





دانشگاه علامه طباطبایی
دانشکده حسابداری و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

رابطه بین ساختار هیات مدیره و ارزش افزوده اقتصادی
در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نگارش:

سهیلا دادوند

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر سید مجید شریعت پناهی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر یحیی حساس یگانه

استاد داور:

جناب آقای دکتر صابر شعری

اردیبهشت ۱۳۹۰

این مختصر تقدیم به:

پدر و مادر عزیز و مهربانم

که همواره حامی من بوده‌اند.

تقدیر و تشکر

به نام آنکه جان را فکرت آموخت

چراغ دل ز نور جان بر افروخت

شاکرم خداوند سبحان را که هر چه دارم از اوست و درود می‌فرستم بر پیامبر رحمت و دانایی و فاندان مطهرش.

نگارنده بر خود می‌داند که از زحمات بی‌دریغ، حمایت‌ها و راهنمایی‌های ارزشمند استاد گرامی جناب آقای دکتر سید مجید شریعت‌پناهی در (استای انجام هرچه بهتر این تحقیق در طول یک سال گذشته، تشکر و قدردانی نماید. همچنین از اساتید ارجمند جناب آقایان دکتر یمیی مساس‌یگانه و دکتر صابر شعری که به ترتیب مشاوره و داوری پایان‌نامه مرا بر عهده گرفتند کمال سپاس را دارم.

از حمایت‌های استاد محترم جناب آقای دکتر ممد‌هاشم بت‌شکن، همچنین از راهنمایی‌های ارزشمند و راهگشای دوستان بسیار عزیزم فانمها پریسا و مهسا قاسمی دشتکی در انجام تفرمین‌های آماری و مراحل مختلف این پژوهش صمیمانه سپاسگزارم.

از استاد بزرگوار جناب آقای دکتر ممد‌رضا تقوا که در دوره تحصیل در دانشگاه علامه طباطبایی، درس‌های بسیار از ایشان آموختم و همواره مشوق من بوده‌اند، قدردانی می‌کنم.

از پدر و مادر دلسوز و فواهر مهربانم که در تمام دوران تحصیل حامی من بوده‌اند، از صمیم قلب سپاسگزارم.

در پایان از همه دوستان و اساتیدی که یاور و مشوق من بوده‌اند، قدردانی می‌کنم.

چکیده

رویه‌های کارآمد نظام حاکمیت شرکتی برای عملکرد صحیح بازار سرمایه و کل اقتصاد کشور حیاتی و لازمه جلب و حفظ اعتماد عمومی است. یکی از مکانیزم‌های مهم این نظام حضور مدیران غیر اجرایی، در ساختار هیات‌مدیره جهت نظارت بر عملکرد مدیران اجرایی است. از طرفی یکی از جامع‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت، ارزش افزوده اقتصادی است، که به دلیل محتوای اطلاعاتی که به دست می‌دهد به بهترین شکل می‌تواند منعکس‌کننده نحوه فعالیت مدیران باشد. نظر به اهمیت هر دو جنبه پیش‌گفته، هدف مطالعه حاضر آزمون رابطه میان ساختار هیات‌مدیره و ارزش افزوده اقتصادی است. به این منظور صورتهای مالی ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس طی دوره ۸۷-۱۳۸۵ جمع‌آوری گردیده و پس از محاسبه متغیرهای مورد نظر، مدل نهایی تحقیق با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته تخمین زده شده است. نتایج نهایی تحقیق نشان‌دهنده آن است که رابطه معناداری میان ساختار هیات‌مدیره و ارزش افزوده اقتصادی وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: نظام حاکمیت شرکتی، ساختار هیات‌مدیره، مدیر غیر اجرایی، ارزش افزوده اقتصادی

فصل اول - کلیات تحقیق

۱-۱. مقدمه	۲
۲-۱. بیان مسأله	۴
۳-۱. ضرورت انجام تحقیق	۵
۴-۱. فرضیه‌های تحقیق	۶
۵-۱. اهداف اساسی از انجام تحقیق	۶
۶-۱. روش انجام پژوهش	۶
۷-۱. جامعه و نمونه آماری	۷
۸-۱. تعریف واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی طرح	۸
۹-۱. تعاریف عملیاتی متغیرها:	۸
۱۰-۱. ساختار تحقیق	۱۲

فصل دوم - مبانی نظری و پیشینه تحقیق

۱-۲. مقدمه	۱۴
۲-۲. نقش نظام حاکمیت شرکتی	۱۶
۳-۲. تئوریهای مالی پیرامون ارزشهای شرکت	۱۹
۱-۳-۲. تئوری نمایندگی	۱۹
۲-۳-۲. تئوری ذینفعان	۲۰
۴-۲. راهکارهای نظام حاکمیت شرکتی	۲۲
۱-۴-۲. مالکیت	۲۲
۲-۴-۲. هیات‌مدیره	۲۳
۳-۴-۲. قراردادهای ضمنی با ذینفعان	۲۴
۵-۲. معیارهای ارزیابی عملکرد	۲۶
الف- رویکرد حسابداری	۲۶
ب- رویکرد تلفیقی	۲۷
ج- رویکرد مدیریت مالی	۲۷
د- رویکرد اقتصادی	۲۸
۶-۲. مزایا و معایب ارزش افزوده اقتصادی	۲۸
۷-۲. مفهوم ارزش افزوده اقتصادی	۳۰
۱-۷-۲. سود عملیاتی پس از کسر مالیات	۳۲
۲-۷-۲. سرمایه به‌کارگرفته‌شده	۳۳
۳-۷-۲. معادلهای حقوق صاحبان سهام	۳۴
۴-۷-۲. مفهوم هزینه سرمایه	۳۴
۱-۴-۷-۲. محاسبه هزینه اقلام خاص سرمایه	۳۵
۲-۴-۷-۲. میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه	۳۵
۵-۷-۲. نقش تعدیلات	۴۰
۱-۵-۷-۲. حدود تعدیلات	۴۲

۴۳	..... ۲-۷-۵-۲. تعدیلات متعارف
۴۶	..... ۲-۸. پیشینه تحقیق
۶۵	..... ۲-۹. نتیجه‌گیری

فصل سوم - روش اجرای تحقیق و ارائه مدل

۶۷	..... ۳-۱. مقدمه
۶۷	..... ۳-۲. روش‌شناسی تحقیق
۶۹	..... ۳-۳. فرضیه تحقیق
۶۹	..... ۳-۴. جامعه آماری و روش نمونه‌گیری
۷۰	..... ۳-۵. روش گردآوری اطلاعات و داده‌ها
۷۰	..... ۳-۶. ارائه مدل پیشنهادی
۷۱	..... ۳-۷. توصیف متغیرهای موجود در مدل
۷۶	..... ۳-۷. نتیجه‌گیری

فصل چهارم - تخمین مدل و تحلیل داده‌ها

۷۸	..... ۴-۱. مقدمه
۷۸	..... ۴-۲. خلاصه‌ای از مباحث اقتصادسنجی
۸۰	..... ۴-۳. تحلیل داده‌ها
۸۳	..... ۴-۴. نتیجه‌گیری

فصل پنجم - نتیجه‌گیری و پیشنهادات

۸۶	..... ۵-۱. مقدمه
۸۶	..... ۵-۲. خلاصه موضوع و روش تحقیق
۸۷	..... ۵-۳. آزمون فرضیه
۸۸	..... ۵-۴. تفسیر نتایج
۹۲	..... ۵-۵. محدودیتهای تحقیق
۹۲	..... ۵-۶. مشکلات تحقیق
۹۳	..... ۵-۷. پیشنهادات حاصل از تحقیق
۹۷	..... منابع و مأخذ
۱۰۴	..... پیوست‌ها

فهرست جداول

صفحه

نگاره ۲-۱. رویکردهای محاسبه سود عملیاتی بعد از مالیات.....	۳۲
نگاره ۲-۲. رویکرد های محاسبه سرمایه به کار گرفته شده.....	۳۳
نگاره ۲-۳. معادل‌های سرمایه از دیدگاه استوارت.....	۳۴
نگاره ۲-۴. خلاصه برخی از مهمترین مطالعات تجربی انجام شده.....	۶۳
نگاره ۲-۵. ادامه خلاصه برخی از مهمترین مطالعات تجربی انجام شده.....	۶۴
نگاره ۳-۱. رویکرد مالی محاسبه سود عملیاتی و سرمایه بکار گرفته شده.....	۷۵
نگاره ۴-۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق.....	۸۱
نگاره ۴-۲. خلاصه‌ای از مدل قبل از نرمال کردن توزیع داده‌ها.....	۸۲
نگاره ۴-۳. خلاصه‌ای از مدل پس از نرمال کردن توزیع داده‌ها.....	۸۲
نگاره ۴-۴. آمار توصیفی باقیمانده‌ها.....	۸۳
نگاره ۵-۱. نتایج تخمین مدل با استفاده از نرم‌افزار eviews.....	۸۸
نگاره ۵-۲. نتایج تخمین مدل با استفاده از نرم‌افزار SPSS.....	۸۸

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱. مقدمه

یکی از موضوعات بحث‌برانگیزی که سازمانها سالهای متمادی در جستجوی آن بودند، یافتن روشی برای ارزیابی فعالیت مدیران بود، که ضمن نشان دادن قدرت سودآوری کوتاه‌مدت بالاتر، منجر به خلق ارزش در بلندمدت شود. این امر موجب بروز مسائل اخلاقی، در ارتباط با ذینفعان گردید و مدیران واحدهای تجاری درصدد غیرواقعی نشان دادن ارقام صورتهای مالی برآمدند تا آنها را راضی نگه‌دارند. در پی مشکلاتی که به این ترتیب گریبان‌گیر واحدهای تجاری گردید، تلاش برای یافتن ابزار ارزشگذاری که وضعیت واقعی کنونی واحد تجاری را نشان دهد، آغاز شد. این ارزش‌آفرینی باید از دید تامین‌کنندگان منابع اصلی واحد تجاری یعنی سهامداران، مورد قضاوت قرار می‌گرفت. تغییر در روشهای ارزشگذاری که شالوده آن ارقام حسابداری بود، به گزارشگری سود اقتصادی منتهی شد. مفهوم سود اقتصادی با در نظر گرفتن همه مخارج منابعی که برای ایجاد یک درآمد خاص، به کار گرفته می‌شود، به عنوان معیار برتر برگزیده شد. مزیت اصلی معیارهای اقتصادی نسبت به حسابداری، شیوه برخورد با سرمایه بود که تا آن زمان به عنوان یک منبع رایگان در نظر گرفته شده بود. کسب بازدهی بیش از هزینه سرمایه برای سرمایه‌گذارانی که می‌توانستند گزینه دیگری را به جای سرمایه‌گذاری در واحد تجاری برگزینند، به عنوان سنج‌های برای جلب اعتماد آنها مدنظر قرار گرفت.

موضوع دیگری که نیاز به بررسی داشت تصمیم‌گیری راجع به بدهی و سرمایه بود. انتخاب بدهی به عنوان یک ابزار تامین مالی، به دلیل اینکه موجب بیش‌نمایی بازدهی حاصل از سرمایه‌گذاریهای شرکت می‌شود، اثر اغواکننده‌ای دارد. جهت ممانعت از این پیشامد، تصمیمات مدیران حول ارزیابی پتانسیل

طرحهای سرمایه‌گذاری قرار گرفت. تاثیر این اقدام تقابل و تفکیک تصمیم‌گیریهای عملیاتی و تامین مالی از یکدیگر بود. با گذشت زمان و گسترش اثر این اقدامات، موضوع ایجاد اطمینان و شفافیت نسبت به عملکرد مدیران و مسئولیت پاسخگویی آنان. نسبت به گروههای مختلف ذینفع از جمله مالکان واحد تجاری مطرح شد. یکی از راهکارها برای افزایش شفافیت نسبت به عملکرد مدیران، بکارگیری روشی بود که سودهای ناشی از عملیات اصلی واحد تجاری را از مخارج تامین مالی تفکیک می‌کرد. از این رو شاخص ارزیابی عملکرد به صورت حاصل تفاضل این دو عامل مورد توجه قرار گرفت و در نتیجه مفهوم ارزش افزوده اقتصادی پدید آمد.

یکی دیگر از عوامل مهمی که با گسترش شرکتهای سهامی، تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان به هیات‌مدیره و مطرح شدن تئوری نمایندگی مسئله‌ساز شد، این دیدگاه بود: مدیرانی که اساساً در تامین منابع مالی شرکت نقشی نداشته‌اند، چگونه پیگیر منافع سهامداران و دیگر مالکان شرکت خواهند بود؟ از اینرو منطقی به نظر می‌رسد که عملیات اجرائی شرکت، به جای اینکه در جهت منافع سهامداران اداره شود، منافع خاصی از جمله مدیران را دنبال نماید. به این ترتیب نیاز به برقراری نظامی که مسئولیت پاسخگویی مدیران را نسبت به منابعی که در اختیار دارند افزایش دهد، احساس شد و به دنبال آن نظام حاکمیت شرکتی در کشورهای صنعتی پایه‌ریزی شد.

نظام حاکمیت شرکتی بر شفافیت، افشای اطلاعات و حذف اطلاعات درونی تاکید داشته و با استفاده از تمهیدات و مکانیزم‌هایی در راستای عدم تمرکز قدرت و تفکیک کامل مدیریت از مالکیت شرکتها، در جهت رعایت حقوق کلیه ذینفعان، علی‌الخصوص سهامداران اهتمام می‌ورزد. یکی از ابزارهای این نظام که بر عملکرد هیات‌مدیره نقش نظارتی داشته و می‌تواند در کاهش تضاد منافع میان مالکان و مدیران کمک شایان توجهی نماید، حضور اعضای غیرموظف در هیات‌مدیره است، چرا که استقلال و قضاوت بی‌طرفانه آنها نسبت به نحوه فعالیت مدیران واحد تجاری می‌تواند در این زمینه مثرتر واقع شده و یک ساز و کار بالقوه توانمند حاکمیت شرکتی به حساب آید.

۱-۲. بیان مسأله

هرچند، تشکیل شرکتهای بزرگ و تفکیک مالکیت از مدیریت در سطح جهانی در اواخر سده نوزدهم و اوایل سده بیستم صورت گرفته و قوانین و مقرراتی در خصوص نحوه اداره شرکتهای تا دهه ۱۹۹۰، وجود داشته است، با این وجود موضوع حاکمیت شرکتی به شکل کنونی در دهه ۱۹۹۰ در انگلستان، امریکا و کانادا در پاسخ به مشکلات مربوط به اثربخشی هیاتمدیره شرکتهای بزرگ شکل گرفت. بعدها با گسترش سرمایه‌گذاریهای بین‌المللی، نهادهای مختلفی همچون بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی (OECD) و ... در این زمینه فعال شده، اصول متعدد و متنوعی را منتشر کرده‌اند. در حقیقت این اصول نقش مهمی در بهبود کارایی، رشد اقتصادی و در عین حال افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند.

یکی از محورهای تحولات اخیر در مبحث حاکمیت شرکتی، تاثیر قانون سربانز اکسلی (به عنوان مکانیزم برون‌سازمانی) در برجسته‌شدن نقش نظارتی مکانیزم‌های داخلی آن است. تفکیک دقیق وظایف مدیریت اجرایی از مدیریت غیراجرایی، برجسته‌تر شدن نقش نظارتی مدیریت غیر اجرایی و تعیین حوزه‌های مسئولیت آنها و ضرورت داشتن دانش حسابداری و مالی به عنوان یکی از شرایط احراز پست درمورد حداقل یکی از مدیران غیراجرایی و آگاهی بقیه اعضا از مسائل حسابداری و مالی، برخی از تحولات اخیر است (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵)، از این رو ساختار تیم مدیران ارشد واحد تجاری می‌تواند یکی از عناصر مهم این نظام قلمداد شود.

از طرفی، چارچوب جدید نظام راهبری شرکتی [حاکمیت شرکتی] بر پایه سه بعد "عملکرد، پایبندی به اصول و مسئولیت‌پذیری شرکت" قرارداد و موید این است که هیاتمدیره و مدیران ارشد اجرایی باید مدیریت را به شیوه‌ای اثربخش به اجرا درآورند تا به سهامداران اطمینان دهند که ارزش متعلق به سهامداران در بلندمدت افزایش می‌یابد (پارسائیان، ۱۳۸۷).

در زمینه ارزیابی عملکرد هیاتمدیره واحد تجاری به عنوان یکی از عناصر مهم نظام حاکمیت شرکتی، به طور کلی دو دسته مدل وجود دارد: یک دسته از این مدلها، تحت مدل‌های حسابداری

و دسته دیگر تحت عنوان مدل‌های اقتصادی تعیین ارزش هستند (پناهیان، ۱۳۸۲). سطح اهمیت و کارایی مدل‌های حسابداری، به میزان همبستگی آنها با ارزشهای بازار بر می‌گردد. تاکنون تحقیقات زیادی در تأیید این مطلب صورت گرفته که میان داده‌های حاصل از مدل‌های حسابداری و ارزشهای بازار شکاف قابل ملاحظه‌ای وجود دارد، از این رو می‌توان نتیجه گرفت که مدل‌های حسابداری، مدل‌های چندان مناسبی برای ارزیابی عملکرد نیستند.

در مقابل مدل حسابداری ارزیابی مبتنی بر سود، تعدادی مدل اقتصادی وجود دارد که جهت برآورد ارزش به جای سود، بر جریان نقد تأکید دارند (استوارت، ۱۹۹۱). برخی از پرکاربردترین مدلها در این زمینه عبارتند از: مدل خالص ارزش فعلی، ارزش افزوده سهامدار و سود اقتصادی. از این بین، مدل سود اقتصادی که در تعیین آن تلاش می‌شود تا هزینه کلیه منابع مالی در نظر گرفته شود، کامل تر و عملی تر به نظر می‌رسد و از میان شاخص‌هایی که براساس این مدل نتیجه می‌شوند، ارزش افزوده اقتصادی به دلیل اینکه رابطه نزدیکی با ارزش افزوده بازار و ثروت سهامدار دارد یک معیار مهم تلقی می‌شود. نظر به اهمیت هر دو جنبه طرح شده در بالا، تحقیق حاضر به دنبال یافتن پاسخ علمی به این پرسش است که: "آیا بین ساختار هیات‌مدیره شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنادار وجود دارد؟"

۳-۱. ضرورت انجام تحقیق

از آنجا که استقرار مناسب مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان، علی‌الخصوص سهامداران شرکتهای محسوب می‌شود و از طرفی ارزیابی عملکرد به عنوان یکی از ارکان نظام، به شمار می‌آید که بدون آن کارایی نظام خدشه‌دار خواهد شد، بنابراین انجام پژوهش در رابطه با این دو جنبه مجزا اما مرتبط انتخابی به جاست.

از این رو با مطالعه تحقیقات پیشین و بررسی قابلیت پیاده‌سازی آن در بازار سرمایه ایران، چنین استنباط شد که یکی از مهمترین اهرمهای حاکمیت‌شرکتی ساختار تیم مدیران ارشد واحد تجاری است و در زمینه ارزیابی عملکرد مهمترین شاخصی که می‌تواند به بهترین شکل منعکس‌کننده تصمیم‌گیریهایی اعضای هیات‌مدیره باشد، ارزش‌افزوده اقتصادی است. بنابراین بنای تحقیق به یافتن ارتباط میان این دو عامل قرار دارد.

۱-۴. فرضیه‌های تحقیق

با توجه به پرسش مطرح شده در قسمت پایانی بیان مسئله، فرضیه تحقیق عبارت است از:
 "بین ساختار هیات‌مدیره شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با ارزش‌افزوده اقتصادی رابطه معنادار وجود دارد."

۱-۵. اهداف اساسی از انجام تحقیق

در این پژوهش هدف اصلی، آزمون تاثیر ساختار هیات‌مدیره بر ارزش‌افزوده اقتصادی می‌باشد و از آن جهت که به فعالان بازار سرمایه اهمیت ساختار هیات‌مدیره را در نظارت، کاهش هزینه‌های نمایندگی و ارزیابی عملکرد نشان می‌دهد، بنابراین باید در تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری مورد توجه قرار گیرد و دارای اهداف کاربردی است.

۱-۶. روش انجام پژوهش

رساله حاضر، یک تحقیق تحلیلی - توصیفی است، که از روش کمی برای تجزیه و تحلیل اطلاعات بهره گرفته و در قالب مدل‌های اقتصادسنجی داده‌های پانلی^۱، با استفاده از اطلاعات سالانه شرکتهای

^۱ - Panel Data.

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره (۱۳۸۵-۱۳۸۷) انجام می‌شود و دارای اهداف علمی و کاربردی است. در این مطالعه برای انجام محاسبات و تحلیل‌های تجربی و تخمین مدل‌های اقتصادسنجی از نرم‌افزارهای کامپیوتری از جمله Eviews و SPSS استفاده شده و برای تهیه آمار و اطلاعات مورد نیاز به منابع مختلفی نظیر سایت شرکت بورس اوراق بهادار، نرم‌افزار پارس پرتفلو مراجعه و اطلاعات لازم در قالب صفحه گسترده جمع‌آوری شده‌است، همچنین مبانی نظری و پیشینه تحقیق از طریق مطالعه کتابها، مقالات و اطلاعات سایتهای گوناگون نگارش گردیده است.

۱-۷. جامعه و نمونه آماری

جامعه این تحقیق، شامل کلیه شرکتهای سهامی پذیرفته‌شده در بورس است، که حائز شرایط زیر

باشند:

- از سال ۱۳۸۵ تا ابتدای سال ۱۳۸۷ هر سال معامله شده و قیمت خورده باشند.
 - سال مالی آنها به پایان اسفند ختم شود.
 - نوع فعالیت آنها سرمایه‌گذاری نباشد.
 - دستیابی به صورتهای مالی و اطلاعات مربوط به ترکیب هیات‌مدیره آنها امکان‌پذیر باشد.
 - امکان کسب اطلاعات سود نقدی تقسیمی هر سهم آنها طی سالهای مورد نظر وجود داشته باشد.
- با در نظر گرفتن این شرایط تعداد ۱۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس به عنوان جامعه آماری مد نظر قرار گرفت و به جهت آنکه این تعداد نسبت به تعداد کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس رقم اندکی است، کل آن به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شد.

۸-۱. تعریف واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی طرح

- نظام حاکمیت شرکتی: عبارت است از سیستم‌ها و فرایندهایی که به اجرا در می‌آوردند تا مسیر فعالیت سازمان را تعیین کنند، آن را تحت نظارت و کنترل داشته باشند، تا بتوانند عملکرد را ارتقا دهند و ارزشی پایدار برای سهامداران ایجاد نمایند (پارسائیان، ۱۳۸۷).
- ارزش افزوده اقتصادی: روش اندازه‌گیری ارزش اقتصادی یک کسب و کار بعد از در نظر گرفتن هزینه سرمایه- اعم از هزینه بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام است (استوارت، ۱۹۹۱).
- مدیر غیر موظف: طبق پیش‌نویس آئین‌نامه حاکمیت شرکتی که در سال ۸۳ توسط سازمان بورس منتشر گردیده و در پایگاه اطلاع‌رسانی بورس اوراق بهادار موجود می‌باشد، مدیر غیرموظف، عضو پاره‌وقت هیات‌مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی در شرکت می‌باشد.

۹-۱. تعاریف عملیاتی متغیرها:

متغیر مستقل:

- نسبت اعضای غیرموظف هیات‌مدیره (Out ratio): عبارت است از تعداد اعضای غیرموظف به کل اعضای هیات‌مدیره
- متغیر وابسته
- ارزش افزوده اقتصادی استاندارد شده (SEVA)^۲ برابر است با ارزش افزوده، تقسیم بر حقوق صاحبان سرمایه ابتدای دوره، که برای محاسبه آن از داده‌های صورتهای مالی شرکت اصلی استفاده شده است.
- ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۳: یک معیار ارزیابی عملکرد داخلی و معرف سود اقتصادی است و به صورت زیر محاسبه می‌شود.

^۲ -Standardized Economic Value Added.

$$EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t \times Capital_{t-1})$$

EVA_t = ارزش افزوده اقتصادی

$NOPAT_t$ = سود عملیاتی پس از کسر مالیات در پایان دوره

$WACC_t$ = نرخ میانگین موزون هزینه سرمایه

$Capital_{t-1}$ = سرمایه به کار گرفته شده ابتدای دوره

- سود خالص عملیاتی پس از مالیات (NOPAT)^۴: سود حاصل از عملیات عادی یک واحد اقتصادی پس از کسر مالیات است.

- میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC)^۵: هزینه کل سرمایه که با توجه به ساختار سرمایه موجود شرکت محاسبه می‌شود، بیانگر این مطلب است که نرخ بازدهی شرکت باید حداقل برابر هزینه سرمایه شرکت باشد و به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

$$WACC = W_d \times K_d + W_s \times k_s$$

که در آن به ترتیب (K_d = هزینه بدهی)، (K_s = هزینه سهام عادی) و (W_d = نسبت بدهی)، (W_s = نسبت سهام عادی و سود انباشته) است.

در محاسبه هر یک از این ضرایب از روش ارزش دفتری استفاده می‌شود. در روش ارزش دفتری وزن هر یک از اقلام خاص سرمایه، بر مبنای اقلام حسابداری که مبتنی بر داده‌های تاریخی است و در ترازنامه شرکت می‌آید، تعیین می‌گردد.

- نرخ هزینه بدهی

نرخ هزینه بدهی بعد از کسر مالیات، یعنی $K_d (1-T)$ در محاسبه میانگین موزون هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد و این نرخ عبارت است از نرخ بهره بدهی منهای صرفه‌جویی مالیاتی آن.

^۳ - Economic Value Added.

^۴ - Net Operating Profit After Tax.

^۵ - Weighted Average Cost Of Capital.

که در این فرمول T ، نرخ مالیات نهایی را نشان می‌دهد. طبق قانون مالیاتهای مستقیم، این نرخ در ایران، برای شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس ۲۲/۵ درصد است.

- هزینه سهام عادی و سود انباشته:

هزینه سهام عادی و سود انباشته (K_S) نرخ بازده مورد توقع سهامداران از سهام و سودی است که شرکت نگهداری می‌کند. برای محاسبه آن از مدل گردون یا از روش جریان نقدی تنزیل یافته استفاده شده است.

روش جریان نقدی تنزیل یافته (DCF):^۱

این روش مبتنی بر این فرض است که یک سری سود تقسیمی وجود دارد که برای همیشه با نرخ مرکب g افزایش می‌یابد. طبق این روش نرخ بازده مورد توقع سهام عبارت است از

$$\hat{K}_S = \frac{D_1}{P_0} + g$$

که در این فرمول K_S = نرخ بازده مورد توقع

D_1 = سود نقدی سهام که در سال آتی پرداخت می‌شود

P_0 = قیمت کنونی سهام

g = نرخ رشد ثابت سود پرداختی

با این فرض که نرخ رشد سود سهام در گذشته به طور متعارف ثابت بوده و انتظار می‌رود در آینده نیز این روند تداوم یابد، در این تحقیق از فرمول زیر برای محاسبه نرخ رشد سود پرداختی استفاده گردیده است.

$$DPS_n = DPS_0 \cdot (1 + g)^n$$

^۱ - Discounted Cash Flow

و از میانگین سود نقدی هر سهم که براساس آخرین سرمایه شرکت تعدیل شده، طی پنج سال گذشته بهره گرفته شده است. در شرکتهایی که سود نقدی تقسیمی هر سهم آنها در سال پایه برابر صفر بوده، از سود نقدی سالهای ماقبل استفاده گردیده است.

- سرمایه به کار گرفته شده ابتدای دوره:

در این مدل سرمایه عبارت است از کلیه وجوه نقدی که در طول عمر مفید یک واحد تجاری صرف نظر از منبع تامین مالی آن، نام حساب و یا اهداف تجاری شرکت پس انداز می شود.

برای محاسبه سود عملیاتی پس از کسر مالیات و سرمایه بکار گرفته شده، دو رویکرد مالی و عملیاتی وجود دارد که در این تحقیق از رویکرد مالی استفاده شده است. به طور کلی استفاده از رویکرد مالی مستلزم طی سه مرحله مجزا است:

گام یک- از بین بردن اثر اهرمی در نرخ بازده:

اولین تعدیل حذف اثرات بدهی (هزینه های مالی) از سود است که برای این منظور کلیه بدهیهای بهره دار (و ارزش فعلی اجاره های سرمایه ای نشده) را به حقوق صاحبان سهام و هزینه بهره این بدهیها به سود حسابداری اضافه می شود. صرفه جویی مالیاتی هزینه بهره نیز باید کسر گردد.

گام دوم- حذف اثرات سایر انحرافات مالی

این مرحله با اضافه کردن حقوق سهامداران اقلیت به سرمایه به کار گرفته شده و برگرداندن سود توزیع شده بین این صاحبان به سود عملیاتی پس از کسر مالیات صورت می گیرد.

گام سوم- حذف انحرافات حسابداری

حذف انحرافات حسابداری از نرخ بازده از طریق افزودن معادل های حقوق صاحبان سهام به سرمایه و تغییرات دوره ای این ذخایر به سود عملیاتی پس از کسر مالیات است.

از آنجائیکه در مطالعه حاضر، صورتهای مالی شرکت اصلی مبنای انجام محاسبات قرار گرفته است،

گام دوم رویکرد مالی به کلی از تخمین حذف گردیده است.

معادل‌های حقوق صاحبان سهام: اقلامی نظیر ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول، ذخیره کاهش ارزش موجودیها، ذخیره کاهش ارزش سرمایه‌گذاریها، ذخیره هزینه‌های معوق، ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان، مانده دارائیهای نامشهود سرمایه‌ای (هزینه تحقیق و توسعه و هزینه بازاریابی) و سایر ذخیره‌های معادل سرمایه به خالص دارائیها اضافه می‌شود.

برای بدست آوردن سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات، افزایش در معادل‌های سرمایه شامل افزایش در ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول، افزایش در ذخیره کاهش ارزش موجودیها، افزایش در ذخیره کاهش ارزش سرمایه‌گذاریها، افزایش در ذخیره هزینه‌های معوق، افزایش در مزایای پایان خدمت کارکنان، افزایش در مانده دارائیهای سرمایه‌ای شده به سود اضافه یا در صورت کاهش از آن کسر می‌شود.

۱-۱۰. ساختار تحقیق

مطالب فصل اول با ارائه کلیاتی در ارتباط با چارچوب تحقیق از نظر گذشت.

- در فصل دوم، پس از مطرح ساختن مبانی نظری، برخی از مطالعات تجربی مرتبط را آورده‌ایم.
- در فصل سوم، روش اجرای تحقیق را شرح داده و پس از ارائه مدل به توصیف متغیرها پرداخته‌ایم.
- در فصل چهارم، پس از تجزیه و تحلیل داده‌ها، به برخی کمیت‌های آماری مهم اشاره کرده‌ایم.
- نهایتاً در فصل پنجم، نتایج تجربی و پیشنهادات حاصل از تحقیق را مد نظر قرار داده‌ایم.