزش شده است. برای این منظور، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرند. از یک سوی، این متغیرها در میان شرکت‌های مختلف و از سوی دیگر، در دوره زمانی پژوهش، آزمون می‌شوند (روش داده‌های ترکیبی). این مدل که بر گرفته از پژوهش‌های آلکا بانرجی و همکاران (۲۰۰۹) و فازیاس مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) است، به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$\text{Tobin's } sq_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{CEO}_{it} + \beta_2 \text{SIZE}_{it} + \beta_3 \text{DEBT}_{it} + e_{it} \quad (1)$$

که در آن  $\text{Tobin's } sq_{it}$  ارزش شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $\text{CEO}_{it}$  دوگانگی وظیفه مدیرعامل شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $\text{SIZE}_{it}$  اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$  و  $\text{DEBT}_{it}$  نسبت بدهی شرکت  $i$  در زمان  $t$  است. در رابطه ۱، معنادار بودن ضریب  $\beta_1$  مثبت (یا منفی) بیانگر آن است که با تفکیک (عدم تفکیک) وظیفه مدیرعامل، ارزش شرکت افزایش (یا کاهش) می‌یابد. در ضمن، ضرایب  $\beta_2$  و  $\beta_3$  به ترتیب مربوط به معناداری اندازه شرکت و نسبت بدهی شرکت است.

#### ۴.۱. متغیر مستقل

دوگانگی وظیفه مدیرعامل<sup>۴</sup> (CEO): اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره نیز باشد، به این وضعیت "دوگانگی وظیفه مدیرعامل" گفته می‌شود. در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره باشد، از متغیر موهومی یک و برعکس چنانچه رئیس یا نایب‌رئیس هیأت مدیره

1. www.rdis.ir

2. Excel

3. Eviews

4. Chief Executive Officer Duality



نباشد، از متغیر موهومی صفر استفاده خواهد شد. این متغیر در پژوهش فازیاس مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) و آقایی و همکاران (۱۳۸۸) نیز با همین تعریف استفاده شده است.

اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره نیز باشد، در این حالت مدیرعامل به طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. افزون بر این، ساختار دوگانه به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس اعضای دیگر هیأت مدیره را به طور مؤثری کنترل کند، بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد. نقش رئیس هیأت مدیره، نظارت بر مدیرعامل است. رئیس هیأت مدیره قدرت کنترل دستور جلسات و هدایت جلسات هیأت مدیره را دارد. اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران متفاوت باشد، در این صورت نفوذ مدیرعامل مشکل‌ساز می‌شود. نفوذ مدیرعامل بر حسب ضرورت عملکرد را ضعیف نمی‌سازد و احتمال دارد که بر درک بازار از میزان کنترل اعمال شده بر عملکرد مدیریت و فرآیند گزارشگری مالی تأثیر بگذارد.<sup>۱</sup>

تفکیک وظایف مدیرعامل از وظایف هیأت مدیره موجب روشن‌شدن دامنه مسئولیت پاسخگویی و رفع ابهامات در زمینه وظایف این دو نهاد می‌شود، افزون بر این، مدیرعامل مستقل می‌تواند نقش مؤثرتری در راهبری مناسب شرکت‌ها و در نظر گرفتن منافع تمام سهامداران و ذی‌نفعان داشته باشد. بر اساس نظر چانگ و سان (۲۰۰۸) دوگانگی وظیفه مدیرعامل می‌تواند به‌طور بالقوه ریسک تصمیم‌گیرنده نهایی بودن مدیرعامل در زمینه گزارشگری مالی را افزایش دهد که در نتیجه ممکن است هزینه نظارت بر رفتار مدیریت (ارزش شرکت) را افزایش دهد. براساس نظر جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) وظیفه و مسئولیت اعضای هیأت مدیره، نظارت بر کار مدیران اجرایی رده بالا است. وی بیان می‌کند، مدیران اجرایی که همزمان عضو هیأت مدیره هستند (نقش‌های دوگانه دارند) با تأثیری که بر هیأت مدیره می‌گذارند، توان و قدرت راهبری هیأت مدیره را کاهش داده و استقلال این هیأت را خدشه‌دار می‌سازند. موضوع تفکیک نقش‌ها و مسئولیت‌ها در سطح مدیریت عالی واحدهای تجاری مورد توجه گزارش کادبری<sup>۳</sup> (۱۹۹۱) نیز قرار گرفته است. در این گزارش، توصیه شده که دو نقش

۱. آقایی و همکاران. (۱۳۸۸).

2. Jensen

3. Cadbury Report

مدیرعامل و ریاست هیأت مدیره همزمان به یک فرد سپرده نشود. دستورالعمل راهبری شرکتی در ایران (۱۳۸۶) نیز در این خصوص رهنمودهای مشابهی دارد. دلیل اصلی تفکیک نقش‌ها و نسپردن مسئولیت‌ها به یک فرد واحد آن است که چنانچه هر دو نقش به یک فرد سپرده شود، آنگاه نقش نظارتی (به عنوان رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره) در برابر مسئولیت اجرایی (در قالب مدیرعامل) آسیب جدی خواهد دید. نقصان استقلال و نقش نظارتی رئیس هیأت مدیره، سبب می‌شود انگیزه‌های او برای مطمئن شدن از این که مدیرعامل در حال پیگیری منافع سهامداران است، کاهش یابد.<sup>۱</sup> در مورد استقلال مدیرعامل بر اساس پژوهش‌های انجام شده، تفکیک وظایف رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل از جمله محرک‌هایی به شمار می‌آید که به دلیل اعطای استقلال بیشتر در تصمیم‌گیری، باعث کاهش مشکلات نمایندگی و بالابردن ارزش شرکت می‌شود و در بیشتر موارد توصیه‌کننده‌های رویه راهبری بر استقلال رئیس هیأت مدیره تأکید دارند. قانونگذاران راهبری شرکتی به این موضوع رسیده‌اند که مدیرعامل به‌عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت مدیره نفوذ دارد و نقش هیأت مدیره، نظارت بر مدیر عامل است.

از آنجا که عوامل دیگری هم وجود دارند که می‌توانند سطح ارزش واحد تجاری را متأثر سازند، لازم است این عوامل و آثار آنها نیز مورد توجه قرار گیرد. در این مطالعه دو متغیر "اندازه شرکت" و "نسبت بدهی" نیز مورد بررسی قرار گرفته‌اند. اشمید و همکاران (۲۰۱۱) و مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) بر این عقیده‌اند که اندازه واحد تجاری می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ زیرا پژوهش‌های انجام شده، نشان می‌دهد که به طور متوسط شرکت‌های کوچک، بازده حقوق صاحبان سهام کمتری از شرکت‌های بزرگ دارند. به همین دلیل اندازه واحد تجاری در سطحی وسیع در بررسی ارزش واحد تجاری مورد استفاده قرار گرفته است. میزان نسبت بدهی یکی دیگر از عواملی است که می‌تواند ارزش واحد تجاری را از طریق میزان نظارت اعمال شده از جانب اعتباردهندگان و نیز از طریق نقشی که در تعیین ساختار سرمایه دارد، متأثر سازد. طبق مطالعات انجام شده در پیشینه پژوهش، اشمید و

۱. مشایخی و همکاران. (۱۳۸۷).

همکاران (۲۰۱۱)، مت نور و سولانگ (۲۰۱۰)، متغیرهای "اندازه شرکت" و "نسبت بدهی" برای کنترل عوامل دیگر مؤثر بر ارزش شرکت در نظر گرفته شده است.

اندازه شرکت<sup>۱</sup>: مجموع دارایی شرکت به عنوان نماینده اندازه شرکت در نظر گرفته شده است. برای عملیاتی کردن تعریف این متغیر و به منظور سنجش اندازه شرکت و نیز همگن بودن داده‌ها، از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت مورد محاسبه قرار گرفته است.

نسبت بدهی<sup>۲</sup>: نشان دهنده میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه شرکت است. در این پژوهش نسبت بدهی با تقسیم جمع بدهی‌ها بر جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

#### ۲.۴. متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش ارزش شرکت است. برای محاسبه ارزش شرکت از شاخص توزیع کیوتوبین<sup>۳</sup>، از معیارهای مناسب برای اندازه‌گیری و ارزش‌گذاری شرکت‌ها، استفاده شده است<sup>۴</sup>. این نسبت توسط "جیمز توبین" در تجزیه و تحلیل‌های اقتصادی کلان به منظور پیش‌بینی آینده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۶۹ مطرح شد. این شاخص یکی از معیارهای مهم ارزیابی ارزش شرکت‌ها است که در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به طور گسترده‌ای توسط پژوهشگران مورد استفاده قرار گرفت. شاخص توبین از تقسیم ارزش بازار دارایی‌های شرکت و کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی<sup>۵</sup> دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

سادگی در فهم برای استفاده‌کنندگان و تحلیلگران مالی، سهولت دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه (به شرط اینکه مدل Q ساده باشد)، محاسبه ساده‌تر (به دلیل نبود اوراق قرضه و سهام ممتاز منتشر شده توسط شرکت‌های ایرانی) از جمله مزایای کیوتوبین است که می‌توان نام برد. Q توبین معیاری است که بیشتر مبتنی بر اطلاعات بازار است. بنابراین، نقاط ضعف معیارهای مبتنی بر سود حسابداری را

1. Size
2. Debt Ratio
3. Tobin's Q

۴. حیدرپور و مستوفی. (۱۳۸۸).

5. Replacement Value
6. Tobin. (1978).

ندارد<sup>۱</sup>. برای محاسبه Q توبین با اطلاعات موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$\text{Tobins } Q = \frac{(\text{Market Value of Equity} + \text{Book Value of Liabilities})}{(\text{Book Value of Equity} + \text{Book Value of Liabilities})} \quad (۲)$$

که در آن:

Market Value of Equity ( $MVE_{it}$ ): ارزش بازار سهام شرکت i در زمان t

Book Value of Liabilities ( $BVL_{it}$ ): ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در زمان t

Book Value of Equity ( $BVE_{it}$ ): ارزش دفتری سرمایه شرکت i در زمان t

علت انتخاب کیوتوبین به عنوان معیار ارزش، قابلیت مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های مشابه انجام شده توسط پژوهشگرانی شامل اماگارسیا و جان پدرو سانچز<sup>۲</sup> (۲۰۱۱)، اشمید و همکاران (۲۰۱۱)، مت نور و سولانگ (۲۰۱۰)، بانرجی (۲۰۰۹) و محمدی و همکاران (۱۳۸۸) است.

## ۵. داده‌های پژوهش

در پژوهش‌های علمی، تحلیل داده‌های آماری مرحله مهمی از پژوهش تلقی می‌شود، زیرا پژوهشگر در این مرحله به نتیجه نهایی خواهد رسید. یعنی با استفاده از یک روش تحقیق، داده‌ها تجزیه و تحلیل، فرضیه‌ها آزمون و در نهایت نتیجه‌گیری انجام خواهد شد<sup>۳</sup>.

### ۵.۱. آمار توصیفی

در این بخش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی مانند میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی انجام شده است. آمار توصیفی تمامی متغیرها را در جدول ۱ ارائه کرده‌ایم.

۱. کاشانی پور و رسائیان. (۱۳۸۸).

2. Garcia Meca, et al

۳. خاکی. (۱۳۷۸).

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	حداقل	حداکثر
Tobin'sq <sub>it</sub>	۹۱۰	۱/۴۶۵	۱/۸۱۶	۰/۴۹۶۴	۰/۴۲۹	۰/۲۹۸	۰/۵۷۹	۳/۷۵
SIZE <sub>it</sub>	۹۱۰	۲/۷۵۳	۲/۹۸۵۷	۰/۴۱۶۹	۰/۰۱۶	-۰/۷۵۴	۰/۹۷	۳/۷۵
DEBT <sub>it</sub>	۹۱۰	۰/۷۸۹	۰/۶۶۴۸	۰/۲۵۴۷	۱/۳۲۲	۴/۶۵۳	۰/۲۰	۰/۹۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

ادامه جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

دوگانگی وظیفه مدیرعامل				وضعیت CEO
حداکثر	حداقل	درصد	تعداد	
۱	...	۶۲/۵۲	۵۶۹	تفکیک وظیفه مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره
		۳۷/۴۸	۳۴۱	عدم تفکیک وظیفه مدیرعامل از رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

با توجه به اطلاعات جدول ۱، مقدار کیوتوبین محاسبه شده این پژوهش دارای میانگین ۱/۴۶۵ است. این میانگین در پژوهش اشمید و همکاران (۲۰۱۱) مقدار ۱/۵۹، در پژوهش مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) در بورس اوراق بهادار مالزی مقدار ۱/۸۳۰ و در بررسی‌های گارسیا و سانچز (۲۰۱۱) و دی‌بران و الکالیور (۲۰۰۶) به ترتیب ۱/۸۵ و ۱/۶۶ است. همچنین، کیوتوبین محاسبه شده در پژوهش محمدی و همکاران (۱۳۸۸) مقدار میانگین ۱/۹۴ دارد. انحراف معیار کیوتوبین ۰/۴۹۶۴ و میانۀ ۱/۸۱۶ است. حداکثر و حداقل آن نیز به ترتیب ۰/۵۷۹ و ۳/۷۵ است. در شرکت‌های مورد بررسی، ۳۷/۴۸ درصد مدیران عامل دارای نقش ترکیبی بوده، در سمت رئیس (یا نایب رئیس) هیأت مدیره نیز فعالیت می‌کردند. در دوره مورد بررسی متوسط اندازه شرکت‌ها که با لگاریتم طبیعی مجموع دارایی آنها محاسبه می‌شود، برابر ۲/۷۵۳ است. بررسی انجام شده نشان می‌دهد که شرکت‌های نمونه آماری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به مقدار زیادی بر اعتبارات اتکا می‌کنند و متوسط نسبت بدهی آنها نزدیک به ۷۹ درصد است. حداکثر و

حداقل نسبت بدهی نیز به ترتیب ۰/۲۰ و ۰/۹۱ است. در جدول ۲، ضریب همبستگی برای متغیرهای مورد بررسی در این مطالعه را محاسبه و آرایه کرده‌ایم.

جدول ۲. ماتریس همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	Tobin'sq <sub>it</sub>	CEO	SIZE	DEBT
Tobin'sq <sub>it</sub>	۱	-۰/۴۱۷ ۰/۰۰۰	-۰/۱۴۸* ۰/۰۱۹	۰/۱۹۹** ۰/۰۰۱
CEO	-۰/۴۱۷ ۰/۰۰۰	۱	۰/۱۱۳ ۰/۰۲۸	-۰/۰۵۳ ۰/۱۴۱
SIZE	-۰/۱۴۸* ۰/۰۱۹	۰/۱۱۳ ۰/۰۲۸	۱	۰/۰۱۶ ۰/۸۹۲
DEBT	۰/۱۹۹** ۰/۰۰۱	-۰/۰۵۳ ۰/۱۴۱	۰/۰۱۶ ۰/۸۹۲	۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

\* همبستگی در سطح ۵ درصد معنادار است.

\*\* همبستگی در سطح ۱ درصد معنادار است.

با توجه به اطلاعات جدول ۲، همبستگی دوگانگی وظیفه مدیرعامل با شاخص سنجش ارزش شرکت، منفی و به لحاظ آماری معنادار است. نسبت بدهی شرکت همبستگی مثبت و معناداری با ارزش شرکت دارد. این موضوع نشان می‌دهد میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه، شرکت‌ها را منتفع خواهد ساخت. همبستگی اندازه شرکت با شاخص سنجش ارزش واحد تجاری به لحاظ آماری معنادار است.

## ۶. روش برآورد مدل

مدل‌های اقتصادی از نظر استفاده از اطلاعات آماری به سه گروه تقسیم می‌شوند؛ برخی از مدل‌ها با استفاده از "اطلاعات سری زمانی"<sup>۱</sup> یا به عبارتی در دوره به نسبت طولانی چندساله برآورد می‌شوند. بعضی دیگر از مدل‌ها بر اساس "داده‌های مقطعی"<sup>۲</sup> برآورد می‌شوند، یعنی متغیرها در یک دوره زمانی معین مانند یک هفته، یک ماه یا یک سال در واحدهای مختلف بررسی می‌شوند. روش سوم برآورد

1. Time Series Data

2. Cross Section Data

مدل، که در مطالعات سال‌های اخیر نیز زیاد استفاده شده است، برآورد بر اساس "داده‌های تابلویی"<sup>۱</sup> است. در این روش، یک سری واحدهای مقطعی در طول چند سال مورد توجه قرار می‌گیرند. با کمک این روش تعداد مشاهدات تا حد مطلوب، افزایش می‌یابد که بدین ترتیب مشکل کمبود اطلاعات نیز در این مطالعه برطرف می‌شود. با توجه به این که روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است و انگیزه اصلی در ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی، آن است که در صورت تعیین مدل مناسب، برآورد، استنباط و پیش‌بینی کارتری فراهم آید.<sup>۲</sup> اکنون با در نظر گرفتن رابطه ۱، هدف برآورد پارامترهای  $\beta$  است. در مورد مشکلات مربوط به وجود خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در مدل‌ها بایستی گفت که خودهمبستگی مشکل مربوط به داده‌های سری زمانی و ناهمسانی واریانس مشکل خاص داده‌های مقطعی است که این مشکلات در داده‌های تلفیقی پیچیده‌تر می‌شوند. در یک تقسیم‌بندی کلی می‌توان گفت هنگامی که سری زمانی مورد مطالعه طولانی و واحدهای مقطعی محدود باشد، بایستی به وجود مشکل خودهمبستگی بیشتر توجه داشت. در شرایطی که سری زمانی دوره مطالعه محدود و واحدهای مقطعی متعدد باشد، احتمال بیشتری در وجود ناهمسانی واریانس بین گروهی وجود خواهد داشت.<sup>۳</sup> در این مطالعه نیز انجام آزمون برای اطمینان از نبود ناهمسانی واریانس<sup>۴</sup> الزامی است. در این شرایط معمولاً وجود ناهمسانی واریانس بین گروهی یا بین واحدهای مقطعی مطرح است. برای آزمون وجود ناهمسانی واریانس بین گروهی آماره‌هایی ارائه شده که از جمله آن، آزمون ضریب لاگرانژ (LM)<sup>۵</sup> است. این آماره پس از انجام روش حداقل مربعات معمولی کلی روی مدل مورد نظر، با استفاده از داده‌های تلفیقی قابل محاسبه خواهد بود:

$$LM = T/2 \sum_i \left( \frac{s_i}{s} - 1 \right)^2 \approx X_n^2 \quad (3)$$

1. Panel Data

۲. افلاطونی و نیکبخت. (۱۳۸۹).

3. Greene. (2000).

4. Heteroscedasticity

5. Lagrangian Multiplier

که در آن،  $T$  تعداد سال‌های سری زمانی،  $S^2$  واریانس حاصل از برآورد کلی مدل و  $S_i^2$  واریانس در تک تک واحدهای مقطعی است. آماره  $LM$  دارای توزیع "چی دو" با درجه آزادی تعداد واحدهای مقطعی خواهد بود. حال در آزمون فرضیه، اگر مقدار آماره محاسباتی از مقدار بحرانی جدول بزرگ‌تر باشد، فرضیه  $H_0$  رد می‌شود. به بیان دیگر، ناهمسانی بین گروهی بین واحدهای مقطعی تأیید می‌شود که باید برای رفع آن بر اساس روش‌های موجود اقدام نمود. برای رفع ناهمسانی واریانس نیز روش‌های مختلفی ارائه شده است.<sup>۱</sup> در حالت وجود ناهمسانی واریانس بین گروهی، روش کمترین "مجذورات تعمیم‌یافته"<sup>۲</sup> یعنی  $GLS$  از جمله روش‌های کارا برای برآورد مدل مورد نظر خواهد بود. دو حالت از این مدل‌ها عبارتند از: روش اثرات ثابت<sup>۳</sup> که ضرایب مربوط به متغیرها (شیب‌ها) ثابت بوده و تنها عرض از مبدأ برای واحدهای مختلف مقطعی متفاوت است. این روش با وارد کردن متغیرهای مجازی، اثرات واحدهای مقطعی مختلف را جدا می‌کند.<sup>۴</sup> در روش اثرات تصادفی<sup>۵</sup> تمامی ضرایب ثابت بوده و فرض می‌شود جمله اخلاص قادر است تمام تفاوت‌های میان واحد مقطعی و زمان را توضیح دهد که به این مدل  $Pooling$  می‌گویند.<sup>۶</sup> در این رهیافت، جزء ثابت مشخص کننده مقاطع مختلف به صورت تصادفی بین واحدها و مقاطع توزیع است. در این مدل فرض می‌شود که اجزای خطای مقطعی با یکدیگر خودهمبستگی دارند و میان واحدهای مقطعی و سری زمانی همبستگی وجود ندارد. استفاده از روش حداقل مربعات معمولی برای برآورد پارامترها دارای نتایج بدون تورش و سازگار است؛ اما در این حالت جزء خطا خودهمبستگی دارد و تنها در شرایط  $\sigma_a^2 = 0$  خودهمبستگی وجود نخواهد داشت. به این دلیل از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته ( $GLS$ ) برای برآورد پارامترها استفاده می‌شود.<sup>۷</sup>

۱. گجراتی. (۱۳۸۵).

2. Generalized Least Square. (GLS).

3. Fixed Effects

4. 
$$Y_{it} = \alpha_i + \sum_{k=2}^k \beta_k X_{kit} + v_{it}$$

5. Random Effects

6. 
$$Y_{it} = \alpha_1 + \sum_{k=2}^k \beta_k X_{kit} + v_{it}$$

7. Verbeek. (2004).



برای انتخاب بین مدل پولینگ و اثرهای ثابت از آزمون F یا لیمر<sup>۱</sup> استفاده کرده‌ایم. ساختار این آزمون فرضیه عبارتند از:

$H_0$ : پارامترهای عرض از مبدأ در تمام مکانها (مقاطع) برابر هستند،

$H_1$ : پارامترهای عرض از مبدأ در تمام مکانها (مقاطع) برابر نیستند.

آماره آزمون با استفاده از مجموع مربعات پسماند مقید (RRSS) حاصل از برآورد مدل ترکیبی OLS و مجموع مربعات پسماند غیرمقید (URSS) حاصل از برآورد رگرسیون درون گروهی به صورت زیر است:

$$F = \frac{(RRSS - URSS)/N - 1}{URSS/(NT - N - K)} \sim F_{N-1, N(T-1)-K} \quad (۴)$$

در آزمون F، فرضیه  $H_0$  یکسان بودن عرض از مبدأها (روش Pooling یا ترکیبی) در برابر فرضیه مخالف  $H_1$ ، ناهمسانی عرض از مبدأها، (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه  $H_0$ ، روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود.<sup>۲</sup>

#### ۱.۶. آزمون ایستایی

آزمون‌های ایستایی از مهم‌ترین آزمون‌ها برای برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد است. برای جلوگیری از به وجود آمدن رگرسیون ساختگی، از آزمون‌های ایستایی استفاده می‌کنیم. در تعیین ایستایی داده‌های تابلویی، آزمون‌های متفاوتی وجود دارد. در این پژوهش برای بررسی ایستایی متغیرها از آزمون دیکی فولر<sup>۳</sup> استفاده می‌کنیم.

#### ۲.۶. آزمون هاسمن<sup>۴</sup>

برای انتخاب بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی و به منظور این که مشخص شود کدام روش (اثرات ثابت و یا اثر تصادفی) برای برآورد مناسب‌تر است، از آزمون هاسمن استفاده می‌کنیم. یعنی

1. Limer Test

۲. گجراتی. (۱۳۸۵).

3. Dickey-Fuller

4. Hausman Test

برای آن که بتوان بین مدل‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از نظر قدرت توضیح‌دهندگی متغیر وابسته مقایسه‌ای انجام داد، از این آزمون استفاده می‌کنیم. فرضیه صفر در آزمون هاسمن بدین صورت است:

$$H_0: \beta = \beta_s$$

$$H_1: \beta \neq \beta_s$$

فرضیه صفر به این معنا است که بین جزء اخلاص مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود ارتباطی ندارد و آنها از یکدیگر مستقل هستند. در حالی که فرضیه مقابل به این معنا است که بین جزء اخلاص مورد نظر و متغیر توضیحی همبستگی وجود دارد و چون به هنگام وجود همبستگی بین جزء اخلاص و متغیر توضیحی با مشکل تورش و ناسازگاری مواجه می‌شویم، بنابراین در صورت پذیرفته شدن  $H_1$  (رد  $H_0$ ) باید از روش اثرات ثابت استفاده شود. به این ترتیب، رد فرضیه صفر نشان دهنده روش اثرات ثابت است. با فرضیه  $H_0$  اثرات ثابت و اثرات تصادفی هر دو سازگار هستند ولی روش اثرات ثابت ناکاراست. یعنی در صورت رد شدن فرضیه  $H_0$ ، روش اثرات ثابت سازگار و روش اثرات تصادفی ناسازگار است و باید از روش اثرات ثابت استفاده شود. در ضمن، آماره هاسمن دارای توزیع چی - دو با درجه آزادی  $\beta$  (تعداد ضرایب برآورد شده) است. بدین ترتیب با مقایسه  $H$  محاسبه شده با  $X^2$  جدول، برآورد مدل از طریق رهیافت اثرات ثابت و اثرات تصادفی انجام می‌گیرد.

به طور کلی، با توجه به موارد پیش‌گفت، لازم است ابتدا نوع روش برآورد مدل مشخص شود. در این خصوص به منظور تعیین وجود یا نبود عرض از مبدأ جداگانه برای هریک از جفت شرکت‌ها، از آماره  $F$  استفاده می‌کنیم. بدین ترتیب می‌توان مشخص نمود که آیا داده‌های تابلویی برای برآورد تابع مورد نظر کارآمدتر خواهد بود یا خیر. در صورت وجود عرض از مبدأ جداگانه، می‌توان از این روش برای برآورد استفاده نمود. یعنی برآورد مدل از طریق روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی انجام می‌شود.

## ۷. نتایج برآورد مدل

به منظور حصول اطمینان از درستی نمونه، آزمون‌های مربوطه را انجام داده‌ایم. پیش از برآورد مدل، برای اطمینان از ساختگی نبودن و در پی آن نتایج نامطمئن، چگونگی ایستایی متغیرها با استفاده از آزمون دیکی فولر را بررسی کرده‌ایم. یکی از سودمندترین آزمون‌ها در زمینه مانایی (سکون) آزمون

دیکی فولر است<sup>۱</sup>. در این آزمون، فرض صفر دلیلی بر نامانایی است و حالت مطلوب زمانی اتفاق می‌افتد که فرض صفر رد شود، یعنی  $H_0: \alpha = 1$ . با توجه به نتایج حاصل از آزمون دیکی فولر که در جدول ۳ نمایش داده‌ایم، چون مقدار ADF همه متغیرها در سطح بحرانی ۰/۰۱ و ۰/۰۵ از مقدار بحرانی مک کینون بزرگ‌تر است، بنابراین می‌توان نتیجه‌گیری کرد که متغیرهای مورد بررسی مانا و ایستا هستند. UR علامت ریشه واحد است که در صورت نداشتن ریشه واحد علامت منفی (-) تعلق می‌گیرد.

جدول ۳. نتایج مربوط به آزمون دیکی فولر

متغیر	مقدار ADF	مقدار بحرانی	مقدار مک کینون MCV	ریشه واحد UR	مانایی (ایستایی)
VALUE <sub>it</sub>	-۳/۷۶	۰/۰۱	-۳/۴۵	(-)	دارد
CEO <sub>it</sub>	-۴/۱۴	۰/۰۱	-۳/۴۵	(-)	دارد
SIZE <sub>it</sub>	-۶/۵۱	۰/۰۱	-۳/۴۵	(-)	دارد
DEBT <sub>it</sub>	-۴/۱۹	۰/۰۵	-۲/۸۷	(-)	دارد

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

#### ۱.۷. آزمون دیکی فولر گسترش یافته بر روی پسماندها (آزمون هم‌انباشتگی)

انگل و گرانجر (۱۹۸۷) بیان کردند که اگر آزمون دیکی فولر را روی پسماندهای (باقیمانده‌های) مدل انجام دادیم و سری زمانی پسماندها مانا شد، این تأییدی بر هم‌انباشتگی است؛ اما در استفاده از این روش باید جنبه احتیاط را رعایت کرد. در این حالت، مانایی و نامانایی از طریق آزمون ریشه واحد دیکی فولر بررسی می‌شوند که فرضیه‌ها به صورت زیر هستند:

$H_0$ : عدم هم‌انباشتگی،

$H_1$ : هم‌انباشتگی.

۱. Baltagi. (2005).

جدول ۴. آزمون دیکی فولر گسترش یافته بر روی پسماندهای متغیرها

متغیر	مقدار ADF	مقدار بحرانی	مقدار مک کینون MCV	مانایی (ایستایی)
VALUE <sub>it</sub>	-۲/۱۶	۰/۲۱۵	-۳/۴۵	ندارد
CEO <sub>it</sub>	-۲/۴۳	۰/۲۰۴	-۳/۴۵	ندارد
SIZE <sub>it</sub>	-۱/۷۷	۰/۳۴۱	-۳/۴۵	ندارد
DEBT <sub>it</sub>	-۲/۰۱	۰/۱۹۷	-۲/۸۷	ندارد

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

بر اساس اطلاعات جدول ۴، چون مقدار آماره ADF حتی در سطح ۰/۱۰ از مقدار مک کینون کوچک‌تر است، لذا فرضیه H<sub>1</sub> پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که متغیرهای مورد بررسی هم‌انباشته نیستند.

### ۲.۷. آزمون انتخاب بین داده‌های تابلویی و ترکیبی

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و ترکیبی، از آماره F لیمر استفاده می‌کنیم. فرض صفر این آماره، بیانگر انتخاب روش‌های ترکیبی و اولویت آن نسبت به تابلویی است. در این جا، با توجه به نتیجه  $F = ۷/۶۸$  فرض H<sub>0</sub> رد می‌شود؛ زیرا مقدار F محاسبه شده از F جدول بزرگتر است. بنابراین، باید عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود. در نتیجه می‌توان از روش داده‌های تابلویی برای برآورد استفاده نمود. نتایج به دست آمده از آزمون F نشان می‌دهد که فرضیه برابر بودن عرض از مبدأ، برای تمامی مقاطع رد و فرضیه مقابل پذیرفته می‌شود. بنابراین، یک عرض از مبدأ جداگانه باید در نظر گرفت. پس از تعیین وجود عرض از مبدأ جداگانه برای هر مقطع، این پرسش مطرح می‌شود که این عرض از مبدأ باید به صورت اثرات ثابت در نظر گرفته شود و یا به صورت اثرات تصادفی؟

### ۳.۷. آزمون انتخاب بین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی

همان‌طور که گفته شد، برای انتخاب بین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آماره هاسمن استفاده می‌کنیم. بر اساس آزمون هاسمن با توجه به این که مقدار آماره هاسمن محاسبه شده (۴۲/۶۵) از مقدار عددی چی - دو  $X^2$  جدول در سطح ۵ درصد بیشتر است، لذا مقدار محاسبه شده از مقدار چی دو در جدول بزرگتر است. بنابراین، فرضیه صفر مبنی بر استفاده از روش اثر تصادفی برای برآورد مدل رد شده و روش اثرات ثابت برای برآورد مدل معتبر و قابل استناد است.

## ۴.۷. آزمون خودهمبستگی

به منظور بررسی خودهمبستگی از آزمون بریوش-گادفری در کنار آزمون دوربین واتسون<sup>۱</sup> استفاده می‌کنیم. نبود خودهمبستگی یکی از فروض کلاسیک است که برای بررسی وجود یا نبود خودهمبستگی از آزمون بریوش - گادفری استفاده می‌کنیم. فرضیه  $H_0$  مدعی است که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد ( $cov(u_i, u_j) = 0$ ). با توجه به نتیجه به دست آمده، چون مقدار P.value آماره F از ۰/۰۵ بیشتر است، بنابراین فرضیه  $H_0$  پذیرفته می‌شود، در نتیجه می‌توان گفت که در رگرسیون مشکل خودهمبستگی وجود ندارد.

جدول ۵. آزمون خودهمبستگی LM (بریوش - گادفری)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
۰/۵۱۰۴۴۷۳	Probability	۰/۸۰۳۱۳	F-statistic
۰/۴۸۵۰۰۱۸	Probability	۰/۸۹۵۰۳	Obs*R-squared

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

## ۵.۷. آزمون ناهمسانی واریانس

همان‌طور که گفته شد، برای آزمون واریانس ناهمسانی از آماره ضریب لاگرانژ استفاده می‌شود:

$$LM = T/2 \sum_i \left( \frac{s_i^2}{s^2} - 1 \right)^2 \approx X_n^2 - 1 \quad (5)$$

مقدار آماره محاسبه شده ۱۰۵/۴۶ است. از آنجایی که چی دو محاسبه شده بزرگ‌تر از چی دو جدول (در ازای  $\alpha = 0/05$ ) است، لذا ناهمسانی واریانس وجود دارد و برای برآورد از روش GLS استفاده می‌کنیم. مدل معرفی شده با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) اثرات ثابت روش داده‌های تابلویی برآورد شده که نتیجه آن به صورت زیر است:

جدول ۵. نتایج برآورد

Signif	T- Stat	Std Error	Coeff	Variable
۰/۵۹۵۴۴۷۳	-۴/۹۳۵۴۱	۰/۰۷۲۰۶۲۹۰	۰/۰۰۴۸۱۳۲۴۲	CEO
۰/۰۱۳۴۴۷۳	-۱/۹۷۳۱۵	۰/۰۵۳۲۱۱۴۲	-۰/۰۰۱۲۳۰۴۷۳	SIZE
۰/۰۱۶۰۰۱۸	۳/۷۸۷۲۴	۰/۰۳۵۸۴۵۲۶	۰/۰۰۳۷۵۶۳۵۱	DEBT
Centered R**۲ = ۰/۸۵۰۹۸۶      R Bar **2 = ۰/۸۵۰۱۵۰      D-W = ۱/۷۳۰				

مأخذ: یافته‌های پژوهش.

همان‌طور که اطلاعات جدول ۵ نشان می‌دهد، ضرایب برآورد مدل نشانگر معناداری تمامی ضرایب بجز سطح معنادار محاسبه شده برای متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل (به عنوان یکی از معیارهای نظام راهبری شرکتی) است. به بیان دیگر، در سطح خطای ۵ درصد معنادار نبوده و سطح معناداری بزرگتر از سطح خطاست ( $\text{Sig} > 0.05$ ). لذا در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین این متغیر و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود ندارد. در ضمن، سطح معنادار محاسبه شده برای متغیرهای دیگر نشان می‌دهد که بین متغیر اندازه شرکت و ارزش رابطه منفی معنادار وجود دارد، این در حالی است که بین نسبت بدهی و ارزش واحد تجاری رابطه مثبت معنادار وجود دارد. ضریب تعیین نشان می‌دهد که رگرسیون انجام شده ۸۵ درصد از تغییرات ارزش شرکت توسط متغیرهای برونزای (متغیرهای مدل) توضیح داده شده است. از نظر علایم پارامترهای برآوردی، علامت متغیر نسبت بدهی مثبت است. لذا، با افزایش نسبت بدهی در شرکت‌های مورد مطالعه، ارزش شرکت افزایش می‌یابد، ضریب به دست آمده ۰/۰۰۳ است که نشان می‌دهد با افزایش نسبت بدهی این شرکت‌ها به میزان یک درصد، ارزش شرکت ۰/۰۰۳ درصد افزایش می‌یابد. همچنین، علامت متغیر اندازه شرکت منفی است، یعنی با افزایش اندازه، ارزش شرکت‌های مورد نظر کاهش می‌یابد؛ اما میزان این ضریب نشان می‌دهد که با کاهش (افزایش) یک درصدی اندازه، ارزش شرکت به میزان ۰/۰۰۱۲ درصد افزایش (کاهش) می‌یابد.

#### ۸. جمع‌بندی و ارائه پیشنهادها

در این پژوهش، رابطه بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادیم. بر اساس ادبیات موضوع، انتظار می‌رفت رابطه مثبت و قوی بین

دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش شرکت حاصل شود؛ اما با توجه به نتایج آزمون فرضیه این پژوهش، رابطه معناداری بین آنها مشاهده نشد. بنابراین، فرضیه پژوهش رد شد. در کشورهای دیگر نیز نتایج متضادی حاصل شده است. این نتیجه، با نتایج پژوهش‌های برگ و اسمیت (۱۹۷۸) و عبدالله مولودی (۱۳۸۸) مطابقت دارد و برخلاف نتایج پژوهش‌های ریچنر و دالتون (۱۹۹۱) و مت نور و سولانگ (۲۰۱۰) و چانگ و سان (۲۰۰۸) است. در واقع، باید گفت بازار سرمایه ایران در حال حاضر نوباست و به تازگی حرکت خود به سوی ساختارهای راهبری شرکتی را آغاز کرده است. به‌طور کلی، هنوز شواهد محکمی در خصوص اثربخشی معیارهای راهبری شرکتی به‌دست نیامده است. با توجه به این‌که این موضوع جدید است و از عمر آن بیش از دو دهه نمی‌گذرد، پژوهش‌های ناچیزی در این خصوص انجام شده و نتایج این پژوهش‌ها با یکدیگر همخوانی نداشته و در کشورهای مختلف متفاوت است<sup>۱</sup>. کمیته کادبری از پیشگامان استانداردگذاری در زمینه راهبری شرکتی، بیان می‌دارد که: "هنوز شواهد محکمی در خصوص مفید بودن این معیارها به‌دست نیامده، ولی اطمینان داریم که این معیارها اثربخش هستند".

از آنجا که قلمرو زمانی این پژوهش، بازه ۱۳۸۰-۱۳۸۹ بوده و نتایج مدل پژوهش نسبت به حجم نمونه و دوره زمانی حساس است، بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر، باید با احتیاط عمل شود.

با توجه به یافته‌های این پژوهش، پیشنهاد می‌شود با گسترش دامنه فعالیت شرکت‌ها و نیاز به مدیران متخصص به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و ارتقای شفافیت اطلاعات در شرکت‌ها و واحدهای اقتصادی که تمام یا بخشی از سرمایه آنها از طریق جمع‌زادی از سهامداران تأمین شده، بهتر است، مدیرعامل شرکت از اعضای هیأت مدیره تفکیک شده تا هیچ نوع ابهامی در وظایف این دو نهاد مهم در امر راهبری شرکت‌ها به‌وجود نیاید.

پیشنهاد می‌شود به منظور استفاده هر چه بهتر از نتایج این پژوهش و نیز کمک به روشن شدن تأثیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل بر ارزش شرکت، می‌توان این بررسی را پس از تصویب و اجرایی

۱. حساس یگانه و همکاران. (۱۳۸۸).

شدن آیین‌نامه راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تکرار نمود. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر ساز و کارهای دیگر راهبری شرکتی مانند حسابرسان مستقل، نظارت قانونی و کنترل‌های داخلی بر ارزش شرکت بررسی شود. همچنین، پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر تفکیک نقش و اثر مالکیت مؤسسات مالی (بانک‌ها و شرکت‌های بیمه و غیره)، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و شرکت‌های غیر مالی در ارزش شرکت‌ها بررسی شود.



## منابع

- ۱- آیین نامه نظام راهبری شرکتی. (۱۳۸۶). تهران: مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران. مجله بورس، شماره ۵۲.
- ۲- افلاطونی، عباس و نیکبخت، لیلی. (۱۳۸۹). کاربرد اقتصادسنجی در تحقیقات حسابداری، مدیریت مالی و علوم اقتصادی. تهران: انتشارات ترمه، چاپ اول.
- ۳- آقای، محمد علی؛ اعتمادی، حسین؛ آذر، عادل و چالاکی، پری. (۱۳۸۸). ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر نقش مدیریت سود. فصلنامه علوم مدیریت ایران سال چهارم، شماره ۱۶.
- ۴- باباجانی، جعفر و عبدی، مجید. (۱۳۸۹). رابطه حاکمیت شرکتی و سود مشمول مالیات شرکت‌ها. مجله پژوهش‌های حسابداری مالی سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی ۵.
- ۵- حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۵). مفاهیم حاکمیت شرکتی. نشریه حسابدار شماره ۱۶.
- ۶- حساس یگانه، یحیی؛ رئیسی، زهره و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳.
- ۷- حساس یگانه، یحیی و صدیقی، روح اله. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی بانک‌ها در اقتصادهای در حال توسعه. مجله حسابدار شماره ۲۲.
- ۸- حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و اسکندر، هدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی شماره ۵۲.
- ۹- حیدرپور، فرزانه و مستوفی، حمید. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین نسبت Q توبین و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه حسابداری مالی.
- ۱۰- خاکی، غلامرضا. (۱۳۷۸). روش تحقیق با رویکردی بر پایان‌نامه نویسی. تهران: انتشارات مرکز تحقیقات علمی کشور.

- ۱۱- رحمانی، علی. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و مدیریت ریسک در نظام بانکداری. همایش راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران.
- ۱۲- زند عباس آبادی، عباس. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان.
- ۱۳- سید احمدی سجادی، سید علی. (۱۳۸۸). نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی. فصل‌نامه حقوق دانشکده حقوق و علوم سیاسی دوره ۳۹ شماره ۴.
- ۱۴- صدیقیان، امیرحسین. (۱۳۸۸). اثر ساختار مالکیت و هیأت مدیره به عنوان مکانیزمهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه صنعتی شریف تهران.
- ۱۵- فرهانیان، سید محمد جواد. (۱۳۸۶). شناخت راهکارهای حمایت از حقوق سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی. تهران: مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس و اوراق بهادار ایران.
- ۱۶- قالیباف اصل، حسن و رضایی، فاطمه. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۹، شماره ۲۳.
- ۱۷- کاشانی پور، محمد و رسائی، امیر. (۱۳۸۸). رابطه Q توبین و معیارهای ارزیابی عملکرد شرکتهای در ایران. فصلنامه حسابداری مالی.
- ۱۸- گجراتی، دامودار (۱۳۸۵). مبانی اقتصادسنجی. ترجمه دکتر حمید ابریشمی. چاپ سوم، انتشارات دانشگاه تهران.
- ۱۹- محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن و مشکئی، مهدی. (۱۳۸۸). بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، دوره ۱۱، شماره ۲۸.

- ۲۰- مشایخی، بیبا. (۱۳۸۷). شفافیت اطلاعات حسابداری مالی و نظام راهبری شرکتی. همایش راهبری شرکتی بورس اوراق بهادار تهران.
- ۲۱- مشایخی، بیبا؛ بزاز، محمد و محمدآبادی، مهدی. (۱۳۸۷). بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بورس اوراق بهادار سال اول / شماره ۳.
- ۲۲- مولودی، عبدالله. (۱۳۸۸). رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجادشده برای سهامداران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اقتصادی تهران.
- ۲۳- نمازی، محمد و کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسیهای حسابداری حسابرسی، شماره ۳۵.
- ۲۴- نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و وافی ثانی، جلال. (۱۳۸۸). بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبری شرکت و هزینههای نمایندگی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات حسابداری شماره اول.
- ۲۵- نیکومرام، هاشم؛ احمدی، موسی و موسوی، سید رضا. (۱۳۸۷). تابستان. مروری بر مفاهیم حاکمیت شرکتی در نظام بانکداری بدون ربا در ایران. فصلنامه مطالعات مالی.
- 26- Baltagi, B. H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. 3rd ed. England: John Wiley and Sons, Ltd.
- 27- Banerjee, A., Gokarn, S., and Pattanayak, M. (2009). *Corporate Governance and Market Value: Preliminary Evidence from Indian Companies*. Standard and Poor's Financial Services LLC. PP1-10.
- 28- Berg, S. V., and Smith, S. K., (1978). *CEO and Board Chairman: A Quantitative Study of Dual vs. Unitary Board Leadership, Directors and boards*, spring. PP 34-39.
- 29- Cadbury, Report. (1991). *The UK Financial Reporting Council and The London Stock Exchange*. London Stock Exchange: The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance. London. U.K.

- 30- Carter, D. A., Simkins, B. J. and Simpson, W. G. (2003). "Corporate Governance, Board Diversity, and Firm Value", *Financial Review*, Vol. 38 No. 1. PP. 33-53.
- 31- Chang, J., and Sun, C. (2008). *The Relation between Earning Information, Earnings Management and Corporate Governance in the Pre – and post – Sox Periods*. Working Paper. SSRN.
- 32- Chen, Y. (2008). *International Dual Listing : An Analytical Framework Based on Corporate Governance Theory*. *Journal of American Academy of Business*, Cambridge. PP 187-194.
- 33- D. Brown, L., & L. Caylor, M. (2006). *Corporate governance and firm valuation*. *Journal of Accounting and Public Policy* 25. 409-434.
- 34- Fama, E., and Jensen, M. C. (1983). *Separation of Ownership and control*. *journal of Law and Economics*, 26 . PP 301-325.
- 35- Gaa, J. (2007). *Corporate Governance, Transparency and Secrecy: The Ethics of Earnings Management*. Working Paper: University of Alberta.
- 36- Garcí'a Meca, E., and Sa'nchez Ballesta, J. P. (2011). *Firm Value and Ownership Structure in the Spanish Capital Market*. *Corporate Governance* Vol. 11 No. 1. PP 41-53.
- 37- Greene, W. H. (2000). *Econometric Analysis* (4th ed.). New Jersey: Prentice Hall International.
- 38- Jensen, M. C. (1993). *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems*. *Journal of Finance*, Vol. 48. PP 831-880.
- 39- López, M., García, A., and Rodríguez, L. (2007). *Sustainable Development and Corporate Performance: A Study Based on the Dow Jones Sustainability Index*. *Journal of Business Ethics*, 75(3). PP285-300.
- 40- Mat Nor, F., and Sulong, Z. (2010). *Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms*. *Journal of Modern Accounting and Auditing* Vol.6, No.1 , PP 18-36
- 41- Rechner, P.L., Dalton, D.R. (1991). *CEO Duality and Organizational Performance: A Longitudinal analysis*. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 2. PP 155-60.

- 42- Schmid, M. M., Oesch, D., and Ammann, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance* 18. PP 36-55.
- 43- Verbeek, M., A. (2004). *Guide to Modern Econometrics*, 2nd ed. England: John Wiley and Sons, Ltd. PP 345-346.

