



## ویژگی‌های مدیرعامل شرکت و رشد ارزش شرکت: تجزیه و تحلیل رگرسیون چندکی

نرجس کمالی کرمانی<sup>۱</sup> ©

عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشگاه بجنورد

(تاریخ دریافت: ۱۵ اردیبهشت ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۲۵ آبان ۱۳۹۸)

در این تحقیق رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و رشد ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. به این منظور تعداد ۱۱۷ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار گرفت. داده‌های مالی مورد نیاز با مراجعه به صورت‌های مالی استخراج و توسط نرم‌افزار اکسل تلخیص، طبقه‌بندی و محاسبه شده و در نهایت به وسیله نرم‌افزار Eviews تجزیه و تحلیل گردید. با توجه به روش‌های آماری انجام‌شده در سطح اطمینان ۰/۹۵ با بهره‌گیری از آزمون رگرسیون نتایج نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین مالکیت مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. بین دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت رشد بالا رابطه مثبتی وجود دارد. علاوه بر این شواهد قابل اتکایی مبنی وجود رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت با توجه فرصت‌های رشد شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: مالکیت مدیرعامل، دوره تصدی مدیرعامل، ارزش شرکت.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

با توجه به تئوری نمایندگی، مدیریت برای به حداکثر رساندن منافع شخصی خویش، منابع شرکت را به نفع خود به مصرف می‌رساند. این گونه رفتارهای فرصت طلبانه مدیران علاوه بر اخلال در امر ارزش‌آفرینی، می‌تواند امنیت شغلی مدیران را نیز به خطر اندازد [۱۸]. این موضوع موجب اتخاذ تصمیماتی در راستای بهبود ارزش شرکت خواهد شد. هرمالین و ویسباخ<sup>۱</sup> (۲۰۱۲) معتقدند که نظارت زیاد می‌تواند انگیزه‌هایی را برای مدیران اجرایی (مدیر عامل و هیئت مدیره) ایجاد کند که با قصد این که توانا تر به نظر برسند، اقدام به فعالیت‌هایی نمایند که این فعالیت‌ها کاهنده ارزش شرکت هستند. مطابق تئوری نمایندگی، مدیران تمایلی به حداکثرسازی ثروت سهامداران ندارند [۳]. این تئوری به‌طور روشن توسط شلیفر<sup>۲</sup> و ویشنی<sup>۳</sup> [۳۱] به اثبات رسیده است. آنها نشان دادند که مدیران برای تثبیت موقعیت خود از اختیار تصمیم‌گیری برای انجام برنامه‌های شخصی خود استفاده می‌کنند و به ارزش شرکت توجهی نمی‌کنند. آنها موقعیت خود را از طریق سرمایه‌گذاری‌های خاص که ریسک کمی دارد، تثبیت می‌کنند و نشان می‌دهند که نقش بازرشی برای منافع سهامداران دارند [۲۹] از طرفی، مالکیت مدیران اجرایی (مدیر عامل و هیئت مدیره) باعث می‌شود که مدیران آزادی بیشتری برای دنبال کردن استراتژی‌هایی داشته‌م که ممکن است همیشه با اهداف حداکثرسازی منافع سهامداران سازگار نباشد [۳] بر این اساس در این پژوهش رابطه بین ویژگی‌های مدیرعامل و ارزش شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه بیان مسئله، اهمیت و ضرورت انجام پژوهش و مبانی نظری، پیشینه، روش شناسی، تجزیه و تحلیل و نتیجه‌گیری ارائه خواهد شد.

## بیان مسئله

بازار سرمایه یکی از شاخص‌های در بخش مالی برای ارزیابی توسعه یک کشور است [۲۰]. توسعه و پیچیدگی روزافزون فعالیت‌های اقتصادی و پیدایش واحدهای تجاری گوناگون و تشکیل شخصیت‌های حقوقی مستقل و ضرورت ارائه اطلاعات دقیق و مهمتر از آن چگونگی نگرش به اطلاعات ارائه شده این واحدها و شخصیت‌های حقوقی در جهت تصمیم‌گیری‌های داخلی و خارجی شرکت، منجر به ابداع روش‌ها و تکنیک‌هایی در ارزیابی شرکت‌ها از جنبه‌های مختلف شده است [۱۳]. مدیران، سرمایه‌گذاران و حسابداران مراقب هستند که ارزش شرکت به درستی شناسایی شود [۱۰]. تحقیقات صورت گرفته نشان داده است که امروزه منبع ارزش شرکت‌ها، تنها تولید محصولات برتر نیست بلکه وجود حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های مختلف مدیران نیز مؤثر می‌باشند. بنابراین انتظار می‌رود که ویژگی مدیران و حاکمیت شرکتی نقش قابل توجهی بر ارزش شرکت داشته باشد.

<sup>1</sup> Hermlin & Weisbach

<sup>2</sup> Shleifer

<sup>3</sup> Vishny

به‌طور کلی می‌توان از دو بعد به تئوری ذینفعان پرداخت. یکی این موضوع است که مدیران چگونه بایست با ذینفعان شرکت برخورد کنند. این بعد از تئوری ذینفعان جنبه‌های (اصولی) دارد و دربردارنده مفاهیم اخلاقی خواهد بود. بعد هنجاری تئوری ذینفعان متضمن این موضوع است که تعهدات مدیریتی نسبت به منافع ذینفعان بر تصمیمات استراتژیک شرکت جهت داده و در نهایت این استراتژی‌ها در عملکرد مالی شرکت متبلور می‌شود. بعد دیگر تئوری ذینفعان این است که مدیریت ذینفعان در یک استراتژی مشخص دارای چه تأثیری خواهد بود. این بعد تئوری ذینفعان را می‌توان بعد توصیفی (اثباتی) آن تفسیر نمود. از دیدگاه توصیفی در وهله اول این استنباط را می‌توان داشت که میزان تأمین منافع هر یک از ذینفعان بر وضعیت عملکردی شرکت مؤثر است و در صورتی که منافع هر یک از ذینفعان به خوبی برآورده شود شرکت نیز از عملکرد خوبی برخوردار شده و به‌نوعی برای شرکت ارزش ایجاد می‌شود. این امر را می‌توان ناشی از آن دانست که هر یک از ذینفعان بر نوعی از منابع شرکت دارای کنترل هستند. از مفاهیم مهمی که اخیراً در تئوری ذینفعان مطرح گردیده است، توجه به مفهوم مدیریت ذینفعان در استراتژی‌های مدیریتی شرکت‌ها می‌باشد. منظور از مدیریت ذینفعان در ادبیات مدیریتی و اقتصادی، در نظر گرفتن منافع کلیه گروه‌های ذینفع به جای تمرکز صرف بر سهامداران می‌باشد. به عبارتی، مدیران باید در تصمیم‌گیری‌های مالی تضاد منافع بین گروه‌های ذینفع را مدنظر قرار دهند [۱۵]. مدیران اجرایی تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات استراتژیک و سازمانی و نتایج آنها دارند [۲۸]. به‌خصوص زمانی که نتایج شرکت‌ها با چالش روبرو شده است [۲۴]. یکی از مباحث مهم در تصمیم‌گیری قدرت مدیرعامل می‌باشد، که می‌تواند ترکیب تصمیم‌گیرندگان شرکت را تحت کنترل قرار دهد و کنترل بر آنها را افزایش دهد. اما کدام ویژگی مدیرعامل حائز اهمیت است، باید مورد بررسی قرار گیرد. یکی از ویژگی‌های مهم مدیرعامل دوره تصدی وی است، طولانی بودن دوره تصدی مدیرعامل، می‌تواند محافظه‌کاری وی را افزایش دهد. موستن و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که مدیرعاملان قدرتمند کمتر از تغییر جایگاه و تصدی خود استقبال می‌کنند. در حالیکه معایب بالقوه مشخصی برای تصدی مدیریت اجرایی وجود دارد، مدیرعاملان دارای تصدی بالا از تجربه و دانش بیشتری در خصوص شرکت برخوردارند و می‌توانند در اداره طولانی‌مدت به‌منظور کاهش اثرات منفی تصمیمات مناسبی اتخاذ نمایند. شواهد تجربی میلر<sup>۲</sup> (۱۹۹۱) و مککلند و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) نشان دادند که برای شرکت‌ها در محیطی نامطمئن، که به‌سرعت در حال تغییر است، موقعیت‌های منفی نسبت به موقعیت‌های مثبت بیشتر می‌باشند. هندرسون و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۶) نشان دادند که تصدی طولانی‌مدت مدیر می‌تواند برای ایجاد یک محیط پایدار، حائز اهمیت باشد. همچنین بر اساس تئوری نمایندگی ویژگی دوگانگی مدیرعامل می‌تواند، به‌عنوان مانیتورینگ (نظاره‌گر)، در هیئت‌مدیره نقش قابل توجهی داشته باشند. به‌عنوان مثال می‌تواند موجب حذف و اخراج مدیران ضعیف

<sup>۱</sup> Musteen et al.

<sup>۲</sup> Miller

<sup>۳</sup> McClelland et al.

<sup>۴</sup> Henderson et al.

شود، که این امر باید در ارزیابی شرکت‌های پایین‌تر منجر شود. از سوی دیگر، نظریه مدیریت، پیشنهاد می‌کند که دوگانگی مدیرعامل، خط‌مشی مشخصی از قدرت را درون شرکت ایجاد می‌کند و موجب کاهش پتانسیل تعارضات اجرایی و فتنه‌های سیاسی می‌شود، که این موضوع موجب فرصت‌طلبی آنها می‌شود. که این امر ممکن است در شرکت‌ها که رشد بالایی دارند، رخ دهد [۳۰].

### مبانی نظری

#### ارزش شرکت

آماره‌ای است که می‌تواند این پاسخ را به سهامداران بدهد که مدیریت تا چه اندازه در افزایش ثروت آنها دخیل بوده است [۱۴]. سهامداران، مدیران و تحلیل‌گران مالی هر یک به نوعی علاقه‌مند هستند تا ابزاری برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها و نیز شناختی از عوامل مؤثر بر ارزش شرکت در اختیار داشته باشند. سهامداران به عنوان اکثریتی ذی‌نفع، از تغییرات ارزش سهام متأثر می‌شوند. برای مدیران نیز ارزیابی یک ضرورت است. ارزیابی نه تنها در انتخاب استراتژی و ساختار مالی به مدیریت کمک می‌کند، بلکه نشان می‌دهد که چگونه استراتژی‌ها و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام اثر می‌گذارد در این تحقیق برای محاسبه ارزش شرکت از  $Q$  توبین<sup>۱</sup> استفاده شده است [۵]. توبین در سال ۱۹۶۹ به منظور ارزیابی سودآوری پروژه‌های سرمایه‌گذار با ارائه شاخصی به نام  $Q$  توبین، پایه‌گذار معیار جدیدی در ارزیابی عملکرد شرکت‌ها گردید. شاخص ارائه‌شده از سوی وی، از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری سرمایه‌گذاری حاصل می‌شود که بعدها این نسبت به " $Q$  توبین ساده" شهرت یافت. در تفسیر این شاخص، وی معتقد بود اگر نسبت  $Q$  توبین یک شرکت بزرگ‌تر از ۱ باشد، معمولاً نشانه ارزشمندی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت است و سرمایه‌گذاران با انگیزه بیشتری می‌توانند اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. این در حالی است که نسبت کمتر از ۱ برای شاخص  $Q$  توبین بیانگر توقف سرمایه‌گذاری است [۱۴] شاخص کیوتوبین که نسبت ارزش بازار دارایی‌های شرکت به ارزش دفتری آن است نشان‌دهنده میزان ارزش شرکت است [۵].

#### ویژگی‌های مدیرعامل

مدیرعامل به‌عنوان مدیر اجرایی شرکت، عموماً مسئول تمامی فعالیت‌های شرکت است و مستقیماً به اعضای هیئت‌مدیره و رئیس هیئت‌مدیره گزارش می‌دهد. اجرای تصمیمات اعضای هیئت‌مدیره و تضمین تداوم درست فعالیت‌های شرکت بر عهده اوست. البته مدیران ارشد، مدیرعامل را در این زمینه کمک می‌کنند. برخی اوقات مدیرعامل عضو یا رئیس هیئت‌مدیره یا نایب رئیس هیئت‌مدیره شرکت نیز هست و در نتیجه یکی از اعضاء انتخاب شده از درون هیئت‌مدیره نیز هست [۱۱] هر چه 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. بنابراین شاخص قدرت مدیرعامل با اندازه‌گیری تعداد سال‌هایی که وی تصدی این سمت را به عهده داشته بدست می‌آید [۹]. اغلب توصیه‌کننده‌های رویه حاکمیتی بر استقلال رییس هیأت‌مدیره تأکید دارند. قانون‌گذاران حاکمیت

<sup>۱</sup> Tobin

شرکتی به این موضوع رسیدند که مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت‌مدیره نفوذ دارد. نقش رییس هیأت‌مدیره، نظارت بر مدیرعامل می‌باشد. رییس هیأت‌مدیره، قدرت کنترل دستور جلسات و هدایت جلسات هیأت‌مدیره را دارد. اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران متفاوت باشد، در این صورت نفوذ (قدرت) مدیرعامل، مشکل‌ساز می‌شود [۲۷]. نفوذ (قدرت) مدیرعامل به خاطر کاهش در نظارت مؤثر هیأت‌مدیره بر کارکنان اجرایی، احتمالاً منجر به رفتار فرصت‌طلبانه بیشتری شود. در واقع، بین نفوذ مدیرعامل و مدیریت سود، رابطه معنی‌دار مثبت وجود دارد [۲۶]. به عبارت دیگر، نفوذ مدیرعامل بر هیأت‌مدیره یکی دیگر از عناصر قدرت مدیرعامل به‌شمار می‌آید. زیرا می‌تواند سبب کاهش کارایی هیأت‌مدیره در نظارت بر مدیران شود. هر چه نفوذ مدیرعامل بر هیأت‌مدیره بیشتر باشد، احتمال کمتری وجود دارد که هیأت‌مدیره به بی‌نظمی‌هایی مانند تصمیم‌های سرمایه‌گذاری غیربهبینه و یا مدیریت سود مشکوک شود. مدیرعاملی که به‌عنوان رئیس هیأت‌مدیره خدمت می‌کند، دارای قدرت بیشتری است؛ به این دلیل که رئیس هیأت‌مدیره، دستور جلسات هیأت‌مدیره را تدوین می‌کند [۲۲].

#### پیشینه‌های پژوهش

##### پیشینه داخلی

زلفی و همکاران (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر ارتباطات دولتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. به این منظور اطلاعات مالی این شرکت‌ها طی بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۲ را مورد بررسی قرار دادند بر اساس نتایج به دست آمده بین ارتباطات دولتی و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. [۸]

قربانی و همکاران (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه نقدشوندگی، کیفیت افشا و ارزش شرکت بر اساس سیستم معادلات همزمان در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. به این منظور اطلاعات مالی این شرکت‌ها طی بازه زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۱ را مورد بررسی قرار دادند بر اساس نتایج به دست آمده، بهبود قدرت نقدشوندگی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود که به طور مستقیم به واسطه تأثیر آن بر معیار کیوتوبین و به طور غیرمستقیم از طریق بهبود کیفیت و سطح افشا حاصل شده است. [۱۲]

مشایخی و علی پناه [۱۶] پژوهشی تحت عنوان تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه‌ی بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت انجام دادند. به این منظور اطلاعات مالی ۹۶ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۰-۱۳۸۶ را مورد بررسی قرار دادند و داده‌ها را با استفاده از رگرسیون تجزیه‌وتحلیل نمودند. یافته‌های آنها حاکی از وجود رابطه‌ی مثبت یا به بیانی دیگر تأیید تئوری ارزش‌آفرینی در رابطه‌ی بین فعالیت‌های اجتناب از مالیات و ارزش شرکت است. در ادامه بعد از دسته‌بندی کردن سال-شرکت‌های نمونه به گروه راهبری شرکتی خوب و گروه راهبری شرکتی بد، با استفاده از رگرسیون بخشی (قطعه‌ای)، اثر راهبری شرکتی بر رابطه بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت بررسی شد. نتایج نشان می‌دهد که با بهبود کیفیت ساختار راهبری شرکتی، تأثیر مثبت فعالیت‌های اجتناب از مالیات بر ارزش شرکت بیشتر می‌شود. ابراهیم پور [۲] به

بررسی اثر مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. به این منظور اطلاعات مالی ۱۰۳ شرکت بورسی را طی بازه زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ مورد بررسی قرار داد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون چندگانه به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که برخلاف مبانی نظری موجود، هیچ رابطه معناداری بین افشای مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت وجود ندارد. همچنین یافته‌ها بیانگر آن بود که منطبق با تئوری نظارت کارآمد، وجود مالکیت نهادی سبب تقویت اثر افشای مسئولیت اجتماعی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران شده است. گل محمدی شورکی [۱۵] پژوهشی تحت عنوان تأثیر مدیریت ذینفعان بر عملکرد و ارزش شرکت انجام داد. به این منظور اطلاعات مالی ۲۲۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۸۹ را مورد بررسی قرار داد و داده‌ها را با استفاده از رگرسیون تجزیه و تحلیل نمود. یافته‌های وی نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مدیریت ذینفعان با نرخ بازدهی دارایی‌ها، نسبت سود ناخالص به فروش و نسبت سود خالص به فروش به عنوان شاخص‌های عملکرد مالی شرکت وجود دارد. به بیان دیگر، ایجاد تعادل بین منافع گروه‌های مختلف ذینفع و کاهش تضاد و تعارض بین منافع آن‌ها، منجر به بهبود عملکرد مالی شرکت می‌گردد. همچنین شواهد حاکی از این موضوع است که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مدیریت ذینفعان و سود تقسیمی و رابطه منفی و معنی‌داری بین مدیریت ذینفعان و ارزش بازار شرکت وجود دارد. به علاوه، سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین مدیریت ذینفعان و سود تقسیمی و نیز بر ارتباط بین مدیریت ذینفعان و ارزش شرکت تأثیر منفی دارد. در مجموع نتایج حاکی از این موضوع است که مدیریت ذینفعان در محیط تجاری ایران در جهت منافع سهامداران صورت می‌گیرد و مفاهیم تئوری نمایندگی از برجستگی و نمود بیشتری برخوردار است.

### پیشینه خارجی

آل تحتمونی و آل سلحت<sup>۱</sup> [۱۴] تحقیقی تحت عنوان تأثیر شاخص‌های حسابداری و رشد در ارزش بازار انجام دادند. این مطالعه با هدف بررسی تأثیر شاخص‌های حسابداری (بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم) و نرخ رشد بر ارزش بازار (قیمت بازار سهام، بازده سهام و ارزش بازار به ارزش دفتری)، طی سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۰۲ انجام شد. نتایج حاکی از عدم وجود ارتباط بین شاخص‌های حسابداری و رشد قیمت بازار و ارزش بازار به ارزش دفتری بوده و هیچ ارتباطی بین شاخص‌های حسابداری فعلی و رشد فعلی در بازده بازار سهام وجود ندارد. و همچنین مشخص شد که تأثیر مثبت شاخص‌های حسابداری آینده و رشد آینده در ارزش بازار بستگی به اندازه‌گیری کلیه ارزش بازار دارد، و بهترین شاخص حسابداری بیانگر تغییرات در ارزش بازار سود هر سهم است.

<sup>1</sup> AL Tahtamouni & Alslehat

بونا سانچز و همکاران<sup>۱</sup> [۲۳] پژوهشی تحت عنوان معاملات با اشخاص وابسته، مالکان عمده و ارزش شرکت انجام دادند. آن‌ها به این منظور تعداد ۶۷۱ سال- شرکت را طی بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه تجزیه و تحلیل‌ها با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام شد. نتایج رگرسیون حاکی از آن است که معاملات با اشخاص وابسته با ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری دارند. بین مالکیت خانوادگی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنادار وجود داد، اما بین مالکیت مؤسسات مالی و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد.

نگوین و همکاران [۳۰] پژوهشی در رابطه با ویژگی‌های مدیرعامل و ارزش‌گذاری شرکت انجام دادند. آن‌ها به این منظور تعداد ۲۷۰۲ سال- شرکت را طی بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲ مورد بررسی قرار دادند. در این مطالعه تجزیه و تحلیل‌ها با استفاده از نرم افزار ایویوز انجام شد. نتایج رگرسیون حاکی از این است که سن مدیران و دوره تصدی مدیر عامل با ارزش شرکت رابطه منفی دارند. علاوه بر این بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت نیز رابطه مثبت وجود دارد، به ویژه در شرکت‌های دارای فرصت‌های رشد بالا.

#### روش پژوهش

با توجه به این‌که انتظار می‌رود نتایج حاصل از این پژوهش در امر تصمیم‌گیری مورد توجه مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و دیگر ذینفعان قرار گیرد، لذا این پژوهش از منظر هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است؛ همچنین از آنجاکه پژوهش به بررسی ارتباط بین چند متغیر می‌پردازد، پژوهش از لحاظ ماهیت و روش از نوعی توصیفی همبستگی می‌باشد.

#### جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش حاضر را تشکیل می‌دهد، که باید دارای ویژگی‌های زیر باشند: ۱. شرکت‌ها باید از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته باشند؛ ۲. شرکت‌های مورد نظر جزو بانک‌ها و واسطه‌های مالی، لیزینگ و سایر شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد؛ ۳. ناقص نبودن داده‌ها. بر این اساس قلمرو زمانی این پژوهش از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۵ را دربر گرفته و با توجه به محدودیت‌های فوق ۱۱۷ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

#### فرضیه‌ها و مدل‌های پژوهش

با توجه به مطالب عنوان شده در بیان مسئله فرضیه‌های زیر تدوین شدند:

۱. بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

۳. بین مالکیت مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۴. بین مالکیت مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۵. بین دوگانگی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۶. بین دوگانگی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۷. بین دانش مالی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۸. بین دانش مالی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

#### مدل مربوط به آزمون فرضیه‌ها

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & a + \beta_1 \text{CEO Tenure}_{i,t} + \beta_2 \text{CEO Ownership}_{i,t} \\ & + \beta_3 \text{CEO Duality}_{i,t} + \beta_4 \text{CEO FE}_{i,t} + \beta_5 \text{Board Size}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{Board Ownership}_{i,t} + \beta_7 \text{Board Independence}_{i,t} \\ & + \beta_8 \text{Firm Size}_{i,t} + \beta_9 \text{Leverage}_{i,t} + \beta_{10} \text{Fixed Assets}_{i,t} \\ & + \beta_{11} \text{Capex}_{i,t} + \beta_{12} \text{Industry}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

نکته: در این پژوهش سطح رشد به پیروی از نگوبین و همکاران [۳۰] به صورت چندکی (۱۰، ۲۵، ۵۰، ۷۵ و ۹۰٪) در نظر گرفته و مدل فوق برای هر یک از چندک‌ها به صورت جداگانه برآورد شده است.

#### متغیرهای مستقل

- ۱) **دوره تصدی مدیرعامل (CEO Tenure):** برای سنجش این متغیر از متغیر ساختگی استفاده می‌شود، در صورتی که مدیرعامل سه سال اخیر تغییر نکرده باشد یک در غیر این صورت صفر.
- ۲) **مالکیت مدیرعامل (CEO Ownership):** برای سنجش این متغیر از متغیر ساختگی استفاده می‌شود، در صورتی که مدیرعامل مالک باشد عدد یک در غیر این صورت صفر [۲۵].
- ۳) **دوگانگی مدیرعامل (CEO Duality):** در صورتی که مدیرعامل هم‌زمان نقش دوگانگی داشته باشد یک در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود [۳۲] نفوذ مدیرعامل به وضعیتی اطلاق می‌گردد که رئیس هیئت‌مدیره عضو موظف باشد، قانون‌گذاران حاکمیت شرکتی به این موضوع رسیده‌اند که مدیرعامل به‌عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیئت‌مدیره نفوذ دارد لذا اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران متفاوت باشد در این صورت نفوذ مدیرعامل مشکل‌ساز می‌گردد؛ بنابراین مدیرانی که هم مسئولیت در هیئت‌مدیره داشته و هم به‌عنوان مدیرعامل شرکت فعالیت کنند دارای دوگانگی مسئولیت می‌باشند. این معیار در پژوهش رنجبر جمال‌آبادی و همکاران [۷] نیز استفاده شده است.



۴) **دانش مالی مدیرعامل (CEO FE)**<sup>۱</sup>: دانش مالی مدیر عامل یک متغیر ساختگی (مصنوعی) است، به این صورت که اگر مدیر عامل شرکت، دارای مدرک حداقل لیسانس در رشته های مالی از قبیل، حسابداری، مدیریت، و اقتصاد باشد، مقدار یک در غیر این صورت صفر [۱۷]

#### متغیر وابسته

ارزشیابی شرکت‌ها (Tobin's Q): به پیروی از نگوین و همکاران<sup>۲</sup> [۳۰] برای محاسبه ارزشیابی شرکت‌ها نسبت کیو توبین استفاده شده است، نسبت کیو توبین از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری به دست می‌آید. حاجیها و قانع [۴] برای اندازه‌گیری این متغیر از این روش استفاده کرده‌اند.

#### متغیرهای کنترلی

۱- **اندازه هیئت‌مدیره (Board Size)**: از تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره برای محاسبه اندازه هیئت‌مدیره استفاده می‌شود.

۲- **مالکیت هیئت‌مدیره (Board Ownership)**: از درصد سهام در اختیار اعضای هیئت‌مدیره برای محاسبه مالکیت هیئت‌مدیره استفاده می‌شود.

۳- **استقلال هیئت‌مدیره (Board Independence)**: برای سنجش این متغیر از تقسیم اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره به کل هیئت‌مدیره استفاده می‌شود.

۴- **اندازه شرکت (Firm Size)**: از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت برای محاسبه اندازه شرکت استفاده می‌شود.

۵- **اهرم مالی (Leverage)**: اهرم مالی از تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها به دست می‌آید (نگوین و همکاران، ۲۰۱۷: ۸).

۶- **دارایی ثابت (Fixed Assets)**: دارایی ثابت از تقسیم کل دارایی ثابت به کل دارایی‌ها به دست می‌آید [۳۰]

۷- **مخارج سرمایه‌ای (Capex)**<sup>۳</sup>: مخارج سرمایه‌ای در سال  $t$ ، که از تغییر دارایی‌های ثابت بین سال‌های  $t$  و  $t-1$  به دست می‌آید [۶].

۸- **اثرات صنعت (Industry)**: برای محاسبه این متغیر از متغیر ساختگی استفاده می‌شود. در صورتی که شرکت مورد نظر جزء صنایع تولیدی باشد یک و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته می‌شود [۱]

<sup>1</sup> CEO Financial Experience

<sup>2</sup> Nguyen et al

<sup>3</sup> Capital Expenditures

## تجزیه و تحلیل داده‌ها

پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز پژوهش، جهت محاسبه و آماده‌سازی متغیرها از نرم‌افزار آفیس ۲۰۱۶ و برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده گردید. برای تعیین نوع داده‌های ترکیبی از آزمون-های  $F$  لیمر و هاسمن<sup>۱</sup>، برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون برازش شده از آماره فیشر ( $F$ ) در سطح ۹۵ درصد اطمینان و برای آزمون معنی‌داری هر یک از متغیرهای مستقل از آزمون  $t$  استیودنت و برای آزمون عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل، از آزمون دوربین واتسون<sup>۲</sup> استفاده گردیده است. همچنین از نرم‌افزار ۱۰ *Eviews* برای تحلیل آزمون‌های فوق و سایر آزمون‌ها استفاده شده است.

آزمون  $F$  لیمر و هاسمن

با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در این پژوهش ترکیبی (سال- شرکت) می‌باشند و داده‌های ترکیبی به دو صورت تابلویی و تلفیقی می‌باشد، لذا به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون  $F$  لیمر و برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده و خلاصه نتایج آزمون  $F$  لیمر و آزمون هاسمن در جدول‌های (۱) و (۲) ارائه شده است.

جدول (۱) - آزمون  $F$  لیمر

لیمر $F$ آزمون			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
تابلویی	۰/۰۰۰۰	۱۳/۷۵۳۳	۱

منبع: یافته پژوهش

همانطور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، احتمال آماره مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، در نتیجه روش داده‌های تابلویی پذیرفته شده است. همان‌طور که توضیح داده شد برای انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون هاسمن برای مدل‌های پژوهش به شرح جدول شماره (۲) می‌باشد:

جدول (۲) - نتایج آزمون هاسمن برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی

مدل	آماره $\chi^2$	$p$ -value	نتیجه آزمون
۱	۱۷۶/۶۵۱۲	۰/۰۰۰۰	$H_0$ رد می‌شود (روش اثرات ثابت مناسب است)

نتایج جدول (۲)، بیانگر آن است که در فرضیه این مدل بایستی از روش اثرات ثابت استفاده کرد.

<sup>۱</sup> Hausman

<sup>۲</sup> Durbin-Watson

**آزمون همسانی واریانس و عدم همبستگی**

برای بررسی همسانی واریانس در این پژوهش با توجه به اینکه مدل‌های پژوهش با استفاده از داده‌های تابلویی به روش اثرات ثابت تخمین زده شده‌اند از آزمون بروش-پاگان گادفری و برای آزمون خود همبستگی از آماره دوربین-واتسون استفاده شده که بازه آماره دوربین-واتسون بایستی بین ۱/۵ الی ۲/۵ باشد. در صورت وجود خود همبستگی به وسیله جزء AR و در صورت عدم همسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده می‌گردد. خلاصه نتایج این آزمون در جدول (۳) ارائه شده است.

**جدول (۳) - آزمون همسانی واریانس و عدم خود همبستگی**

آزمون همسانی واریانس مدل			مدل
نتیجه	احتمال	مقدار آماره	
نا همسانی واریانس	۰/۰۰۳۴	۲/۴۸۴۳۷	۱
عدم خود همبستگی	۱/۶۸۱۸		۱

با توجه به جدول (۳) احتمال آماره بدست آمده برای آزمون عدم ناهمسانی واریانس برای مدل پژوهش برابر ۰/۰۰۳۴ می‌باشد که از سطح خطای ۰/۰۵ کمتر است. بنابراین، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس وجود دارد. همچنین بررسی احتمال آماره دوربین-واتسون نشان می‌دهد در بازه مورد تایید است. لذا باقیمانده جزء اخلاص مشکل خود همبستگی ندارد. برای رفع ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است.

**آزمون فرضیه‌های پژوهش**

با توجه به جدول (۴) در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره F و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده شده است. همچنین از ضریب تعیین R<sup>2</sup> برای بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته استفاده شد. با توجه به مدل به رگرسیونی مربوط به فرضیه اول تا هشتم اگر احتمال آماره t برای متغیر (CEO TENURE<sub>i,t</sub>)، (CEO OWNERSHIP<sub>i,t</sub>) و (CEO FE<sub>i,t</sub>) و (CEO DUALITY<sub>i,t</sub>) کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرضیه اول تا هشتم تایید می‌شوند.

جدول (۴) - نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها بر اساس رگرسیون چندمتغیره و چندکی

رگرسیون چندکی					نتایج چندکی	رگرسیون اصلی (آمار/ سطح معناداری)	متغیرها
۹۰٪	۷۵٪	۵۰٪	۲۵٪	۱۰٪			
۲/۲۶۶	۷/۶۰۶	۱/۸۱۰ ۱	۸/۹۶۷	۳/۶۴۲	آماره t	-۱۲/۲۷۱	عرض از مبدا
۰/۰۲۵۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۵	سطح معناداری	۰/۰۰۰	
۰/۰۸۷	-۱/۶۵۹	۱/۷۴۷	۰/۳۹۲	۰/۹۶۷	آماره t	۲/۲۲۸	دوره تصدی مدیرعامل
۰/۹۳۰	۰/۰۹۸	۰/۸۲۱	۰/۶۹۵	۰/۳۳۶	سطح معناداری	۰/۰۲۶	
-۱/۳۳۰	۰/۳۹۳	۰/۳۳۸	-۰/۳۹۴	۱/۹۹۵	آماره t	-۴/۴۰۳	مالکیت مدیرعامل
۰/۱۸۶	۰/۶۹۴	۰/۷۳۵	۰/۶۹۳	۰/۰۴۹	سطح معناداری	۰/۰۰۰	
۰/۸۸۸	-۱/۴۷۱	۰/۷۱۴	۱/۱۶۴۵	-۱/۷۷۹	آماره t	۰/۵۱۰	دوگانگی مدیرعامل
۰/۳۷۶	۰/۱۴۲	۰/۴۷۵	۰/۲۴۶	۰/۰۷۹	سطح معناداری	۰/۶۰۹	
۲/۰۶۸	-۱/۵۴۷	-۰/۸۰۵	-۱/۴۴۲	۰/۵۳۳	آماره t	-۰/۷۰۲	دانش مالی مدیرعامل
۰/۰۴۰	۰/۱۲۳	۰/۴۲۱	۰/۱۵۲	۰/۵۹۵	سطح معناداری	۰/۴۸۲۴	
۰/۸۳۶	۱/۰۷۸	-۰/۰۵۰	۰/۲۱۲	-۰/۷۲۶	آماره t	-۰/۲۰۳	اندازه هیئت مدیره
۰/۴۰۴	۰/۲۸۲	۰/۹۵۹	۰/۸۳۲	۰/۴۷۰	سطح معناداری	۰/۸۳۸	
۲/۰۸۸	۰/۵۸۶	۱/۰۵۵	-۰/۴۷۸	-۰/۳۳۹	آماره t	۱/۱۵۱	مالکیت هیئت مدیره
۰/۰۳۸	۰/۵۵۸	۰/۲۹۲	۰/۶۳۳	۰/۷۳۴	سطح معناداری	۰/۲۴۹	
۱/۴۹۶	-۱/۰۷۶	۰/۰۷۵	۰/۹۷۷	-۲/۳۰۵	آماره t	۰/۷۳۸	استقلال هیئت مدیره
۰/۱۳۷	۰/۲۸۳	۰/۹۳۹	۰/۳۳۰	۰/۰۲۴	سطح معناداری	۰/۴۶۰	
۲/۶۰۶	۱/۲۲۳	۰/۳۳۵	۰/۴۷۹	۲/۰۸۵	آماره t	۳۳/۰۸	اندازه شرکت
۰/۰۱۰	۰/۲۲۲	۰/۷۳۷	۰/۶۳۲	۰/۰۴۰	سطح معناداری	۰/۰۰۰	
-۰/۷۱۸	-۱/۹۵۷	-۰/۵۴۱	-۰/۰۰۸	۳/۰۸۳	آماره t	۵/۹۲۰	اهرم مالی
۰/۴۷۴	۰/۰۵۱	۰/۵۸۸	۰/۹۹۳	۰/۰۰۲	سطح معناداری	۰/۰۰۰	

-۰/۸۱۳	۰/۲۷۲	-۰/۳۳۲	۰/۵۳۹	-۱/۰۲۵	اماره t	-۷/۴۲۱	دارایی ثابت
۰/۴۱۷۵	۰/۷۸۵۳	۰/۷۳۹۶	۰/۵۹۰۸	۰/۳۰۸۷	سطح معناداری	۰/۰۰۰	
-۰/۱۶۶	-۱/۱۷۵	۰/۱۱۹	-۰/۸۷۶	-۰/۷۰۳	اماره t	-۰/۰۹۶	مخارج سرمایه‌ای
۰/۸۶۷	۰/۲۴۱	۰/۹۰۴	۰/۳۸۲	۰/۰۹۳	سطح معناداری	۰/۹۲۲۸	
-۰/۹۰۸	۰/۷۷۲	-۱/۲۲۶	-۰/۳۶۸	-	اماره t	-	اثرات صنعت
۰/۳۶۵۷	۰/۴۴۱۱	۰/۲۱۷۸	۰/۷۱۳۴	-	سطح معناداری	-	
۰/۳۹۶	۰/۳۷۵	۰/۳۴۰	۰/۳۵۲	۰/۴۰۱		۰/۸۲۱۳	ضریب تعیین
۰/۳۱۲	۰/۳۱۶	۰/۳۱۸	۰/۳۴۷	۰/۳۰۵		۰/۷۸۸۵	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۳۴۴	۴/۲۸۴	۳/۶۸۸	۳/۴۷۶	۴/۲۰۶		۲۴/۹۸۴	آماره F
۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰۰		۰/۰۰۰	سطح معناداری

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره F که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، فرض  $H_0$  رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار می‌باشد. مقدار ضریب تعیین مدل اصلی برابر ۰/۸۲۱۳ می‌باشد که نشان می‌دهد ۸۲/۱۳٪ تغییرهای متغیر وابسته (ارزشیابی شرکت‌ها) توسط متغیر مستقل و کنترلی تشریح شده است. در سایر مدل‌ها به ترتیب سطح ارزش شرکت از ۱۰ الی ۹۰ درصد ضریب تعیین مدل‌ها ۰/۱۴، ۰/۳۵/۲۱، ۰/۳۴/۰۲، ۰/۳۷/۵۴، ۰/۳۹/۶۵ می‌باشد. با توجه به جدول (۴)، احتمال آماره t برای متغیر مدت تصدی مدیرعامل ( $TENSURE_{i,t}$ ) برابر ۰/۰۲۶۱ می‌باشد. این مقدار احتمال، کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. لذا بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. جهت آزمون فرضیه دوم با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سطح معناداری متغیر مدت تصدی مدیرعامل در سطوح مختلف بیشتر از ۰/۰۵ است، لذا بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. اما در صورتی که سطح اطمینان ۹۰ درصد باشد، در سطح ۵۰ درصد سطح معناداری متغیر مستقل دوره تصدی مدیر عامل ۰/۰۸ و در سطح ۷۵ درصد سطح معناداری، ۰/۰۹ می‌باشد که کمتر از ۰/۱ است. لذا فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۰ درصد پذیرفته می‌شود. با توجه به جدول (۴)، احتمال آماره t برای متغیر مالکیت

مدیرعامل ( $Ownership_{i,t}$ ) برابر  $0/000$  می‌باشد. این مقدار احتمال کمتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر رد می‌شود. لذا بین مالکیت مدیرعامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. از طرفی با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سطح معناداری متغیر مالکیت مدیرعامل در سطح  $10$  درصد کمتر از  $0/05$  است، لذا بین مالکیت مدیرعامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید می‌شود. با توجه به جدول (۴)، احتمال آماره  $t$  برای متغیر دوگانگی مدیر عامل ( $Duality_{i,t}$ ) برابر  $0/6097$  می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. لذا بین دوگانگی مدیر عامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. در رابطه با فرضیه ششم با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سطح معناداری متغیر دوگانگی مدیر عامل در سطوح مختلف بیشتر از  $0/05$  است، لذا بین دوگانگی مدیر عامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. بنابراین فرضیه ششم در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. با توجه به جدول (۴)، احتمال آماره  $t$  برای متغیر دانش مالی مدیر عامل ( $FE_{i,t}$ ) برابر  $0/4824$  می‌باشد. این مقدار احتمال بیشتر از سطح خطای  $0/05$  است. بنابراین فرض صفر پذیرفته می‌شود. لذا بین دانش مالی مدیر عامل و ارزشیابی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود ندارد. در نتیجه فرضیه هفتم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. همچنین با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد، سطح معناداری متغیر دانش مالی مدیر عامل در سطح ۹۵ درصد کمتر از  $0/05$  است، ( $0/0409$ ). لذا بین دانش مالی مدیر عامل و ارزشیابی شرکت با توجه سطح رشد در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. بنابراین فرضیه هشتم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

### نتیجه‌گیری

پیدایش تضاد منافع بین مدیران و مالکان با جدایی مالکیت از مدیریت صورت گرفت. ویژگی‌های مدیران در شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مدیران مالکیت شرکت‌ها را در اختیار دارند. با ایجاد شرکت‌های سهامی بزرگ و حضور گسترده سرمایه‌گذاران فعال در بازارهای سرمایه، به تدریج با منسجم‌تر شدن بازار سرمایه کشورها، مالکیت سهام شرکت‌ها از افراد به نهادها انتقال یافت که می‌توانند در شرکت نظارت بیشتری داشته باشند (مانند مدیران)، و این مبنایی برای شکل‌گیری تضاد منافع گردید. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند ویژگی‌های مدیرعامل در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام و تأثیری است که حضور فعال این گروه بر نحوه حاکمیت در سازمان‌ها و همچنین عملکرد آنها می‌تواند داشته باشد. مدیرعامل دارای توان بالقوه تأثیرگذاری بر فعالیت‌های مدیران به‌طور مستقیم از طریق مالکیت و به‌طور غیرمستقیم از طریق نظارت خود (به‌عنوان افراد بیرونی) می‌باشند و تأثیر مستقیم یا

غیرمستقیم مدیرعامل می‌تواند در ارزش آفرینی شرکت بسیار بااهمیت باشد. ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش‌گذاری نمایشگر چگونگی تأثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌ها است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد. با توجه به رابطه بین ویژگی مدیرعامل و ارزش شرکت در این پژوهش تلاش شد که با استفاده از ادبیات موجود و برخی تضادهای موجود، یافته‌هایی درباره تأثیر ویژگی مدیرعامل بر ارزش در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد بررسی قرار گیرد. به دلیل تفاوت ویژگی‌های مدیرعامل مانند میزان مالکیت؛ دوره تصدی، نقش دوگانگی مدیرعامل و ... برای شرکت‌های مختلف، عملاً تاکنون میزان تأثیرگذاری این ویژگی‌ها بر ارزش شرکت بررسی نشده است.

یافته‌ها نشان داد که بین دوره تصدی مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. همچنین یافته‌ها نشان داد بین دانش مالی مدیرعامل و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت رشد بالا رابطه مثبتی وجود دارد. نتایج به‌دست‌آمده در مقایسه با نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش نگوین و همکاران [۳۰] مطابقت ندارد. با توجه به اینکه مدیرعامل با دوره تصدی بلندمدت و دانش مالی بالا در مقایسه با دوره تصدی کوتاه‌مدت و دانش مالی کم، این احتمال وجود دارد در ایران محافظه‌کارانه‌تر عمل کند، که ممکن است، تصمیمات سرمایه‌گذاری را سنجیده‌تر انتخاب کنند، که در نهایت منجر به بهبود ارزش شرکت شود. بین مالکیت مدیرعامل و ارزش شرکت ارتباط منفی و معناداری وجود دارد و در شرکت‌های با فرصت رشد نیز همین ارتباط تداوم دارد. جداسازی مالکیت از مدیریت به ایجاد تضاد منافع بین مالک و نماینده منتهی می‌شود. مدیرعامل همیشه در جهت منافع سهامداران فعالیت نمی‌کنند و ممکن است که تصمیماتی اتخاذ نمایند که منافع آنها را در پی داشته باشد. بنابراین بین مدیر و مالک تضاد منافع وجود دارد که این موضوع می‌تواند به مشکلات نمایندگی منتهی گردد. مطالعات مختلف نشان می‌دهد چنانچه مدیران، سهامداران شرکت خود نیز باشند، انگیزه آنان برای نظارت بیشتر خواهد شد. بنابراین ممکن است هر چه میزان مالکیت مدیرعامل کمتر باشد، برای افزایش ارزش و بهبود وضعیت شرکت خود تلاش نکند و منافع خود را مدنظر قرار دهد. علاوه بر این شواهد قابل اتکایی مبنی وجود رابطه بین دوگانگی مدیرعامل و ارزش شرکت با توجه فرصت‌های رشد شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵٪ یافت نشد، اما یافته حاکی از این است که دوگانگی مدیرعامل موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود. بر اساس نظر جنسن<sup>۱</sup> [۲۷] وظیفه و مسئولیت اعضای هیئت‌مدیره، نظارت بر کار مدیران اجرایی رده‌بالا است. وی بیان می‌کند، مدیران اجرایی که همزمان عضو هیئت‌مدیره هستند (نقشی دوگانه دارند) با تأثیری که بر هیئت‌مدیره می‌گذارند، توان و قدرت راهبری هیئت‌مدیره را کاهش داده و استقلال هیئت‌مدیره را خدشه‌دار می‌سازند. برخلاف نظریه جنسن اگر

<sup>۱</sup> Jensen

مدیرعامل نقش دوگانه داشته باشد، با توجه به اشراف اطلاعاتی که به دست خواهد آورد، از طریق نظارت بیشتر مانع فرصت‌طلبی مدیران خواهد شد، بنابراین تصمیمات سرمایه‌گذاری در راستای منافع شرکت اتخاذ خواهد شد که منجر به افزایش ارزش شرکت می‌گردد. نتایج به‌دست‌آمده در مقایسه با نتایج به‌دست‌آمده از پژوهش نگوین و همکاران [۳۰] مطابقت دارد.

#### پیشنهاد مبتنی بر یافته‌های پژوهش

با توجه به این‌که یافته‌ها نشان داد دوره تصدی و دانش مالی مدیرعامل نقش قابل توجه و مثبتی بر ارزش شرکت دارد و با عنایت به اینکه هدف اصلی شرکت افزایش ارزش است، به مالکان شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود برای رسیدن به هدف فوق سعی نمایند که مدیرعاملان با تجربه و دارای دانش مالی انتخاب نمایند.

همچنین با توجه به این‌که یافته‌ها نشان داد مالکیت مدیرعامل موجب کاهش ارزش شرکت می‌شود به مالکان پیشنهاد می‌شود در شرکت‌های دارای مالکیت مدیرعامل از مکانیزم‌های نظارتی قوی مانند کمیته حسابرسی متخصص، حسابرسی باکیفیت و ... به منظور کاهش احتمال سوءاستفاده مدیرعامل استفاده نمایند.

#### فهرست منابع

۱. ابراهیمی کردلر، علی؛ و حسنی آذر داریانی، الهام. (۱۳۸۵). "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۵، صص. ۲۳-۳.
۲. ابراهیم پور، سهیلا. (۱۳۹۵). "اثر مالکیت نهادی بر رابطه بین افشای مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد. مؤسسه آموزش عالی راه دانش - بابل.
۳. تقی‌زاده خانقاه، وحید؛ و زینالی، مهدی. (۱۳۹۶). "تأثیر ویژگی‌های هیأت‌مدیره و جبهه‌گیری مدیریت بر استراتژی متنوع‌سازی شرکت". **راهبرد مدیریت مالی**، سال پنجم، شماره ۱۶، صص. ۱۵۷-۱۳۵.
۴. حاجیه‌ها، زهره و قانع، علی. (۱۳۹۵). "بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی بر فرصت سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **دانش حسابرسی**، ۱۶(۶۳)، ۱۲۷-۱۰۳.
۵. دانش‌عسگری، ته‌میننه. (۱۳۹۰). "بررسی تأثیر پیش‌بینی سود مدیریت بر ریسک و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.



۶. رحمانی، علی؛ میرسجاد، مسجدموسوی و روح اله، قیطاسی. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه سودآوری و بازده با توجه به چرخه عمر و اندازه شرکت". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۳(۹)، ۱۸-۱.
۷. رنجبر جمال ابادی، حمیدرضا؛ رضایی، محسن؛ مظفری، سیده آرزو و شیر غلامی، فاطمه. (۱۳۹۶). "بررسی درصد مالکیت مدیرعامل و اندازه شرکت با بیش تامین مالی شرکتهای IPO". **فصلنامه علمی تخصصی مدیریت، حسابداری و اقتصاد**. ۱(۱)، ۳۰-۱۷.
۸. زلفی، حسن، بیات، مرتضی، میرحسینی، ایرج، لاله مازین، مریم، (۱۳۹۷). "بررسی تأثیرارتباطات دولتی بر ارزش شرکت". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، بهار، شماره ۳۷، ص ۵۷-۷۲.
۹. عطائی کهل دشت، یوسف. (۱۳۹۱). "تأثیر کیفیت افشاء بر رابطه بین قدرت مدیرعامل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران مرکز، دانشکده اقتصاد و حسابداری.
۱۰. عوض پور، شیما. (۱۳۹۱). "تأثیر مدت تصدی حسابرس و سودآوری بر ارزش بازار شرکت. پایان نامه کارشناسی ارشد". دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.
۱۱. فتحی چوبه، سید میلاد. (۱۳۸۹). "بررسی ارتباط بین مکانیسم های حاکمیت شرکتی با سیاست تقسیم سود متغیر شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
۱۲. قربانی، سعید، خضری، توفیق، احمدیان، وحید(۱۳۹۶)، "بررسی رابطه نقدشوندگی، کیفیت افشا و ارزش شرکت بر اساس سیستم معادلات همزمان"، **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، پاییز، شماره ۳۵، ص ۱۰۷-۱۲۸.
۱۳. قدیری مقدم، ابوالفضل؛ عنایتی، اسماعیل و حسن زاده، افشین. (۱۳۸۶). "بررسی کارایی شاخص  $RI$  در ارزیابی شرکت های عضو بورس در مقایسه با نسبت های  $ROI$ ،  $ROE$ ،  $P/B$ ،  $P/E$ ". **مجله مدیریت صنعتی دانشگاه آزاد اسلامی سنندج**. ۲(۳): ۶۷-۴۹.
۱۴. کرمی، مجتبی. (۱۳۹۱). "بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و سیاست تقسیم سود". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک.
۱۵. گل محمدی شورکی، مجتبی. (۱۳۹۶). "تأثیر مدیریت ذینفعان بر عملکرد و ارزش شرکت: با تحلیل سازوکارهای حاکمیت شرکتی". پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید باهنر کرمان.

۱۶. مشایخی، بیتا و علی پناه، صبری. (۱۳۹۴). "تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه ی بین اجتناب از مالیات و ارزش شرکت". پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۷(۲۵)، ۷۰-۵۵.
۱۷. ملازاده، محمد؛ لاری دشت بیاض، محمود و ساعی، محمد جواد. (۱۳۹۵). "تأثیر دانش مالی مدیرعامل بر روی مدیریت سود". پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. ۸(۳۰)، ۵۹-۳۷.
۱۸. نادرعلی، هادی. (۱۳۹۳). "رابطه معاملات با اشخاص وابسته (کالا و منابع مالی) با عملکرد شرکتها". پایان نامه کارشناسی ارشد. موسسه آموزش عالی کار قزوین.
19. AL Tahtamouni, F.R & Alslehat, Z.A, (2014). The Impact of Accounting Indicators and Growth on the Market Value. *International Journal of Academic Research in Accounting. Finance and Management Sciences*. 4(2): 13–22.
20. Almeida, Juliano Ribeiro and Eid Jr, William. (2014). Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA. *Journal of Business Research*. 7(5), 924–934.
21. Al-Najjar, B & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*. 24(2), 1-31.
22. Andreou, P. C., Antoniou, C., Horton, J., and Louca, C. (2013). Corporate Governance and Firm-Specific Stock Price Crashes. Available At URL: [Http://Www.Ssrn.Com](http://www.ssrn.com).
23. Bona-Sánchez, C., Fernández-Senra, C. L & Pérez-Alemán, J. (2017). Related-party transactions, dominant owners and firm value. *BRQ Business Research Quarterly*. 20(1), 4-17.
24. Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E., & Johnson, J. L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19, 269–290.
25. Di Meo, F., García Lara, J. M & Surroca, J. A. (2017). Managerial entrenchment and earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*.
26. Finkelstein, S. and D'Aveni, R. (1994). CEO duality as a double-edged sword: how boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command. *Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 5, PP. 1079-1108.
27. Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of the internal control systems. *Journal of Finance*, Vol. 48, PP. 831-880.
28. Kim, S., Sambharya, R. B., & Yang, J. S. (2016). Do CEOs exercise managerial discretion to save their jobs? *Journal of Management and Governance*, 20(1), 179–200.

29. Moussa, B. F. Chichti, J. (2014), A survey on the Relationship between Ownership Structure, Debt Policy and Dividend Policy in Tunisian Stock Exchange: Three Stage Least Square Simultaneous Model Approach, **International Journal of Accounting and Economics Studies**, 2 (1), 1-21.
30. Nguyen, P., Rahman, N & Zhao, R. (2017). CEO characteristics and firm valuation: a quantile regression analysis.
31. Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments. **Journal of Financial Economics**, 25 (1): 123-140.
32. Wang, Z., Chen, M. H., Chin, C. L & Zheng, Q. 2017. Managerial ability, political connections, and fraudulent financial reporting in China. **Journal of Accounting and Public Policy**. 36(2), 1-22.

تهران، میرداماد، نرسیده به میدان محسنی، خیابان حساری، نیش کوچه دهم پلاک ۳۴

کد پستی: ۱۵۴۷۷۳۳۹۱۱

تلفن: ۲۲۲۲۷۲۲۱

فکس: ۲۲۹۰۷۶۷۲

وبسایت

[www.iaaaar.com](http://www.iaaaar.com)

ایمیل

[iranianiaa@yahoo.com](mailto:iranianiaa@yahoo.com)



## Features of CEO and Growth of Company Value: Quantitative Regression Analysis

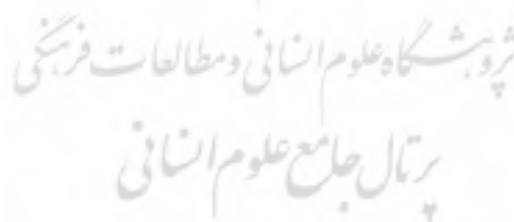
Narjes Kamali Kermani<sup>1</sup> ©

Department of Accounting, Bojnourd University, North Khorasan, Iran

(Received: 5 May 2019; Accepted: 16 November 2019)

In this study, the relationship between CEO characteristics and the growth value of listed companies in Tehran Stock Exchange was investigated. For this purpose, 117 companies were surveyed during the period 1389-1395. Required financial data were extracted by referring to financial statements and financial software and classified, summarized and calculated by Excel software and finally analyzed by Eviews software. Regarding to the statistical methods performed at the level of 0.95, using regression test results showed that there is a positive and significant relationship between CEO tenure and company value, and the same is true in companies with growth opportunity. There is a positive relationship between CEO financial knowledge and firm value in high growth opportunity companies. In addition, no reliable evidence was found that there was a relationship between CEO duality and firm value with 95% confidence level for growth opportunities.

**Keywords:** CEO Ownership, CEO Tenure, Q Tobin & Company Evaluation.



---

<sup>1</sup> narjes.kamali@gmail.com © (Corresponding Author)