

## ساختار مالکیت و رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش ایجادشده برای سهام‌داران (CSV)

محمد عرب‌مازار یزدی\*، مجید علیزاده\*\*

### چکیده

در ادبیات موجود، بارها به مسئله وجود شکاف بین ارزش‌های بازار و ارزش‌های دفتری اشاره شده است. تحقیق حاضر بر آن است تا تاثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجادشده برای سهام‌داران را مورد بررسی قرار دهد. به عبارت دیگر، می‌خواهیم ببینیم آیا ساختار مالکیت می‌تواند پلی بین شکاف ایجادشده میان EVA و CSV ایجاد کند. در این تحقیق EVA به عنوان متغیر نشان‌دهنده ارزش دفتری و CSV به عنوان متغیر ارزش بازار در نظر گرفته شده‌اند. جامعه آماری تحقیق عبارت‌اند از ۶۱ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی فاصله زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها نیز تحلیل رگرسیون بوده است. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین درصد مالکیت سهام‌داران نهادی و تفاوت بین EVA و CSV، رابطه منفی وجود دارد؛ اما رابطه‌ای بین درصد مالکیت مدیران و تفاوت بین EVA و CSV مشاهده نشد.

**کلیدواژه‌ها:** ساختار مالکیت؛ درصد مالکیت مدیران؛ درصد مالکیت سهام‌داران نهادی؛ ارزش افزوده اقتصادی؛ و ارزش ایجادشده برای سهام‌داران.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

تاریخ دریافت مقاله: ۹۰/۳/۲۱، تاریخ پذیرش مقاله: ۹۰/۱۱/۲۸

\* دانشیار، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

\*\* کارشناس ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

## ۱. مقدمه

با رسوایی‌های اخیر، ورشکستگی شرکت‌های بزرگی نظیر "انرون"، "ورلدکام" و "تایکو" در ایالات متحده و "مارکونی" در بریتانیا، اعتبار اعداد و ارقام حسابداری زیر سؤال رفته و از اعتماد سرمایه‌گذاران به صورت‌های مالی تهیه‌شده توسط مدیریت کاسته شده است. به همین دلیل، توجه به نظام راهبری شرکتی و افشا در حسابداری به‌طور روزافزون در حال افزایش است. دلیل توجه زیاد به موضوع نظام راهبری شرکتی این است که نظام راهبری خوب ضمن اینکه می‌تواند ضامن کیفیت اطلاعات حسابداری باشد، سبب افزایش ارزش شرکت نیز خواهد شد [۱۱].

نتایج تحقیقات متعدد نشان می‌دهند که سازوکارهای نظام راهبری شرکتی نظیر ساختار مالکیت، ساختار هیئت مدیره، و غیره تاثیر زیادی بر عملکرد و ارزش شرکت دارند مانند جنسن و مک‌کلینگ [۱۶]، مک‌کانل و سرویز [۱۷]، و مورک [۱۸]. در واقع نظام راهبری شرکتی به‌عنوان محرک عملکرد شرکت، معیاری برای ارزیابی و ملاکی برای اعتبار صورت‌های مالی است و از این جهت می‌تواند بر معیارهای ارزیابی عملکرد مبتنی بر حسابداری و معیارهای مبتنی بر بازار، تاثیر بگذارد. از این‌رو، این ادعا پذیرفتنی خواهد بود که بگوییم نظام راهبری شرکتی می‌تواند شکاف بین معیارهای حسابداری و بازار را که در تحقیقات قبلی مانند چن و داد [۸]، فرناندز [۱۳] و بیدل و همکاران [۷] به آن اشاره شده است، را تا حدی توضیح دهد. در واقع، هدف اصلی از انجام این تحقیق، پاسخ به این پرسش است که آیا ساختار مالکیت به‌عنوان زیرمجموعه نظام راهبری شرکتی، می‌تواند تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجادشده برای سهام‌داران را که در تحقیقات قبلی مانند فرناندز [۱۳] و ال‌میر و سویی [۱۱] نشان داده شده است، توضیح دهد؟ به عبارت دیگر، می‌خواهیم ببینیم آیا متغیرهای ساختار مالکیت نظیر مالکیت نهادی و مالکیت مدیران می‌تواند واگرایی یا همگرایی بین این دو معیار را تبیین کند یا خیر.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

**ساختار مالکیت.** ساختار مالکیت در نظام راهبردی شرکتی دارای جایگاه اصلی و مشخصی است. تعیین نوع ساختار مالکیت و ترکیب سهام‌داران شرکت یک ابزار کنترل و اعمال حکمرانی در شرکت‌هاست. این بعد از حاکمیت در قالب ابعاد مختلف تعیین‌کننده نوع مالکیت شرکت نظیر توزیع مالکیت، تمرکز مالکیت، وجود سهام‌داران جزء، اقلیت و عمده در ترکیب مالکیت شرکت و درصد مالکیت آن‌ها، قابل بررسی است. همچنین، ترکیب سهام‌داری شرکت‌ها از الگوی متفاوتی نظیر سهام‌داران نهادی، مالکیت مدیریتی و سهام‌داران خصوصی و دولتی تبعیت می‌کند. شیفر و ویشنی [۲۱] در بررسی‌های خود نشان دادند که سهام‌داران عمده تمایل بیشتری به نظارت بر مدیریت شرکت دارند و به همین دلیل وجود آن‌ها سبب کاهش هزینه‌های نمایندگی

شرکت و در نهایت افزایش ارزش و بهبود عملکرد شرکت می‌شود. فاما و جنسن [۱۲] معتقدند همپوشی بین مالکیت و کنترل منجر به کاهش تضاد منافع و در نتیجه افزایش ارزش شرکت می‌شود. در عین حال، مالکیت می‌تواند در جهت هم‌سویی منافع مدیر و سهام‌دار مورد استفاده قرار گیرد. سهام‌داران جزء انگیزه‌ای برای نظارت بر مدیران ندارند؛ در حالی که سهام‌داران عمده و نهادی می‌توانند در جهت افزایش ارزش سهام‌داران تاثیرگذار باشند.

**مالکیت مدیران.** جدایی مالکیت و کنترل سبب ایجاد تضاد منافع بین مدیران و سهام‌داران می‌شود. ذی‌نفعان تمایل دارند ارزش شرکت را افزایش دهند، اما مدیران می‌خواهند بر منافع شخصی و شهرت خود بی‌افزایند. بر اساس نظریه شرکت<sup>۱</sup> منافع مدیران باید در راستای منافع سهام‌داران و ذی‌نفعان باشد؛ بنابراین وجود مالکیت مدیران به علت همسو قرار گرفتن منافع مالکان و مدیران، سبب بهتر شدن عملکرد شرکت خواهد شد. البته مالکیت مدیران همیشه باعث افزایش عملکرد نمی‌شود، زیرا مالکیت زیاد مدیران موجب افزایش قدرت مدیران و کاهش نظارت بر آن‌ها و در نتیجه سبب کاهش عملکرد شرکت می‌شود [۱۶].

مورک و همکاران [۱۸] در یک مطالعه مقطعی بین ۳۷۱ شرکت از ۵۰۰ شرکت انتخابی مجله فورچون، رابطه معنادار غیر یکنواختی میان مالکیت و عملکرد که با شاخص Q توبین اندازه‌گیری می‌شد، پیدا کردند؛ به طوری که با افزایش مالکیت مدیران، شاخص Q توبین ابتدا افزایش، سپس کاهش. در نهایت افزایش می‌یافت. مک‌کانل و سرویز [۱۷] نیز به نتایج مشابهی دست یافتند.

**مالکیت نهادی.** عامل دیگر در ساختار مالکیت، وجود سهام‌داران نهادی یا بلوکی است. نظریه نمایندگی تأکید می‌کند که سهام‌داران نهادی انگیزه و همچنین قدرت نظارت بر مدیریت را دارند و می‌توانند اطمینان یابند که آیا مدیریت، شرکت را به صورت کارا هدایت می‌کند یا نه؟ در صورتی که مدیریت برخلاف منافع سهام‌داران عمل کند، آنها با اختیار رای خود می‌توانند ترکیب هیئت مدیره را عوض کنند [۹].

پوند [۱۹] تاثیر سرمایه‌گذاران نهادی را بر عملکرد شرکت بر اساس سه فرضیه نظارت کارا، تضاد منافع<sup>۲</sup> و هم‌راستایی راهبردی<sup>۳</sup> توضیح می‌دهد. فرضیه نظارت کارا معتقد است که سرمایه‌گذاران نهادی به علت خبره بودن به راحتی و با هزینه کمتر نسبت به سایر سرمایه‌گذاران، می‌توانند بر مدیریت نظارت کنند. در نهایت پیش‌بینی می‌کند که این نظارت سبب ایجاد رابطه

1. Corporate Theory

2. Conflict ° of ° Interest Hypothesis

3. Strategic ° Alignment Hypothesis

مستقیمی بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و عملکرد شرکت می‌شود. این فرضیه به‌طور تلویحی فقط یک رابطه سرمایه‌گذاری بین مالکیت نهادی و شرکت را نشان می‌دهد. فرضیه تضاد منافع بیان می‌کند که با توجه به سایر روابط تجاری سودآور با شرکت، سرمایه‌گذاران نهادی ناچارند بر اساس میزان سهام خود به مدیریت رای دهند. برای مثال، یک شرکت بیمه ممکن است مالک بخش قابل توجهی از سهام شرکت باشد و هم‌زمان به‌عنوان بیمه‌گر اصلی شرکت نیز فعالیت کند. رای دادن علیه مدیریت می‌تواند تاثیر قابل توجهی بر روابط تجاری شرکت بیمه با مدیریت [و شاید دیگران] بگذارد، در حالی که رای به نفع مدیریت منجر به هیچ مجازات آشکاری نمی‌شود.

بر اساس فرضیه هم‌راستایی راهبردی، همکاری مالکان نهادی و شرکت مزایای دوجانبه‌ای برای هر دو طرف به‌دنبال دارد. به‌طور کلی، این همکاری آثار مثبت بر ارزش شرکت ناشی از نظارت سهام‌داران نهادی را کاهش می‌دهد. در نتیجه، فرضیات تضاد منافع و هم‌راستایی راهبردی یک رابطه منفی بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت پیش‌بینی می‌کنند.

شیفر و ویشنی [۲۱] نیز معتقدند که سهام‌داران بزرگ در صورت عدم رضایت از عملکرد شرکت، می‌توانند مدیران را منضبط کنند. البته برخی از محققین بر این عقیده‌اند که نظارت توسط سهام‌داران بلوکی ایرادهایی دارد. دمستر و لن [۱۰] عنوان کردند که متنوع نبودن سهام‌داران عمده سبب می‌شود که آنها کمتر نوسان ریسک داشته باشند و این خود سبب ایجاد ریسک اضافی می‌شود. گراس‌من و همکاران [۱۵] معتقدند سهام‌داران بلوکی منابع مشخصی را برای نظارت بر مدیران صرف می‌کنند، اما منافع این نظارت بین همه سهام‌داران تقسیم می‌شود و به‌همین دلیل آنها دچار زیان خواهند شد. البته همان‌گونه که قبل از این نیز عنوان شد، تاثیر مالکیت بلوکی و نهادی همیشه مثبت نیست. اشمیت و زیمرمن [۲۰] برای شرکت‌های سوئیسی رابطه‌ای معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت گزارش نکردند. البته بینر و همکاران [۶] رابطه‌ای معکوس و معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد گزارش کردند.

المیر و سبویی [۱۱] در تحقیقی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و رابطه بین EVA و CSV" به بررسی تاثیر مکانیسم‌های نظام راهبری بر رابطه بین EVA و CSV پرداختند. یافته‌های تحقیق آنها نشان داد که برخی از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل مالکیت نهادی و مدیران می‌توانند همگرایی یا واگرایی بین این دو معیار را به‌خوبی توضیح دهند.

نمازی و کرمانی [۴] در تحقیق خود به‌نوعی رابطه منفی بین مالکیت نهادی و مدیران با عملکرد دست یافتند. قنبری [۲] در تحقیق خود رابطه مثبتی میان مالکیت نهادی و عملکرد گزارش نمود. مشایخ و اسماعیلی [۳] در پژوهش خود هیچ‌گونه رابطه‌ای بین مالکیت مدیران و کیفیت سود نیافتند.

**معیارهای ارزیابی عملکرد.** معیارهای مختلفی برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها برای استفاده تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران وجود دارد. این معیارها از یک بعد به دو دسته معیارهای حسابداری و معیار بازار تفکیک می‌شوند. پژوهش‌های مختلفی برای یافتن ارتباط بین معیارهای حسابداری و معیارهای بازار صورت گرفته است که در اکثر موارد، نشان‌دهنده همبستگی ضعیف بین این دو نوع معیار ارزیابی عملکرد می‌باشد. فرناندز [۱۴] در تحقیقی نشان داد که EVA می‌تواند فقط ۱۷ درصد تغییرات CSV را توضیح دهد. وی نتیجه می‌گیرد که EVA قادر به اندازه‌گیری ثروت ایجادشده طی دوره برای سهام‌داران نیست. ال‌میر و سبویی [۱۱] نیز در تحقیقی رابطه ضعیف این دو معیار را گزارش کردند.

**ارزش افزوده اقتصادی.** ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان مهمترین معیار ارزیابی عملکرد توسط استرن استیوارت در سال ۱۹۹۱ معرفی شد. استیوارت [۱۹۹۱] در کتاب خود با عنوان "در جستجوی ارزش" مفاهیم ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده بازار را معرفی و مزایای آن را تشریح کرد. هدف از ارائه و بسط این معیار ارزیابی عملکرد، ایجاد معیاری مرتبط‌تر و کارآمدتر از معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد [مانند سود حسابداری] برای منطبق کردن اهداف مدیران و سهام‌داران و سایر ذی‌نفعان می‌باشد [استیوارت، ۱۹۹۱]. ارزش افزوده اقتصادی برابر سود پس از کسر تمام هزینه‌ها از جمله هزینه سرمایه است [۵].

از آن‌جا که سرمایه‌گذاران در قبال فراهم ساختن منابع مالی و متحمل شدن ریسک تجاری در انتظار دریافت پاداش هستند، سود عملیاتی شرکت باید به‌منظور خلق ارزش برای سهام‌داران، از هزینه سرمایه فراتر برود. این موضوع که فلسفه زیربنایی ارزش افزوده اقتصادی است، از طریق رابطه زیر بیان می‌شود [۵]:

$$\text{EVA}_t = \text{NOPAT}_t \cdot \text{WACC}(\text{Capital}_{t-1}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

$\text{EVA}_t =$  ارزش افزوده اقتصادی

$\text{NOPAT} =$  سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات در انتهای دوره  $t$

$\text{WACC} =$  میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه

$\text{Capital}_{t-1} =$  مجموع سرمایه به ارزش دفتری در ابتدای دوره  $t$  [انتهای  $t-1$ ]

**ارزش ایجادشده برای سهام‌داران.** هدف سرمایه‌گذاران تحصیل سود و به حداکثر رساندن ثروت است. سرمایه‌گذاران با انجام سرمایه‌گذاری، مصرف فعلی سرمایه خود را به تعویق می‌اندازند تا در آینده به امکان مصرف بیشتری دست یابند و در جهت تحقق این امر، در

دارایی‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که بازدهی بالا و ریسک به‌نسبت پایینی داشته باشند. نرخ بازده یک ورقه بهادار عامل اصلی در انتخاب یک سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود. چنانچه نرخ بازده سرمایه‌گذاری بیش از نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام باشد، ارزش دارایی سرمایه‌گذاری شده بیشتر و ثروت بیشتری ایجاد می‌شود. به این افزایش ارزش ایجادشده برای سهام‌دار، "ثروت ایجادشده برای سهام‌دار" می‌گویند. ثروت ایجادشده برای سهام‌دار یکی از روش‌های ارزیابی و تعیین ارزش شرکت‌هاست که توسط فرناندز [۱۳] ارائه گردید. برای محاسبه ارزش ایجادشده برای سهام‌دار، از روش زیر استفاده شده است:

$$\text{رابطه (۲)} \quad (Ke \text{ ° نرخ بازده واقعی سهام‌داران}) \times \text{ارزش بازار سرمایه شرکت} = \text{CSV}$$

که در این فرمول Ke هزینه حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

### ۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

**فرضیه‌های تحقیق.** فرضیه اول. بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و تفاوت بین EVA و CSV، رابطه معناداری وجود دارد. فرضیه دوم. بین درصد مالکیت مدیران و تفاوت بین EVA و CSV، رابطه معناداری وجود دارد.

**تعریف عملیاتی متغیرها.** در این تحقیق، مالکیت مدیران و مالکیت نهادی به‌عنوان متغیر مستقل و تفاوت بین EVA و CSV به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است.

#### متغیرهای مستقل

- سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۱</sup> که عبارت است از درصد مالکیت سهام سرمایه‌گذاران خبره (موسسه‌های مالی از قبیل موسسه‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی و غیره)
- مالکیت مدیران<sup>۲</sup> که عبارت است از درصد مالکیت حقوقی سهام مدیران شرکت

**متغیر وابسته.** عبارت است از تفاوت بین دو معیار عملکرد؛ یعنی EVA و CSV

1. Institutional Ownership  
2. Managerial Ownership

**متغیرهای کنترل.** به منظور کنترل دیگر عوامل احتمالی موثر بر عملکرد شرکت که به وسیله متغیرهای مالکیت در نظر گرفته نشده‌اند، تعدادی از ویژگی‌های قابل مشاهده شرکت را به عنوان متغیرهای کنترل مدنظر قرار خواهیم داد. این متغیرها عبارتند از اندازه<sup>۱</sup> و نسبت بدهی<sup>۲</sup>.  
 - اندازه در این تحقیق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در نظر گرفته شده است  
 - نسبت بدهی عبارت است از نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها

**الگوی رگرسیون.** در الگوی رگرسیون به دنبال برآورد رابطه‌ای ریاضی و تحلیل آن هستیم، به طوری که بتوان کمیت متغیری مجهول را با استفاده از متغیرهای معلوم تعیین کرد. سپس در همبستگی به دنبال تعیین نوع رابطه و میزان ارتباطی هستیم که متغیرها را به هم ربط می‌دهد. مهم‌ترین معیار برای توضیح رابطه بین دو متغیر ضریب تعیین  $[R^2]$  است که بین ۰ و ۱ قرار می‌گیرد. اگر  $R^2 =$  باشد نشانگر آن است که خط رگرسیون دقیقاً توانسته تغییرات متغیر وابسته را به متغیر مستقل نسبت دهد و  $R^2 =$  نشانگر آن است که خط رگرسیون هرگز نتوانسته است تغییرات متغیر وابسته را به تغییرات متغیر مستقل نسبت دهد. برای جلوگیری از اریب ناشی از کمبود حجم نمونه، از معیار دیگری به نام  $R^2$  تعدیل شده استفاده می‌شود. در صورتی که حجم نمونه زیاد شود تفاوت  $R^2$  و  $R^2$  تعدیل شده به صفر می‌گراید. در این تحقیق از یک الگوی رگرسیون ساده استفاده شده است [۱].  
 الگوی رگرسیون به صورت زیر خواهد بود:

$$[CSV^{\circ} EVA]_{i,t} = \beta_1 MAGOWN_{i,t} + \beta_2 INSTIOWN_{i,t} + \beta_3 LNASST_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

که در رابطه (۳):

MAGOWN = درصد مالکیت مدیران

INSTIOWN = درصد مالکیت سهام‌داران نهادی

LNASST = لگاریتم طبیعی دارایی‌ها

DEBT = نسبت بدهی

$\epsilon_{i,t}$  = جمله پسماند

**جامعه آماری.** جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که حائز شرایط زیر بوده‌اند:

- قبل از سال ۱۳۸۱ وارد بورس شده باشند.
- سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- شرکت‌ها نباید طی دوره مالی مورد نظر سال مالی خود را تغییر داده باشند.
- جزء شرکت‌های فعال در زمینه واسطه‌گری مالی نباشند.
- معاملات این شرکت‌ها نباید توقف بیش از سه ماه داشته باشد.
- اطلاعات موردنظر شرکت‌ها در دسترس باشد.

در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵، تنها ۶۱ شرکت دارای شرایط فوق بوده و لذا به‌عنوان جامعه آماری انتخاب شده‌اند. به‌منظور جمع‌آوری داده‌ها از لوح فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزارهای ره‌آورد نوین استفاده شده است. در مواردی که نرم‌افزارهای مذکور حاوی داده‌های مورد نیاز نبودند، از صورت‌های مالی شرکت‌ها که در پایگاه اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار [www.rdis.ir] موجود می‌باشد، استفاده شده است.

پردازش اطلاعات نیز با نرم‌افزارهای EXCEL و SPSS انجام شده است. برای اطمینان از صحت داده‌های نرم‌افزارهای مورد استفاده، به‌صورت نمونه اقلامی از این داده‌ها انتخاب و با اقلام واقعی صورت‌های مالی تطبیق داده شد که مغایرتی بین آن‌ها مشاهده نشده است.

## ۵. تحلیل داده‌ها

**آماره‌های توصیفی.** جدول (۱) مقادیر میانگین، انحراف معیار، حداکثر، حداقل و تعداد را برای متغیرهای الگوی رگرسیون نشان می‌دهد.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



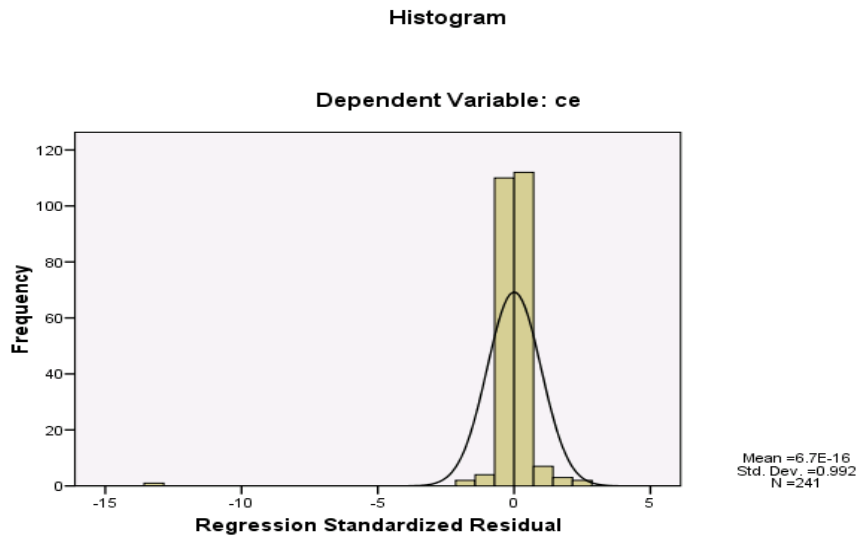
| تعداد | حداقل   | حداکثر | میانگین  | انحراف معیار |                          |
|-------|---------|--------|----------|--------------|--------------------------|
| ۲۲۶   | -۴۱۷۳۹۸ | ۶۴۳۹۲  | -۳۰۸۴/۲۷ | ۳۰۰۷۲        | تفاوت<br>EVA<br>و<br>CSV |
| ۲۴۱   | ۲۴      | ۳۲     | ۲۷/۰۲    | ۱/۵۰۲۸       | اندازه                   |
| ۲۴۱   | ۰/۱۸۰۲  | ۱/۳۳۶۶ | ۰/۶۹۹۵   | ۰/۱۶۶۵       | نسبت<br>بدهی             |
| ۲۴۱   | ۳۴/۲۳   | ۹۵/۱۴  | ۶۶/۱۱    | ۱۳/۷۲۵       | مالکیت<br>مدیران         |
| ۲۴۱   | ۱۰      | ۹۹/۶۶  | ۳۸/۸۸    | ۳۱/۸۵        | مالکیت<br>نهادی          |

مفروضات رگرسیون. برای برازش رگرسیون، باید مفروضات آن رعایت شود. در زیر به برخی از این مفروضات اشاره می‌شود:

معنادار بودن الگوی کلی رگرسیون. برای آزمون معناداری الگوی رگرسیون از آماره F استفاده شده است. با توجه به جدول ۲، الگوی رگرسیون در سطح ۹۹ درصد معنادار است.

وجودنداشتن خود همبستگی بین خطاهای الگو. در صورتی که آماره دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، این پیش فرض نیز رعایت شده است. طبق جدول (۱)، آماره دوربین - واتسون ۱/۵ می‌باشد.

نرمال بودن خطاهای الگو. برای بررسی نرمال بودن خطاهای معادله، منحنی اجزای خطا در الگوی رگرسیون رسم می‌شود. در صورتی که میانگین توزیع خطاها صفر و انحراف معیار برابر یک باشد، توزیع خطاهای الگوی رگرسیون نرمال خواهد بود که مشاهده می‌شود در نمودار (۱) به همین ترتیب است.



نمودار ۱. منحنی اجزای خطا

**تحلیل رگرسیون.** نتایج حاصل از برازش رگرسیون در جدول (۲) نشان داده شده است. باتوجه به آماره  $t$ ، مقدار sig برابر با ۱۴ درصد می‌باشد که این مقدار کمتر از سطح معناداری در نظر گرفته شده در تحقیق (۵ درصد) است. بنابراین نتیجه گرفته می‌شود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین مالکیت نهادی (متغیر مستقل) و تفاوت بین EVA و CSV (متغیر وابسته) رابطه وجود دارد. در ضمن باتوجه به منفی بودن ضریب متغیر  $(-0/158)$ ، جهت این رابطه معکوس می‌باشد. اما در مورد مالکیت مدیران باتوجه به آماره  $t$ ، مقدار sig برابر با ۰/۹۴۱ است که این مقدار بیشتر از سطح معناداری در نظر گرفته شده در تحقیق (۵ درصد) می‌باشد. بنابراین، نتیجه گرفته می‌شود که در سطح اطمینان ۹۵ درصد بین مالکیت مدیران، (متغیر مستقل) و تفاوت بین EVA و CSV (متغیر وابسته) رابطه‌ای وجود ندارد.

جدول ۲: نتایج تحلیل رگرسیون

| متغیر وابسته: تفاوت بین EVA و CSV  |            |           |                    |
|--|------------|-----------|--------------------|
| متغیر  | ضریب متغیر | آماره $t$ | سطح معناداری [sig] |
| مالکیت مدیران  | ۰/۰۰۵      | -۰/۰۷۴    | ۰/۹۴۱              |
| مالکیت نهادی   | -۰/۱۵۸     | -۲/۴۷۵    | ۰/۰۱۴              |
| اندازه   | ۰/۱۱۶      | ۱/۸۱۲     | ۰/۰۷۱              |
| نسبت بدهی  | -۰/۲۰۱     | -۳/۰۵۱    | ۰/۰۰۳              |
| P-Value - ۰/۰۰۱ و آماره $F = ۴/۵۸$ ، آماره دوربین $^{\circ}$ واتسون - ۱/۵، R تعدیل شده - ۰/۱۴۹ |            |           |                    |

## ۶. بحث و نتیجه گیری

یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت نهادی تأثیر منفی بر رابطه بین EVA و CSV دارد؛ به طوری که با افزایش درصد مالکیت نهادی، تفاوت بین EVA و CSV کمتر می‌شود. به عبارت دیگر، با افزایش درصد مالکیت نهادی همگرایی بین EVA و CSV ایجاد می‌شود. می‌توان گفت برخلاف نتایج حاصل از تحقیق ال‌میر و سبویی [۱۱]، بازار نه فقط برای مالکیت نهادی ارزش جداگانه‌ای در نظر نگرفته، بلکه با دیده تردید به مالکین نهادی نگریسته است. از دلایل احتمالی چنین نگرشی می‌توان به فرضیه‌های تضاد منافع و هم‌راستایی راهبرد پوند [۱۹] اشاره کرد. وی اعتقاد دارد ممکن است بین شرکت‌ها و مالکیت نهادی علاوه بر رابطه سرمایه‌گذار سرمایه‌پذیر، سایر روابط تجاری سودآور، (مانند انجام معاملات در بانک یا ارائه خدمات بیمه‌ای توسط یک مالک نهادی) نیز در جریان باشد که در نهایت می‌تواند به یک رابطه منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد منجر شود. با توجه به این که در تعریف مالکیت نهادی از موسسه‌های خبره سرمایه‌گذاری مانند بیمه و بانک استفاده شده، می‌توان گفت شاید مفروضات پوند را اینجا صادق هستند. نتیجه فرضیه اول با نتیجه تحقیق ال‌میر و سبویی [۱۱] و قنبری [۲] که رابطه مستقیمی گزارش کرده بودند، متفاوت است؛ اما با نتایج تحقیق نمازی و کرمانی [۴] و بینر [۶] که رابطه معکوس نشان داده بودند، مطابقت دارد.

در مورد مالکیت مدیران، یافته‌های تحقیق نشان داد که بین مالکیت مدیران و تفاوت بین EVA و CSV رابطه معناداری وجود ندارد. شیفر و ویشنی [۲۱] دلیل وجود رابطه بین مالکیت مدیران و عملکرد را ارائه اختیار خرید سهام شرکت به مدیران می‌دانند. در اینجا شاید یکی از دلایل نبود رابطه بین مالکیت مدیران و عملکرد، نبود یا ناچیز بودن چنین طرح‌هایی باشد. از جمله تحقیق‌هایی که به طور مستقیم به بررسی تأثیر مالکیت مدیران بر رابطه بین EVA و CSV پرداخته است، می‌توان به تحقیق ال‌میر و سبویی [۱۱] اشاره کرد. البته نتیجه تحقیق حاضر با نتایج تحقیق آن‌ها منطبق نیست؛ چرا که در تحقیق آن‌ها رابطه معنادار و منفی به دست آمده است. نتیجه این تحقیق با نتایج تحقیق نمازی و کرمانی [۴] متفاوت است؛ ولی با تحقیق مشایخ و اسماعیلی [۳] که رابطه معناداری را گزارش نکردند، مطابقت دارد.

### پیشنهادهای تحقیق

۱. باتوجه به یافته‌های تحقیق و منفی بودن تاثیر مالکیت نهادی، به شرکت‌ها به‌ویژه شرکت‌های مشمول اصل ۴۴ توصیه می‌شود تا یک نوع محدودیت برای مالکیت نهادی تعیین کنند؛ به‌طوری‌که درصد مالکیت نهادی بیش از اندازه زیاد نباشد.
۲. در تحقیق حاضر تنها دو متغیر از ساختار مالکیت در نظر گرفته شده است، ولی در تحقیقات آتی می‌توان از متغیرهای دیگری نظیر مالکیت شرکتی و مالکیت خانوادگی استفاده کرد.
۳. در تحقیق حاضر مالکیت نهادی به‌عنوان شرکت‌ها و موسسه‌های خبره در امر سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده است. در پژوهش‌های بعدی می‌توان از شرکت‌ها و افرادی که بیش از ۵٪ سهام شرکت را دارا هستند (بلوک‌داران)، استفاده کرد.
۴. این تحقیق را می‌توان در صنایع مختلف انجام داد.



## منابع

۱. آذر، عادل و مؤمنی، منصور (۱۳۸۵)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، تهران: سمت.
۲. قنبری، فرحناز (۱۳۸۶)، بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
۳. مشایخ، شهناز و اسماعیلی مریم (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲.
۴. نمازی، محمد و کرمانی، احسان (۱۳۸۷)، "تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ شماره ۵۳.
5. Bacidore, J., Boquist, J.A., Milbourn, T.T. & Thako, A. (1997). The search for best Financial performance measure. *Financial Analysts Journal*, 11-20.
6. Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. & Zimmermann, H. (2004). Is board size an independent corporate governance mechanism?., *Kyklos*, 57, 327-57.
7. Biddle, G., Bowen, R. & Wallace, j. (1997). Does EVA beats earnings? Evidence on associations with stocks returns and firm values. *Journal of accounting and economics*, 24, 301-336.
8. Chen, S. & Dodd, L. (2001). Operating income, residual income and EVA: which metric is more value-relevant?. *Journal of Managerial Issues*, 13, 65-86.
9. Demsetz, H. (1983). The structure of ownership and theory of the firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
10. Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, 9, 1155° 1177.
11. El Mir, A., & Seboui, S. (2007). Corporate governance and earning management and the relationship between economic value added and created shareholder value. *Journal of Asset Management*, 7, pp. 242° 254.
12. Fama, E.F. & Jensen, M.C. (1983). The separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26, 301-25.
13. Fernandez, P. (2001). A definition of shareholder value creation. *working paper, SSRN*.
14. Fernandez, P. (2002). EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation. *Working paper, SSRN*.
15. Grossman, S. & Hart, O. (1986). The costs and benefits of ownership: A Theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy*, 94691-719.
16. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3( 4), 305-360.
17. McConnell, J. & Servaes, H. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27, 595-613.
18. Morck, R., Shleifer, A. & Vishny, R. (1988). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293-316.
19. Pound, J. (1988). Proxy contests and the efficiency of shareholder oversight. *Journal of Financial Economics*, 20, 237-265.

20. Schmid, M.M. & Zimmermann, H. (2005). Managerial incentives and firm valuation: evidence from Switzerland. *working paper, SSRN*.
21. Shleifer, A., Vishny, R.W. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 95, 461-488.

