

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه قم

دانشکده مدیریت

پایان‌نامه‌ی دوره‌ی کارشناسی ارشد

رشته‌ی حسابداری

عنوان:

**بررسی رابطه‌ی حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده  
اقتصادی در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در  
بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:

دکتر هوشنگ عاشقی اسکوئی

استاد مشاور:

دکتر محمد حسن ملکی

نگارنده:

افشین آگهی اسکوئی

زمستان ۱۳۹۱

تقدیم بہ

پدرو مادر مہربانم

مشکر و قدردانی:

حمد و سپاس خدای متعال را که به من توفیق عنایت فرمود تا در عرصه علم و دانش گام بردارم و وجود خویش را به زینت علم و دانش بیارایم. باشد که ساگر باشم و به کار بندم.

بر خود لازم میدانم که از زحمات بی‌شائبه و راهنمایی‌های ارزشمند اساتید بزرگوارم جناب آقایان دکتر عاشقی اسکونی و دکتر ملکی که در تدوین این مجموعه مرایاری نمودند تقدیر و تشکر خود را ابراز نمایم.

## چکیده

هدف این تحقیق بررسی رابطه‌ی حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی است. در این تحقیق، ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد در نظر گرفته شده است. ارزش افزوده اقتصادی بر خلاف معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد، ایجاد ارزش را اندازه‌گیری می‌کند. از میان جامعه‌ی آماری تحقیق، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۱۶ شرکت انتخاب و داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۸۹ استخراج و بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون خطی ساده و چندگانه استفاده شد. مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت سهامداران عمده، نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره، پاداش هیئت مدیره و حسابرسی داخلی به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، دو متغیر اندازه و عمر شرکت به عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان متغیر وابسته‌ی تحقیق مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

نتایج تحقیق بیانگر وجود رابطه‌ی معنادار مستقیم میان حسابرسی داخلی و پاداش هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی بود ولی میان مالکیت عمده و نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه‌ی معناداری مشاهده نگردید. همچنین، رابطه‌ی معنادار بسیار ضعیفی بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده اقتصادی برقرار بود. یافته‌ها نشان داد عمر شرکت بر رابطه‌ی بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی مؤثر نیست ولی بر رابطه‌ی بین پاداش هیئت مدیره و حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مستقیم دارد. همچنین، اندازه‌ی شرکت بر رابطه‌ی بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معکوس دارد.

**واژگان کلیدی:** حاکمیت شرکتی- ارزش افزوده اقتصادی- مالکیت نهادی- حسابرسی

داخلی- تمرکز مالکیت- پاداش هیئت مدیره

## فهرست مطالب

### فصل اول : کلیات تحقیق

مقدمه .....	۲
۱-۱ بیان مسأله و سؤالات تحقیق .....	۳
۲-۱ اهمیت و ضرورت تحقیق .....	۶
۳-۱ اهداف تحقیق .....	۷
۴-۱ قلمرو تحقیق .....	۷
۵-۱ مرور مختصر متون مربوط به موضوع و سوابق تحقیق .....	۷
۱-۵-۱ حاکمیت شرکتی .....	۷
۲-۵-۱ عملکرد شرکت .....	۸
۳-۵-۱ سوابق تحقیق .....	۹
۶-۱ فرضیه‌های تحقیق .....	۱۱
۷-۱ روش‌شناسی .....	۱۲
۱-۷-۱ گردآوری داده‌ها .....	۱۲
۲-۷-۱ جامعه‌ی آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه .....	۱۲
۳-۷-۱ مدل تحقیق .....	۱۳
۴-۷-۱ تجزیه و تحلیل داده‌ها .....	۱۴
۸-۱ متغیرهای مورد بررسی تحقیق .....	۱۵
۱-۸-۱ متغیر وابسته .....	۱۵
۲-۸-۱ متغیر مستقل .....	۱۵
۳-۸-۱ متغیرهای تعدیل‌کننده .....	۱۶
۹-۱ تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق .....	۲۱
۱۰-۱ خلاصه و جمع‌بندی .....	۲۲

### فصل دوم : مبانی نظری و پیشینه‌ی تحقیق

مقدمه .....	۲۴
۱-۲ حاکمیت شرکتی .....	۲۴
۱-۱-۲ مفهوم حاکمیت شرکتی .....	۲۴

- ۲۵ ..... ۲-۱-۲ تعاریف حاکمیت شرکتی
- ۲۶ ..... ۳-۱-۲ دیدگاه‌های نظری مختلف در خصوص مطالعه‌ی حاکمیت شرکتی
- ۲۷ ..... ۱-۳-۱-۲ تئوری نمایندگی
- ۲۹ ..... ۲-۳-۱-۲ تئوری هزینه‌ی معاملات
- ۳۱ ..... ۳-۳-۱-۲ تئوری ذی‌نفعان
- ۳۳ ..... ۴-۳-۱-۲ تئوری سازمانی
- ۳۴ ..... ۵-۳-۱-۲ تئوری مباشرت
- ۳۶ ..... ۴-۱-۲ علت استفاده از تئوری نمایندگی در این تحقیق
- ۳۷ ..... ۵-۱-۲ اهمیت حاکمیت شرکتی و ضرورت برقراری آن
- ۳۸ ..... ۶-۱-۲ چارچوب حاکمیت شرکتی
- ۳۹ ..... ۷-۱-۲ انواع سازوکارهای حاکمیت شرکتی
- ۴۰ ..... ۸-۱-۲ روابط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی
- ۴۰ ..... ۱-۸-۱-۲ مدل ترازنامه
- ۴۱ ..... ۲-۸-۱-۲ مدل فراترازنامه
- ۴۳ ..... ۹-۱-۲ سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی تحقیق
- ۴۳ ..... ۱-۹-۱-۲ ساختار هیئت مدیره
- ۴۴ ..... ۲-۹-۱-۲ طرح پرداخت پاداش به هیئت مدیره
- ۴۵ ..... ۳-۹-۱-۲ ساختار مالکیت
- ۴۵ ..... ۱-۳-۹-۱-۲ تمرکز مالکیت
- ۴۶ ..... ۲-۳-۹-۱-۲ مالکیت نهادی
- ۴۸ ..... ۳-۳-۹-۱-۲ نقش‌های سهامداران نهادی
- ۴۹ ..... ۴-۹-۱-۲ حسابرسی داخلی
- ۵۰ ..... ۱۰-۱-۲ حاکمیت شرکتی در ایران
- ۵۱ ..... ۲-۲ عملکرد شرکت
- ۵۱ ..... ۱-۲-۲ شاخص‌های مختلف ارزیابی عملکرد شرکت
- ۵۲ ..... ۲-۲-۲ روش‌های ارزیابی عملکرد
- ۵۲ ..... ۱-۲-۲-۲ مدل حسابداری ارزیابی عملکرد
- ۵۳ ..... ۲-۲-۲-۲ مدل اقتصادی ارزیابی عملکرد

۵۳	..... ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
۵۵	..... مفهوم ارزش افزوده اقتصادی
۵۶	..... ارزش افزوده اقتصادی معیاری جهت ارزیابی عملکرد
۵۷	..... رویکردهای محاسبه‌ی ارزش افزوده اقتصادی (EVA)
۵۸	..... رویکرد عملیاتی ۱-۶-۲-۲
۵۹	..... رویکرد تأمین مالی ۲-۶-۲-۲
۶۰	..... معرفی کاربردها و استراتژی‌های افزایش ارزش افزوده اقتصادی
۶۱	..... امتیازات و محدودیت‌های ارزش افزوده اقتصادی
۶۲	..... بررسی پیشینه‌ی تحقیق ۳-۲
۷۲	..... خلاصه و جمع‌بندی ۴-۲
<b>فصل سوم : روش‌شناسی تحقیق</b>	
۷۴	..... مقدمه ۷۴
۷۴	..... روش تحقیق ۱-۳ ۷۴
۷۵	..... قلمرو تحقیق ۲-۳ ۷۵
۷۵	..... جامعه‌ی آماری و نمونه‌ی تحقیق ۳-۳ ۷۵
۷۶	..... سؤالات تحقیق ۴-۳ ۷۶
۷۶	..... فرضیه‌های تحقیق ۵-۳ ۷۶
۷۷	..... ابزار و نحوه‌ی گردآوری داده‌ها ۶-۳ ۷۷
۷۷	..... متغیر وابسته ۱-۶-۳ ۷۷
۷۷	..... متغیر مستقل ۲-۶-۳ ۷۷
۷۸	..... متغیرهای تعدیل‌کننده ۳-۶-۳ ۷۸
۷۸	..... تعریف عملیاتی متغیرها ۷-۳ ۷۸
۷۸	..... متغیر وابسته ۱-۷-۳ ۷۸
۷۹	..... ارزش افزوده اقتصادی ۱-۱-۷-۳ ۷۹
۸۱	..... متغیر مستقل ۲-۷-۳ ۸۱
۸۲	..... متغیرهای تعدیل‌کننده ۳-۷-۳ ۸۲
۸۲	..... آزمون‌های آماری، شیوه‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها ۸-۳ ۸۲
۸۳	..... بررسی نرمال بودن خطاها ۱-۸-۳ ۸۳



۸۳	..... ۲-۸-۳ آزمون کولوموگوروف-اسمیرنوف (KS)
۸۳	..... ۳-۸-۳ آزمون هم‌خطی
۸۴	..... ۹-۳ مدل تحقیق
۸۶	..... ۱۰-۳ خلاصه و جمع‌بندی

### فصل چهارم : تجزیه و تحلیل داده‌ها

۸۸	..... مقدمه
۸۸	..... ۱-۴ آمار توصیفی
۹۱	..... ۲-۴ آمار استنباطی
۹۲	..... ۱-۲-۴ آزمون همبستگی
۹۳	..... ۲-۲-۴ آزمون فرضیه‌های تحقیق
۹۳	..... ۱-۲-۲-۴ آزمون فرضیه‌ی اول
۹۴	..... ۱-۱-۲-۲-۴ درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد
۹۴	.....
۹۶	..... ۲-۱-۲-۲-۴ درصد مالکیت سهامداران عمده با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد... ۹۶
۹۷	..... ۳-۱-۲-۲-۴ نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد
۹۷	.....
۹۸	..... ۴-۱-۲-۲-۴ پاداش هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد
۹۹	..... ۵-۱-۲-۲-۴ حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد
۱۰۱	..... ۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه‌ی دوم
۱۰۱	..... ۱-۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن مالکیت نهادی به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی
۱۰۱	.....
۱۰۲	..... ۲-۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن درصد مالکیت سهامداران عمده به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی
۱۰۲	.....
۱۰۳	..... ۳-۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی
۱۰۳	.....
۱۰۴	..... ۴-۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن پاداش هیئت مدیره به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی
۱۰۴	.....

۵-۲-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن حسابرسی داخلی به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۰۶
۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه‌ی سوم .....	۱۰۷
۱-۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن مالکیت نهادی به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۰۷
۲-۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن درصد مالکیت سهامداران عمده به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۰۹
۳-۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۱۰
۴-۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن پاداش هیئت مدیره به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۱۱
۵-۳-۲-۲-۴ آزمون فرضیه با در نظر گرفتن حسابرسی داخلی به عنوان مؤلفه‌ی حاکمیت شرکتی .....	۱۱۳
۳-۲-۴ مدل رگرسیون چندگانه .....	۱۱۴
۳-۴ خلاصه و جمع‌بندی .....	۱۱۶

#### فصل پنجم : نتیجه‌گیری و پیشنهادات

مقدمه .....	۱۱۸
۱-۵ مروری بر کلیات تحقیق .....	۱۱۸
۲-۵ یافته‌های تحقیق و نتیجه‌گیری .....	۱۲۰
۱-۲-۵ درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد .....	۱۲۰
۲-۲-۵ درصد مالکیت سهامداران عمده با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد .....	۱۲۰
۳-۲-۵ نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد .....	۱۲۱
۴-۲-۵ پاداش هیئت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد .....	۱۲۱
۵-۲-۵ حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد .....	۱۲۱
۶-۲-۵ عمر شرکت بر رابطه‌ی میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است .....	۱۲۲
۷-۲-۵ اندازه‌ی شرکت بر رابطه‌ی میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است .....	۱۲۲

۱۲۳	۳-۵ محدودیت‌های تحقیق
۱۲۴	۴-۵ پیشنهادهایی برای استفاده‌کنندگان تحقیق
۱۲۴	۵-۵ پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی
۱۲۵	۶-۵ جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۱۲۶	منابع و مآخذ
۱۳۴	پیوست الف
۱۵۸	پیوست ب

### فهرست جداول

۸	جدول ۱-۱: تعاریف حاکمیت شرکتی
۱۷	جدول ۲-۱: مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در تحقیقات گذشته
۲۷	جدول ۱-۲: دیدگاه‌های نظری مختلف درباره‌ی حاکمیت شرکتی
۳۶	جدول ۲-۲: مقایسه‌ی ویژگی‌های تئوری‌های نمایندگی و مباشرت
۴۰	جدول ۳-۲: انواع سازوکارهای حاکمیت شرکتی
۵۲	جدول ۴-۲: معیارهای مختلف ارزیابی عملکرد
	جدول ۵-۲: محاسبه‌ی سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و سرمایه‌ی به کار گرفته شده
۵۸	در رویکرد عملیاتی
	جدول ۶-۲: محاسبه‌ی سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات و سرمایه‌ی به کار گرفته شده
۶۰	در رویکرد تأمین مالی
۷۰	جدول ۷-۲: خلاصه‌ی تحقیقات انجام شده
۸۹	جدول ۱-۴: فراوانی شرکت‌های نمونه در صنایع مورد بررسی
۸۹	جدول ۲-۴: نماد متغیرهای به کار رفته
۹۰	جدول ۳-۴: آمار توصیفی داده‌ها
۹۳	جدول ۴-۴: نتایج آزمون همبستگی پیرسون
۹۴	جدول ۵-۴: آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف متغیر وابسته : EVA
۹۴	جدول ۶-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۱-۱
۹۵	جدول ۷-۴: خلاصه‌ی مدل ۱-۱

جدول ۴-۸: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۱-۱	۹۵
جدول ۴-۹: ضرایب رگرسیون مدل ۱-۱	۹۵
جدول ۴-۱۰: توزیع فراوانی خطاها مدل ۱-۲	۹۶
جدول ۴-۱۱: خلاصه‌ی مدل ۱-۲	۹۶
جدول ۴-۱۲: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۱-۲	۹۷
جدول ۴-۱۳: توزیع فراوانی خطاها مدل ۱-۳	۹۷
جدول ۴-۱۴: خلاصه‌ی مدل ۱-۳	۹۷
جدول ۴-۱۵: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۱-۳	۹۸
جدول ۴-۱۶: توزیع فراوانی خطاها مدل ۱-۴	۹۸
جدول ۴-۱۷: خلاصه‌ی مدل ۱-۴	۹۸
جدول ۴-۱۸: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۱-۴	۹۹
جدول ۴-۱۹: ضرایب رگرسیون مدل ۱-۴	۹۹
جدول ۴-۲۰: توزیع فراوانی خطاها مدل ۱-۵	۱۰۰
جدول ۴-۲۱: خلاصه‌ی مدل ۱-۵	۱۰۰
جدول ۴-۲۲: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۱-۵	۱۰۰
جدول ۴-۲۳: ضرایب رگرسیون مدل ۱-۵	۱۰۰
جدول ۴-۲۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۲-۱	۱۰۱
جدول ۴-۲۵: خلاصه‌ی مدل ۲-۱	۱۰۱
جدول ۴-۲۶: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۲-۱	۱۰۲
جدول ۴-۲۷: ضرایب رگرسیون مدل ۲-۱	۱۰۲
جدول ۴-۲۸: توزیع فراوانی خطاها مدل ۲-۲	۱۰۳
جدول ۴-۲۹: خلاصه‌ی مدل ۲-۲	۱۰۳
جدول ۴-۳۰: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۲-۲	۱۰۳
جدول ۴-۳۱: توزیع فراوانی خطاها مدل ۲-۳	۱۰۴
جدول ۴-۳۲: خلاصه‌ی مدل ۲-۳	۱۰۴
جدول ۴-۳۳: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۲-۳	۱۰۴
جدول ۴-۳۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۲-۴	۱۰۵
جدول ۴-۳۵: خلاصه‌ی مدل ۲-۴	۱۰۵

جدول ۳۶-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۲-۴.....	۱۰۵
جدول ۳۷-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۲-۴.....	۱۰۵
جدول ۳۸-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۲-۵.....	۱۰۶
جدول ۳۹-۴: خلاصه‌ی مدل ۲-۵.....	۱۰۶
جدول ۴۰-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۲-۵.....	۱۰۶
جدول ۴۱-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۲-۵.....	۱۰۷
جدول ۴۲-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۳-۱.....	۱۰۸
جدول ۴۳-۴: خلاصه‌ی مدل ۳-۱.....	۱۰۸
جدول ۴۴-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۳-۱.....	۱۰۸
جدول ۴۵-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۳-۱.....	۱۰۸
جدول ۴۶-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۳-۲.....	۱۰۹
جدول ۴۷-۴: خلاصه‌ی مدل ۳-۲.....	۱۰۹
جدول ۴۸-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۳-۲.....	۱۰۹
جدول ۴۹-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۳-۲.....	۱۱۰
جدول ۵۰-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۳-۳.....	۱۱۰
جدول ۵۱-۴: خلاصه‌ی مدل ۳-۳.....	۱۱۰
جدول ۵۲-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۳-۳.....	۱۱۱
جدول ۵۳-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۳-۳.....	۱۱۱
جدول ۵۴-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۳-۴.....	۱۱۲
جدول ۵۵-۴: خلاصه‌ی مدل ۳-۴.....	۱۱۲
جدول ۵۶-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۳-۴.....	۱۱۲
جدول ۵۷-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۳-۴.....	۱۱۲
جدول ۵۸-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۳-۵.....	۱۱۳
جدول ۵۹-۴: خلاصه‌ی مدل ۳-۵.....	۱۱۳
جدول ۶۰-۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۳-۵.....	۱۱۳
جدول ۶۱-۴: ضرایب رگرسیون مدل ۳-۵.....	۱۱۴
جدول ۶۲-۴: توزیع فراوانی خطاها مدل ۴.....	۱۱۴
جدول ۶۳-۴: خلاصه‌ی مدل ۴.....	۱۱۵

جدول ۴-۶۴: تجزیه و تحلیل واریانس مدل ۴ ..... ۱۱۵

جدول ۴-۶۵: ضرایب رگرسیون مدل ۴ ..... ۱۱۵

### فهرست شکل‌ها

شکل ۱-۲: مدل ترازنامه ..... ۴۲

شکل ۲-۲: مدل فراترازنامه ..... ۴۲

شکل ۱-۳: نمودار تأثیر متغیرهای تعدیل‌کننده بر رابطه‌ی متغیر مستقل و متغیر وابسته... ۱۰۶

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه

با رسوایی‌ها و ورشکستگی شرکت‌های بزرگ مانند انرون<sup>۱</sup> و ورلدم کام<sup>۲</sup> در ایالات متحده و مارکونی<sup>۳</sup> در انگلستان در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ میلادی، اعتبار اعداد و ارقام حسابداری زیر سؤال رفته و اعتماد سرمایه‌گذاران به صورت‌های مالی تهیه شده توسط مدیریت کم شده است. به خاطر این عدم اعتماد، توجه به حاکمیت شرکتی<sup>۴</sup> (CG) و افشا در حسابداری به طور روزافزون بیشتر شده است. کشورهای مختلف با توجه به اهمیت زیاد حاکمیت شرکتی اقدامات مختلفی را انجام داده و یا در حال انجام هستند. مثلاً در ایالات متحده قانون ساربینز اکسلی<sup>۵</sup> به تصویب رسیده که ناظر بر حاکمیت شرکتی در شرکت‌های آمریکایی است. دلیل توجه زیاد به حاکمیت شرکتی این است که حاکمیت شرکتی می‌تواند ضامن کیفیت اطلاعات مالی باشد. حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی، موجبات رشد و توسعه‌ی اقتصادی پایدار را فراهم آورد. حاکمیت شرکتی خوب، میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها را در مواقع بروز بحران مالی کاهش داده، حقوق مالکیت را تقویت کرده، هزینه‌ی معاملات و هزینه‌ی سرمایه را کاهش داده و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند. حاکمیت شرکتی روابط مابین مدیریت، هیئت مدیره، سهامداران عمده، سهامداران خرد و سایر ذی‌نفعان را شامل می‌شود. یک سیستم حاکمیت شرکتی طیف گسترده‌ای از فعالیت‌ها، اصول و روش‌ها را شامل می‌شود. این طیف گسترده از یک سو استانداردهای حسابداری و قوانین مربوط به افشای اطلاعات و از سوی دیگر میزان حقوق و مزایای مدیران اجرایی و اندازه و ترکیب هیئت مدیره را در بر می‌گیرد. حاکمیت شرکتی در گسترده‌ترین شکل خود، مجموعه‌ی مکملی از اصول حقوقی، اقتصادی و اجتماعی است که از منافع ذی‌نفعان یک واحد اقتصادی دفاع می‌کند. مفهوم حاکمیت شرکتی نوعی تضاد بنیادی را بین

<sup>1</sup> Enron

<sup>2</sup> Worldcom

<sup>3</sup> Marconi

<sup>4</sup> Corporate Governance

<sup>5</sup> Sarbanes Oxley Act



سهامداران و مدیران شرکت مفروض می‌دارد. هدف سهامداران شرکت کسب بازده منطقی از سرمایه‌گذاری است در حالی که مدیران اهداف دیگری چون قدرت، رفاه شخصی، موقعیت ناشی از اداره‌ی یک شرکت بزرگ و برجسته را دنبال می‌کنند. در این شرایط دسترسی آسان‌تر مدیران به اطلاعات محرمانه و توانایی اندک سهامداران خرد و پراکنده به این معنا است که مدیران بالادست و سهامداران زیردست هستند. سازمان توسعه و همکاری اقتصادی حاکمیت شرکتی را این‌گونه تعریف می‌کند:

"حاکمیت شرکتی ساختار روابط و مسئولیت‌ها در میان یک گروه اصلی شامل سهامداران، اعضای هیئت مدیره و مدیرعامل برای ترویج بهتر عملکرد رقابتی لازم جهت دستیابی به هدف‌های اولیه‌ی مشارکت است"

در این فصل ابتدا موضوع مورد بررسی که رابطه‌ی حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی<sup>۱</sup> (EVA) است، تعریف شده و سپس اهداف و ضرورت انجام تحقیق ذکر می‌شود. در ادامه‌ی بحث خلاصه‌ی چند نمونه از تحقیقات گذشته مرتبط با موضوع تحقیق، قلمرو تحقیق، فرضیات تحقیق، روش‌شناسی و تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق مطرح می‌شود.

### ۱-۱ بیان مسأله و سؤالات تحقیق

شواهد موجود حکایت از آن دارد که حاکمیت شرکتی یکی از رایج‌ترین عبارات در واژگان تجارت جهانی در شروع هزاره‌ی جدید شده است. فروپاشی شرکت‌های بزرگی مانند انرون و ورلدکام در آمریکا در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ میلادی، توجه همگان را به نقش برجسته‌ی حاکمیت شرکتی در پیشگیری از این فروپاشی‌ها جلب کرده است. بررسی پیشینه‌ی موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافق دربارهِ حاکمیت شرکتی وجود ندارد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵: ۳۴). تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در طیفی وسیع قرار می‌گیرند که دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه‌ی شرکت و سهامداران محدود می‌شود که این الگو در قالب نظریه‌ی نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف می‌توان حاکمیت شرکتی را به صورت شبکه‌ای از روابط میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... در نظر گرفت که چنین دیدگاهی در قالب نظریه‌ی ذی‌نفعان بیان می‌شود (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵: ۳۲).

<sup>۱</sup> Economic Value Added

حاکمیت شرکتی از دیدگاه‌های دیگری نیز شامل دیدگاه مباشرت، دیدگاه تئوری هزینه‌ی معاملات و دیدگاه تئوری سازمانی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در دیدگاه مباشرت گفته می‌شود که هیئت مدیره اولین و بهترین ابزار نظارت بر مدیران نیست، بلکه ابزاری برای توسعه‌ی شرکت و مدیریت ارشد آن از طریق جمع‌آوری اعضای هیئت مدیره‌ی دارای دانش و با صلاحیت به عنوان مشاوران است (عاشقی اسکویی، ۱۳۹۰: ۷۵). تئوری هزینه‌ی معاملات بر این اساس استوار است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع جایگزین بازار شوند، در واقع شرکت‌ها آنقدر گسترده و پیچیده‌اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت کرده و بازار معاملات را متعادل می‌کنند، به طوری که در درون شرکت‌ها برخی معاملات حذف و مدیران تولید را با معاملاتی که خود ترجیح می‌دهند هماهنگ می‌کنند (مجید بنویدی، ۱۳۸۵: ۱۳). دیدگاه تئوری سازمانی متمرکز بر محدودیت خردمندی و نحوه‌ی تصمیم‌گیری در سازمان‌ها و طرز عمل آن‌ها است (عاشقی اسکویی، ۱۳۹۰: ۷۵).

به طور کلی تعریف جامع و کاملی که از حاکمیت شرکتی به عمل می‌آید به این شکل است که حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخ‌گویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذی‌نفعان می‌شود (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵: ۳۴). به عبارتی حاکمیت شرکتی مجموعه‌ی سازوکارهای هدایت و کنترل شرکت‌ها است. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت‌ها را اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن تأثیر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این نظام، قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرایندهای تصمیم‌گیری اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۹: ۱۹).

عملیات شرکت‌ها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. زمانی که هدف شرکت به حداکثر رساندن منافع سهامداران تعریف شود، جدا کردن مالکیت سهام و کنترل مدیریتی و تصمیم‌گیری‌های تجاری مدیران می‌تواند به تضاد منافع منجر شود که در نتیجه‌ی آن ممکن است مدیران اهداف خودشان را دنبال کنند تا اینکه در جهت منافع سهامداران عمل کنند. حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹: ۳۵).

امروزه یکی از مهم‌ترین مسائل مالی شرکت‌ها، اندازه‌گیری عملکرد آنها است. اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از آن‌جا که پایه‌ی بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج شرکت است، دارای اهمیت است. تصمیم‌گیری درباره‌ی سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش سرمایه‌ی شرکت‌ها، رابطه‌ی نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر، همگی مبتنی بر اندازه‌گیری عملکرد است (وکیلی‌فرد و همکاران، ۱۳۸۹: ۱۲۰). معیارهای ارزیابی عملکرد را می‌توان به دو بخش مالی و غیر مالی تقسیم‌بندی کرد. از نگاهی دیگر معیارهای عملکرد را می‌توان به دو گروه گذشته‌نگر و آینده‌نگر تقسیم‌بندی کرد. به عنوان نمونه معیارهای مالی عملکرد مبتنی بر صورت‌های مالی از نوع گذشته‌نگر هستند چرا که منعکس‌کننده‌ی عملکرد تاریخی بوده و عملکرد واقعی شرکت را ارزیابی می‌کنند. در مقابل، عملکرد سهام شرکت دیدگاهی آینده‌نگر است (عاشقی اسکویی، ۱۳۹۰: ۱۶).

از جمله موضوعات مهمی که در زمینه‌ی بهبود عملکرد و افزایش بازده سهامداران مطرح است موضوع ارزش افزوده اقتصادی است. ارزش افزوده اقتصادی شاخصی مبتنی بر مدیریت بر مبنای ارزش است که به کنترل کل ارزش ایجاد شده توسط شرکت می‌پردازد. در حالی که معیارهای سنتی مانند سود حسابداری، بازده دارایی‌ها و ... از ابزارهای مهم برای ارزیابی عملکرد مالی و عملیاتی شرکت هستند، ولی محیط در حال تغییر شرکت‌ها نیاز به استفاده از معیارهای جدید ارزیابی عملکرد، افزون بر معیارهای قدیمی را ایجاد کرده است (مهدوی و همکاران، ۱۳۸۸: ۶۲). به نظر بریگام<sup>۱</sup> و همکاران (۱۹۹۹) محاسبه‌ی ارزش افزوده اقتصادی یک اندازه‌گیری مناسب و دقیق از ارزش اضافه شده به سرمایه‌گذاری سهامداران در یک واحد تجاری است. همچنین به نظر استیوارت<sup>۲</sup> از ارزش افزوده اقتصادی می‌توان برای دستیابی به اهداف شرکت، بودجه‌بندی سرمایه‌ای و محاسبه‌ی میزان پاداش مدیران استفاده کرد (مهدوی و همکاران به نقل از بریگام و استیوارت، ۱۳۸۸: ۶۳). ارزش افزوده اقتصادی ابزاری تحلیلی برای یافتن ارزش واقعی شرکت است (کرمی و همکاران، ۱۳۸۹: ۱۱۷).

از یک سو استفاده از ارزش افزوده اقتصادی عمدتاً با افزایش مسئولیت مدیریت برای افزایش ارزش سهام همراه است، به عبارتی استفاده از آن به عنوان معیار ارزیابی عملکرد، موجب تناسب هدف مدیریت با منافع سهامداران می‌شود (مارتانی و ساپوترا<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹: ۲). از سوی دیگر به منظور بهبود عملکرد شرکت‌ها باید سازوکارهای نظارتی ایجاد کرد که با اجرای

<sup>۱</sup> Brigham

<sup>۲</sup> Stewart

<sup>۳</sup> Martani, Saputra

آن فاصله‌ی بین مدیریت و مالکیت و همچنین مشکلات نمایندگی کاهش یابد که یکی از این سازوکارها، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی است. از این رو نیاز به بررسی رابطه‌ی بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی که مؤثر در همسویی اهداف مدیریت و سهامداران است و ارزش افزوده اقتصادی شرکت به عنوان معیار ارزیابی عملکرد احساس می‌شود. لذا، این پژوهش به بررسی رابطه‌ی بین دو مقوله‌ی مذکور می‌پردازد. با توجه به مطالب ذکر شده، سؤال اصلی تحقیق به شکل زیر مطرح می‌شود:

سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت که از طریق ارزش افزوده اقتصادی اندازه‌گیری می‌شود چه تأثیری دارد؟

برخی سؤال‌های فرعی در پی سؤال اصلی تحقیق به وجود می‌آیند که عبارتند از:

۱- ساختار هیئت مدیره چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟

۲- پاداش هیئت مدیره چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟

۳- ساختار مالکیت چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟

۴- حسابرسی داخلی به عنوان یک سازوکار حاکمیتی چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟

۵- عمر شرکت و اندازه‌ی شرکت به عنوان متغیر تعدیل‌کننده چه تأثیری می‌تواند بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد داشته باشند؟

۱-۲ اهمیت و ضرورت تحقیق

امروزه معیارهای ارزیابی عملکرد حسابداری همانند بازده دارایی‌ها، بازده سهام و رشد فروش هنوز هم برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت مورد استفاده‌ی سرمایه‌گذاران است، ولی این روش‌ها ایجاد ارزش را منعکس نمی‌کنند و هزینه‌ی سرمایه را در ارزیابی عملکرد شرکت نادیده می‌گیرند. از این رو تشخیص اینکه شرکت می‌تواند ایجاد ارزش کند یا خیر مشکل خواهد بود. در مقابل، ارزش افزوده اقتصادی، ایجاد ارزشی را اندازه‌گیری می‌کند که می‌تواند برای سرمایه‌گذاران در خصوص تصمیمات سرمایه‌گذاری اهمیت بسزایی داشته باشد (مارتانی و ساپوترا، ۲۰۰۹: ۲).

تاکنون جهت همسو نمودن منافع مدیران و مالکان از سازوکارهای مختلفی مثل کاربرد تئوری اخلاق در حسابداری، ایجاد چارچوب نظری و استانداردهای حسابداری، کنترل‌های داخلی، حسابرسی داخلی، حسابرسی مستقل و ... استفاده شده است، اما با این همه باز هم مشکلات کمتر نشده است که علت آن شاید نبود سازوکارهایی از راهبری شرکتی جهت رسیدن به هدف غایی شرکت، یعنی افزایش ارزش شرکت است. حاکمیت شرکتی عاملی است