

## تأثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با تأکید بر حاکمیت شرکتی

سجاد اصغر رضائی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد بستان آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، بستان آباد، ایران.

sajadrezai5171@gmail.com

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با تأکید بر حاکمیت شرکتی می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۳۰ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب‌شده در دوره‌ی زمانی ۶ ساله بین سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار استاتا استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مستقیم دارد. ولی، حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی تأثیر ندارد.

**واژگان کلیدی:** ارزش افزوده اقتصادی، قدرت مدیرعامل، حاکمیت شرکتی.

### مقدمه

ارزش افزوده اقتصادی با لحاظ نمودن هزینه فرصت و سود اقتصادی، معیاری بهتری در ارزیابی ارزش ایجاد شده در شرکتها است (غایی و ارکان، ۱۳۹۸). ارزش افزوده اقتصادی سبب می‌شود سود حسابداری به سود اقتصادی نزدیک تر شود و اندازه گیری ارزش ایجاد شده توسط شرکت برای سهام داران راحت شود. در اوایل دهه ۱۹۸۰ ناتاراجان، جانسون، و راپاپورت از معیارهای سنتی حسابداری به عنوان محرکه‌ها یا شاخص‌های ارزش انتقاد نمودند. به اعتقاد آنها، قضاوت درباره عملکرد یک شرکت، تنها بر مبنای شاخص‌های حسابداری، گمراه کننده است؛ زیرا این معیارها، اغلب شاخص‌های ضعیفی از عملکرد اقتصادی به شمار می‌روند (گرت، ۲۰۰۳). به نظر ویور (۲۰۰۱) ارزش افزوده اقتصادی حلقه مفقوده بازده سهامداران، بازده اقتصادی و بازده حسابداری است. از طرفی، مدیران عامل نه تنها قدرت مطلق در تصمیم‌گیری عملیات شرکت را دارند بلکه قدرت قابل توجه و تأثیر گذار در تصمیمات استراتژیک شرکت را دارند. بنابراین مدیران بالا بخصوص مدیران عامل در سطوح بالای ساختار سازمانی ایستاده‌اند، که قدرت تصمیم‌گیری آنان به وضوح اثرات قابل توجهی در عملیات شرکت را دارد (شینونگ، ۲۰۱۰). هرچه مدیرعامل تعداد سال‌های بیشتری در سمت مدیریت باشد تأثیرگذاری او بر عملیات شرکت بیشتر بوده و با توجه به موقعیت راهبردی خود کنترل بیشتری بر تصمیمات حاکمیتی شرکت دارد (والنتی و همکاران، ۲۰۱۱). در مواردی که مدیر عامل دارای قدرت بالا باشد دارای اثرگذاری بیشتری بر تصمیم‌گیری هاست. بنابراین تصمیم‌گیری، بیشتر به صلاحدید و رای مدیر عامل نزدیک است و نتیجه‌ای برخاسته از رای گروهی از مدیران ارشد تلقی نمی‌گردد (آلمیدا و آدامز، ۲۰۰۵). از سوی دیگر، استقرار مناسب

سازوکارهای حاکمیت شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حفظ حقوق همه ذی‌نفعان شرکت‌ها است (مهربان پور و میری چیمه، ۱۳۹۷). به‌طور کلی عوامل نظام راهبری شرکتی عملی اخلاقی با گستره سازمانی است که طیف وسیعی از ذینفعان (سهام‌داران، اعتباردهندگان، کارکنان، مشتریان، قانون-گذاران و ...) را در چهارچوبی یکپارچه مدنظر قرار می‌دهد (آل ملکاوی و پیلائی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴). یک عوامل نظام راهبری شرکتی خوب علاوه بر ایجاد انگیزه در مدیران و هیئت‌مدیره جهت دنبال کردن اهداف مرتبط با منافع شرکت و سهام‌داران، باید آنان را به استفاده کارا تر از منابع تشویق کند (سیمون و آتسکورت<sup>۲</sup>، ۲۰۱۶). در این راستا و با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر درصدد پاسخ به این سوال است تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با تاکید بر حاکمیت شرکتی چگونه است؟

## ارزش افزوده اقتصادی

از اوایل قرن بیستم دیدگاه‌های متفاوتی در مورد رابطه بین عملکرد سیستم مالی و عملکرد اقتصادی در مباحث تجربی و نظری بوجود آمده است (آنگ، ۲۰۰۸). در محاسبه سود حسابداری، تنها هزینه تامین مالی از طریق بدهی منظور می‌شود و مدیران وجوه فراهم شده توسط سهامداران را بدون هزینه فرض می‌کنند. اما مفهوم ارزش افزوده اقتصادی، هزینه تامین مالی از طریق صاحبان سهام نیز منظور می‌شود زیرا پول به خودی خود وارد شرکت نمی‌شود و هر وجهی هزینه ای دارد. به عبارت دیگر ارزش افزوده اقتصادی برآوردی از سود اقتصادی شرکت است و با سود حسابداری تفاوت دارد (کالابرس<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). تحقیق استوارت نیز نشان داده است که معیارهای حسابداری معمول؛ نظیر سود، رشد سود، رشد ارزش بازار شرکت های انتخابی همبستگی خوبی ندارند (استوارت<sup>۴</sup>، ۱۹۹۱).

## قدرت مدیرعامل

طبق نظریه همگرایی منافع، مالکیت زیاد با ارزش بازار شرکت رابطه دارد (مرادی و رستمی، ۱۳۹۱). به این معنی که وقتی مدیران، سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر می‌شود. زیرا هرچه سهام مالکیت مدیر بیشتر شود، برای افزایش ارزش شرکت بیشتر تلاش می‌کند (مجتهدزاده، ۱۳۹۰). جنسن و مک لینگ (۱۹۷۶) معتقد بودند مالکیت مدیران شرکت در سهام آن، به هم‌سو سازی منافع سهامداران و مدیران کمک می‌کند. این مهم باعث می‌شود تا تعارض بین مدیران و سهامداران کاهش یابد و مدیران تلاش کنند که منابع شرکت به سمت منافع سهامداران میل یابد. حتی اگر مدیران مالکیت بیشتری در اختیار داشته باشند، ممکن است تلاش بیشتری برای بهبود عملکرد شرکت انجام دهند. جنسن (۱۹۹۳) بیان می‌کند که اگر مدیران مالکیت قابل توجهی از سهام را دارا باشند، کنترل‌های داخلی موثرتر خواهد بود. در مقابل، فرضیه سنگربندی (جبهه‌گیری) حاکی از آن است که ارزش بازار رابطه منفی با مالکیت بالای سهام دارد (مرادی و رستمی، ۱۳۹۱). مدیران با مالکیت بالای سهام، توانایی تثبیت موقعیت خود را دارند، زیرا مالکیت بالای سهام مدیر، برای سهامداران دیگر مبنی بر کنترل کردن مدیر، مشکل ایجاد می‌کند و مدیر مالک از طریق این قدرت به طور بالقوه منافع سهامداران کوچک را نادیده می‌گیرد. مالکیت بالای سهام در واقع سیستم دفاعی

<sup>1</sup> Al Malkawi&&Pillage

<sup>2</sup> Simon & Atescourt

<sup>3</sup> Kalabras

<sup>4</sup> Stewart

برای کنترل سهامداران خارج می‌باشد. اگر اثر جبهه‌گیری بزرگتر از اثر انگیزه باشد، در مالکیت مدیریتی، عملکرد شرکت کاهش می‌یابد (مولر و اسپیتز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶).

## حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی به عنوان داشتن مشروعیت مسئولیت پذیری و شایستگی در حوزه سیاست و ارائه خدمات با احترام به قانون و حقوق بشر تعریف می‌شود. این مفهوم با گزارش کادیری که در آن ذکر شده است که چگونه حاکمیت شرکتی فعالیت های شرکتها را کنترل و مدیریت میکنند به راحتی قابل درک است با این حال گفته میشود که حاکمیت میتواند خوب یا بد مؤثر یا ناکارآمد باشد اما به آنچه در طول حاکمیت در نظر گرفته میشود و همچنین به ویژگیها یا میزان کیفیت مرتبط با آن، بستگی دارد (الاهدل و همکاران، ۲۰۲۰). بانک جهانی نیز حاکمیت شرکتی را به این صورت تعریف میکند حاکمیت شرکتی به حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فرعی و جمعی مربوط می‌شود. چارچوب حاکمیت شرکتی برای تقویت استفاده مؤثر از منابع و نیز برای پاسخگویی لازم به منظور نظارت بر آن منابع و هدف همراستا نمودن هر چه بیشتر منافع افراد شرکتها و جامعه هست (یوسف نژاد و چهارم‌حالی، ۱۴۰۰). گرگد (۲۰۲۱) در نظریه خود اثبات کردند که حاکمیت شرکتی به ساختار دولتی شرکت ها و گزینه های محیطی ارتباط دارد. این متغیر معمولاً سبب تقویت ساختار دولتی شرکت ها و گزینه های محیطی می شود. همچنین حاکمیت شرکتی ساختار دولتی شرکت ها و گزینه های محیطی را تقویت می کند. معمولاً کشورها با این گزاره توانایی بهبود ساختار دولتی شرکت ها و گزینه های محیطی را به دست می آورند. این متغیر به معنی تغییر در سطح ساختار دولتی و شرکت ها گزینه های محیطی می باشد. همچنین این متغیر قابلیت های ساختار دولتی شرکت ها و گزینه های محیطی را ارتقا می دهد.

## پیشینه

محمدی و همکاران (۱۴۰۲) به بررسی حکمروایی خوب؛ الگوی بهینه در عملکرد اقتصادی آسیای جنوب غربی پرداختند. نتایج نشان داد که کشورهای آسیای جنوب غربی در دوره مطالعاتی، از لحاظ عملکرد اقتصادی، در چهار طیف خیلی خوب، خوب، متوسط، ضعیف قرار گرفتند. ناتوانی حکمرانان در مدیریت و حل فصل چالش های، ژئوپلیتیکی، ژئواکونومیک، ژئواستراتژیکی، ژئوکالچری و زیست محیطی، موجب عملکرد ضعیف اقتصادی شده است. فروغی و رحیمی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین قدرت مدیرعامل و معیارهای عملکرد پرداختند. به منظور بررسی این فرضیه داده های ۱۲۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد آزمون قرار گرفتند. یافته ها نشان داد بین قدرت مدیرعامل و معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام و کیو توبین رابطه مثبت وجود دارد، اما بین قدرت مدیرعامل و بازده دارایی ها رابطه ای وجود ندارد.

جامعی و همکاران (۱۳۹۹) به تبیین بازده سهام از طریق ارزش افزوده اقتصادی و اجزای آن با تعدیل‌گری کیفیت سود پرداختند. از داده‌های ترکیبی (۱۷۲) شرکت - سال، (۱۳۸۸ الی ۱۳۹۶) استفاده شد. براساس یافته‌ها محتوای اطلاعاتی اجزای ارزش افزوده اقتصادی از ارزش افزوده اقتصادی بصورت تجمیعی بیشتر است. نتایج آزمون والد در سطح معناداری نشان دهنده تفاوت بین محتوای اطلاعاتی اجزای ارزش افزوده اقتصادی است. افزودن کیفیت سود به مدل، منجر به تغییر محتوای اطلاعاتی مدل‌ها می‌شود. کیفیت سود به رابطه فی مابین ارزش افزوده اقتصادی و بازده سهام تأثیر تعاملی دارد و این تأثیر تعاملی در سطح اجزای ارزش افزوده اقتصادی نیز مشاهد شد.

<sup>1</sup> Mueller & Spitz

خانزاده و عبادی، (۱۳۹۹)، در پژوهشی به بررسی تاثیر ارزیابی و اثر بخشی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی بر بهبود ارزش دارایی جاری پرداختند. در این پژوهش برای بررسی ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش دارایی جاری شرکت از مدل پینک واتز استفاده شده است. جامعه مورد مطالعه در این تحقیق، شرکت های بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه گیری حذفی، ۱۰۰ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده است. اطلاعات لازم برای آزمون فرضیه های تحقیق، از منابع مختلفی از جمله لوح فشرده اطلاعات مالی شرکت های بورس تهیه شده است. در این تحقیق به علت نوع داده های مورد مطالعه، روش داده های ترکیبی استفاده می شود.

غایی و ارکان (۱۳۹۸) به بررسی رابطه بازده دارایی ها با ارزش افزوده اقتصادی در صنعت نساجی کشور پرداختند. در این تحقیق تمام شرکت های نساجی که شامل ۲۰ شرکت است، برای یک دوره ۴ ساله ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ ارزیابی شده است. همچنین باتوجه به آنکه تحقیق فوق کل صنعت را مورد بررسی قرار می دهد و نیز به سبب آنکه ارزش افزوده اقتصادی یک معیار عینی می باشد، لذا از حاشیه ارزش افزوده اقتصادی در محاسبات استفاده شده است. یافته های تحقیق نشان می دهند که میان بازده دارایی ها با حاشیه ارزش افزوده اقتصادی در صنعت نساجی رابطه مستقیم برقرار است. همچنین جهت مشخص شدن ابعاد بیشتری از رابطه معیارهای سنتی مورد اشاره با معیار ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط بازده دارایی ها نیز با نسبت سود عملیاتی پس از کسر مالیات به مبلغ هزینه سرمایه نیز بررسی گردید.

رضایی و محمدزاده (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی تاثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر معنی داری بر بازده کل دارایی ها، بازده حقوق صاحبان و ارزش شرکت دارد.

برادا و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۱)، به بررسی تاب آوری و بهبود اقتصادی، درس هایی از بحران مالی برای همه گیری کرونا: چشم انداز منطقه ای از اروپای مرکزی و شرقی پرداختند. آنها شواهدی از سرریزهای مثبت قوی منطقه ای پیدا کردند. به این معنی که مناطق تمایل دارند خوشه هایی از مناطق با عملکرد بالا و کم عملکرد را تشکیل دهند، فرایندی که اختلافات درآمد منطقه ای را تشدید می کند. اثرات همه گیری کرونا را بر توانایی این کشورها و به تعبیر دیگر کشورهای با درآمد متوسط برای بهبود از شوک ناشی از اشتغال ناشی از شیوع کرونا با استفاده از برآوردهای معادله بازیابی خود، متوجه شدند که اشتغال در بیش از ۳۱ منطقه از ۱۹۹ منطقه در ۲ سال پس از شروع بهبودی از بحران به طور کامل بهبود می یابد.

عابد النصر و همکاران (۲۰۱۷) رابطه شیوه های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند آنها دریافتند که رابطه مثبت بین کیفیت حاکمیت و عملکرد شرکت در سطوح پایین تمرکز مالکیت قوی تر است. جالب توجه است، که رابطه بین حاکمیت و عملکرد شرکت تابع افزایش مالکیت پراکنده است و این که علاوه بر ارزش حاکمیت خوب لزوما در سطح بالایی از تمرکز مالکیت حفظ نشده است. ضمن اینکه، چنین رابطه به بالاترین سطح خود می رسد زمانی که دولت و یا شرکت های محلی سهامداران عمده این شرکت هستند.

## فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد.

فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد.

<sup>1</sup> Brada et al

## روش‌شناسی

هر تحقیق و پژوهشی با توجه به هدف گذاری های خود نوع تحقیق خودش را مشخص می کند این پژوهش از این لحاظ از نوع تحقیقات کاربردی خواهد بود چون می خواهد در به کارگیری نتایج تحقیق توسط دانشجویان و اساتید دانشگاه ها و تحلیل گران بورس موثر واقع شود. همچنین با توجه به روشی که در این تحقیق استفاده خواهد شد روش همبستگی خواهد بود چون میخواد در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش را بیان نماید و چون پس از اتمام دوره مالی و حسابرسی شدن صورت های مالی از آنها استفاده خواهد گردید یک تحقیق پس روی دادی می باشد و چون می تواند برای شناخت بیشتر و ارائه اطلاعات از شرایط بازار سرمایه ایران در مورد متغیر های مورد استفاده مفید واقع شود بنابراین این یک تحقیق توصیفی نیز می باشد.

## جامعه آماری، حجم نمونه و نحوه اندازه گیری

اطلاعات و صورتهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به دلیل اینکه توسط موسسات حسابرسی مورد اعتماد بورس حسابرسی شده اند و همچنین چون در سایت کدال موجود بوده و دسترسی به آنها آسان می باشد. به عنوان جامعه آماری پژوهش انتخاب می شود.

شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر هستند به عنوان نمونه انتخاب می شود:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

۲. در دوره (۶ ساله) مورد بررسی تغییر دوره مالی نداده باشند.

۳. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد.

۴. سهام آنها در بازار معامله شده و توقف معاملاتی بیش از یک ماه نداشته باشند.

با استفاده از این روش تعداد ۱۳۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده اند.

## نحوه اندازه گیری متغیرهای تحقیق

### متغیر وابسته: ارزش افزوده اقتصادی

برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی که توسط «استوارت» در سال ۱۹۹۱ معرفی شد. از فرمول زیر استفاده شده است:

$$EVA=(r-c)*capital$$

$$r = \text{نرخ بازده سرمایه}$$

$$c = \text{نرخ هزینه سرمایه}$$

$$CAPITAL = \text{معادلهای سرمایه} + \text{بدهیهای بهره دار} + \text{سایر اقلام سرمایه} + \text{سرمایه سهام عادی}$$

برای اندازه گیری ارزش افزوده اقتصادی لازم است ابتدا اجزای آنرا تعریف نمود و سپس در فرمول جایگزین نمود.

$$R: \text{نرخ بازده سرمایه}$$

نرخ بازده سرمایه از فرمول روبرو به دست می آید:

$$R = NOPAT/CAPITAL$$

برای محاسبه نرخ بازده سرمایه اقتصادی (r) می توان از دو رویکرد عملیاتی و تأمین مالی استفاده نمود که در این تحقیق از رویکرد عملیاتی استفاده شده است. لازم به یادآوری است که استفاده از هر دو رویکرد به نتایج مشابهی خواهد شد. بر این اساس سود اقتصادی و سرمایه بکار گرفته شده به صورت زیر محاسبه می شود.



تعدیلات + افزایش (کاهش) معادله‌های سرمایه +\_ صرفه جویی های مالیاتی هزینه بهره - هزینه بهره + سود حسابداری = NOPAT

به منظور محاسبه سود اقتصادی از گزارش سود و زیان واحدهای تجاری رقم سود ویژه پس از کسر مالیات، استخراج و مبالغ مربوط به هزینه آموزش، هزینه تحقیق و توسعه، هزینه تبلیغات مربوط به هر سال به آن اضافه می گردد. همچنین در مورد مبالغ مربوط به حسابهای باز خرید خدمت کارکنان، ذخیره مطالبات مشکوک الوصول، ذخیره کاهش ارزش موجودیها، ذخیره کاهش ارزش سرمایه گذاریها، تفاوت بین مانده اول دوره و آخر دوره حساب ها محاسبه شده و سپس به منظور محاسبه سود اقتصادی به رقم سود ویژه اضافه می شود.

### متغیر مستقل

قدرت مدیرعامل (CEO): از طریق میزان درصد مالکیت مدیرعامل اندازه گیری شده است.

### متغیر تعدیلگر

#### حاکمیت شرکتی (CG)

مؤلفه‌هایی که برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی استفاده می‌شوند به شرح زیر می باشد:

- ۱- استقلال هیات مدیره: استقلال هیات مدیره به صورت تعداد اعضای غیرموظف (مستقل) در ترکیب هیات مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیات مدیره تعریف عملیاتی می‌شود. شرکتهایی که استقلال هیات مدیره آنها بالای میانه باشد عدد یک و شرکتهایی که استقلال هیات مدیره آنها کمتر از میانه باشد صفر خواهد بود.
- ۲- مالکیت نهادی: منظور از مالکیت نهادی درصدی از سهام یک شرکت سهامی است که متعلق به بانک ها، بیمه ها، نهادهای مالی، شرکت های هلدینگ، سازمان و نهادهای و شرکت های دولتی می باشد. مطابق با تعریف بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، از سرمایه گذاران نهادی، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد و یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار را خریداری کند نیز جزو این گروه از سرمایه گذاران محسوب می‌شوند. بعد از اندازه گیری این متغیر، شرکتهایی که درصد مالکیت نهادی آنها بالای میانه باشد عدد یک و شرکتهایی که درصد مالکیت نهادی آنها کمتر از میانه باشد صفر خواهد بود.
- ۳- تمرکز مالکیت: تمرکز مالکیت عبارت است از چگونگی توزیع سهام بین سهامداران شرکت‌های مختلف. هرچه تعداد سهامداران کمتر باشد، مالکیت متمرکزتر خواهد بود. در این تحقیق به منظور محاسبه نسبت تمرکز مالکیت از شاخص هرفیندال - هیرشمن (HHI) استفاده شد. شاخص هرفیندال که از درصد سهم بازار هر یک از عرضه کنندگان به توان ۲ و سپس جمع آنها با هم محاسبه می‌شود (خدارحمی و همکاران، ۱۳۹۵). بعد از اندازه گیری این متغیر، شرکتهایی که تمرکز مالکیت آنها بالای میانه باشد عدد یک و شرکتهایی که تمرکز مالکیت آنها کمتر از میانه باشد صفر خواهد بود.
- ۴- کیفیت حسابرسی: برای اندازه گیری کیفیت حسابرسی از اندازه حسابرس استفاده شده است. اگر صورتهای مالی توسط سازمان حسابرسی و مفید راهبر انجام شده باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر بوده است. هر یک از متغیرهای ۴ گانه فوق برای هر شرکت در هر سال محاسبه، سپس با جمع نمودن هر یک از معیارها، حاکمیت شرکتی عددی مابین صفر تا چهار خواهد بود.

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی ها اندازه گیری شده است.

اهرم مالی (Lev): از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها اندازه گیری شده است.  
بازده دارایی ها (ROA): از طریق نسبت سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی ها اندازه گیری شده است.  
رشد فروش (Sales): از طریق نسبت تغییرات فروش به فروش سال قبل اندازه گیری شده است.  
مدل رگرسیونی برای فرضیه اول:

$$EVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 Sales_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل رگرسیونی برای فرضیه دوم:

$$EVA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CEO_{i,t} + \beta_2 CG_{i,t} + \beta_3 (CEO_{i,t} * CG_{i,t}) + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 Sales_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

### یافته‌های توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۳۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۶ تا ۱۴۰۱) می‌باشد.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
ارزش افزوده اقتصادی	EVA	۷۸۰	۰/۱۲۹	۰/۱۵۸	-۰/۳۵۹	۰/۹۵۷
قدرت مدیرعامل	CEO	۷۸۰	۰/۱۷۵	۰/۲۵۶	۰	۰/۸۳۶
حاکمیت شرکتی	CG	۷۸۰	۱/۸۰۷	۱/۱۸۳	۰	۴
اندازه شرکت	SIZE	۷۸۰	۱۵/۴۰۸	۱/۵۴۷	۱۱/۳۷۹	۲۱/۵۷۱
اهرم مالی	Lev	۷۸۰	۰/۵۱۹	۰/۲۲۰	۰/۰۳۱	۱/۸۲۴
بازده دارایی ها	ROA	۷۸۰	۰/۱۷۷	۰/۱۶۰	-۰/۵۶۲	۰/۶۰۷
رشد فروش	Growth	۷۸۰	۰/۵۵۶	۰/۶۵۴	-۰/۹۰۹	۶/۵۹۴

مقدار کمینه برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۰۳ است که مربوط به شرکت شهید ایران در سال ۱۳۹۸ بوده و مقدار بیشینه برای متغیر اهرم مالی برابر با ۱/۸۲ است. یعنی در شرکتهای عضو نمونه شرکتی وجود دارد که کل بدهی های آن بیشتر از کل دارایی ها بوده و حقوق صاحبان سهام آن منفی بوده است. مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۵۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد در شرکتهای عضو نمونه به طور میانگین ۵۱ درصد از کل دارایی ها از تامین مالی از طریق بدهی ها تشکیل یافته است. مقدار انحراف معیار برای اندازه شرکت برابر با ۱/۵۴۷ و برای ارزش افزوده اقتصادی برابر است با ۰/۱۵۸ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. میانگین رشد فروش ۵۵ درصد است یعنی در شرکتهای عضو نمونه به طور میانگین شرکتهای به اندازه ۵۵ درصد رشد فروش داشته اند.

### نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد.

جدول (۲): نتیجه آزمون فرضیه اول

۱/۰۴	۰/۰۱۵	۲/۴۳	۰/۰۱۵۴	۰/۰۳۷۴	CEO	قدرت مدیرعامل
۱/۰۷	۰/۱۴۹	۱/۴۴	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۸۶	SIZE	اندازه شرکت
۱/۵۳	۰/۶۰۱	-۰/۵۲	۰/۰۵۶۰	-۰/۰۲۹۲	Lev	اهرم مالی
۱/۶۲	۰/۰۰۰	۵/۹۷	۰/۰۸۸۱	۰/۵۲۶۲	ROA	بازده دارایی ها
۱/۰۴	۰/۲۴۶	-۱/۱۶	۰/۰۰۷۲	-۰/۰۰۸۴	Growth	رشد فروش
---	۰/۳۵۰	-۰/۹۳	۰/۰۸۸۹	-۰/۰۸۳۰	عرض از مبدا	
سایر آماره‌های اطلاعاتی						
۰/۰۰۰۰		۲/۰۹		آزمون اف لیمر		
۰/۰۰۰۰		۷۰/۲۶		آزمون هاسمن		
۰/۰۰۰۰		۷/۵e+۵		آزمون ناهمسانی		
۰/۶۸۸۶		۰/۱۶۱		آزمون خودهمبستگی		
۰/۰۰۰۰		۲۵۵/۵۳		آماره والد		
۰/۳۴۵۲		ضریب تعیین				

نتایج جدول ۲، نشان می‌دهد که متغیر قدرت مدیرعامل دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد است و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد. نتایج آزمون چاو بیانگر این است که احتمال آزمون برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و می‌توان برای برآورد مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده نمود. نتایج آزمون هاسمن نشان می‌دهد که سطح معناداری آزمون برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و می‌توان از اثرات ثابت استفاده نمود. نتایج آزمون والد تعدیل شده نشان می‌دهد که احتمال آزمون برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور gls رفع شده است. با توجه به نتایج آزمون والد ریدج مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون برای مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد بوده و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی می‌باشد. با توجه به نتیجه آزمون هم خطی برای مدل پژوهش چون عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است بنابراین هم خطی وجود ندارد. ضریب تعیین برابر با ۳۴ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۵۵/۵۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری	هم خطی
قدرت مدیرعامل	CEO	۰/۰۳۸	۰/۰۳۲	۱/۱۶	۰/۲۴۴	۳/۷۷
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۰۰۴	۰/۰۰۵	۰/۹۵	۰/۳۴۲	۱/۵۹
قدرت مدیرعامل * حاکمیت شرکتی	CEO*CG	-۰/۰۰۰۵	۰/۰۱۵	-۰/۰۳	۰/۹۷۳	۴/۳۲
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۷	۰/۰۰۳	۲/۲۵	۰/۰۲۴	۱/۱۰
اهرم مالی	Lev	-۰/۰۳۵	۰/۰۳۸	-۰/۹۲	۰/۳۶۰	۱/۶۰



۱/۶۵	۰/۰۰۰	۱۱/۰۹	۰/۰۴۶	۰/۵۲۰	ROA	بازده دارایی ها
۱/۰۷	۰/۳۶۶	-۰/۹۰	۰/۰۰۷	-۰/۰۰۷	Growth	رشد فروش
---	۰/۱۶۲	-۱/۴۰	۰/۰۵۵	-۰/۰۷۸		عرض از مبدا
سایر آماره‌های اطلاعاتی						
	۰/۰۰۰۰		۲/۱۱			آزمون اف لیمر
	۰/۰۰۰۰		۸۴/۰۳			آزمون هاسمن
	۰/۰۰۰۰		۳/۴e+۵			آزمون ناهمسانی
	۰/۷۲۴۸		۰/۱۲۴			آزمون خودهمبستگی
	۰/۰۰۰۰		۳۴۸/۷۲			آماره والد
			۰/۳۴۶۳			ضریب تعیین

نتایج جدول ۳، نشان می‌دهد که تعامل قدرت مدیرعامل \* حاکمیت شرکتی دارای سطح معنی داری بیشتر از ۵ درصد است بنابراین، حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی تاثیر ندارد. نتایج آزمون چاو بیانگر استفاده از روش داده‌های تابلویی است و آزمون هاسمن نشان می‌دهد که از روش اثرات ثابت استفاده شده است. احتمال آزمون والد تعدیل شده کمتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات اخلاص می‌باشد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستورlags رفع شده است. احتمال آزمون والد ریج بیشتر از ۵ درصد بوده و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی می‌باشد. چون نتیجه آزمون هم خطی برای مدل پژوهش چون عامل تورم واریانس (VIF) کمتر از عدد ۱۰ است بنابراین هم خطی وجود ندارد. ضریب تعیین برابر با ۳۴ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۴۸/۷۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با تاکید بر حاکمیت شرکتی می‌پردازد. برای سنجش متغیر برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی از مدل ارائه شده توسط « استوارت » در سال ۱۹۹۱ استفاده شد. با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش مشاهده گردید قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی تاثیر دارد و این تاثیر به صورت مستقیم است. یعنی با افزایش قدرت مدیرعامل، ارزش افزوده اقتصادی افزایش می‌یابد. به لحاظ مقایسه پژوهش حاضر با مطالعات فروغی و رحیمی (۱۴۰۰) مطابقت دارد. با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش مشاهده گردید که متغیر تعامل قدرت مدیرعامل \* حاکمیت شرکتی دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است. بنابراین می‌توان گفت حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی تاثیر ندارد. یعنی در شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی قویتری دارند با افزایش قدرت مدیرعامل، ارزش افزوده اقتصادی تغییر معنی داری نمی‌کند. به لحاظ مقایسه با مطالعات محمدی و همکاران (۱۴۰۲) مخالف است. با توجه به یافته پژوهش مبنی بر تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی در جامعه مورد مطالعه، به سهامداران و سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود در شرکت‌هایی سرمایه گذاری کنند که مدیران عامل آنها درصد سهام بالاتری در اختیار دارند. به تحلیلگران توصیه می‌شود در تحلیل‌های خود به قدرت مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی توجه ویژه نمایند چون شناخت این خصوصیات عاملی مهم در عملکرد مالی و ارزش شرکت می‌باشد. با انجام هر پژوهش، راه به سوی مسیری جدید باز می‌شود و ادامه‌ی راه مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است. بنابراین، پیشنهاد می‌گردد به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با تاکید بر حاکمیت

شرکتی به تفکیک صنایع پرداخته شود. پیشنهاد می‌گردد تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با نقش تعدیلی استراتژی مدیریتی بررسی گردد. همچنین، پیشنهاد می‌گردد به بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر ارزش افزوده اقتصادی با نقش میانجی واکنش بازار انجام شود.

## منابع

- ✓ جامعی، بیان، نوروش، ایرج، مومنی، منصور، مشایخی، بیتا، (۱۳۹۹)، تبیین بازده سهام از طریق ارزش افزوده اقتصادی و اجزای آن با تعدیل‌گری کیفیت سود، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۴۸، صص ۵-۲۰.
- ✓ خانزاده، وحید، عبادی، زیبا، (۱۳۹۹)، تاثیر ارزیابی و اثر بخشی عملکرد ارزش افزوده اقتصادی بر بهبود ارزش دارایی جاری، چهارمین کنفرانس ملی پژوهش در حسابداری و مدیریت.
- ✓ غایبی، جلیل، ارکان، علی اکبر، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بازده دارایی‌ها با ارزش افزوده اقتصادی در صنعت نساجی کشور، مجله پژوهش‌های معاصر در علوم و تحقیقات، دوره ۱، شماره ۷، صص ۱۰-۲۱.
- ✓ فروغی، عارف، رحیمی، علیرضا، (۱۴۰۰)، بررسی تاثیر قدرت مدیرعامل بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، توسعه و سرمایه، دوره ۶، شماره ۱، صص ۲۳۱-۲۴۷.
- ✓ محمدی، غلامرضا، قربانی نژاد، ریاز، یزدان پناه، کیومرث، یوسفی، اعظم، (۱۴۰۲)، حکمروایی خوب؛ الگوی بهینه در عملکرد اقتصادی آسیای جنوب غربی، مطالعات سیاسی جهان اسلام، دوره ۱۲، شماره ۲، صص ۶۱-۸۷.
- ✓ مهربان پور، محمدرضا، میری چیمه، فرزانه سادات، (۱۳۹۷)، تأثیر شاخص راهبردی شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، صص ۲۲۷-۲۴۵.
- ✓ یوسف نژاد، مهسا، چهارمحالی، شهرام، (۱۴۰۰)، تاثیر قوانین مالیات‌های مستقیم در جایگاه حاکمیت شرکتی، پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی، سال پنجم، شماره ۲، صص ۱-۱۲.
- ✓ Adams, R., Almeida, H. and Ferreira, D. (2005), "Powerful CEOs and their impact on corporate performance", *Review of Financial Studies*, Vol. 18, pp. 1403-32.
- ✓ Al-ahdal, W. M., Alsamhi, M. H., Tabash, M. L., & Farhan, N. H. (2020). The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation. *Research in International Business and Finance*, 51, 101083.
- ✓ Al-Malkawi, H.-A. N., Pillai, R., & Bhatti, M. I. (2014). Corporate governance practices in emerging markets: The case of GCC countries. *Economic Modelling* 38: 133-141.
- ✓ Brada, Josef, C. Paweł, Gajewski, Ali, M. Kutun, 2021, Economic resiliency and recovery, lessons from the financial crisis for the COVID-19 pandemic: A regional perspective from Central and Eastern Europe, *International Review of Financial Analysis*.
- ✓ Gerged, A. M. (2021). Factors affecting corporate environmental disclosure in emerging markets: The role of corporate governance structures. *Business Strategy and the Environment*, 30(1), 609-629.
- ✓ Shinong Wu, Xiaofeng Quan(2010)"ceo power, disclosure quality and the variability of performance"
- ✓ Stewart, S. (1991). *The quest for value*, New York: Harper-collins
- ✓ Valenti, M. A. and Luce, R. and Mayfield, C. (2011) " The effects of firm performance on corporate governance", *Management Research Review* Vol. 34 No. 3, 2011 pp. 266-283.