

## بررسی تأثیر حکمرانی خوب شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

فریدون احمدی<sup>۱</sup>، اسفندیار محمدی<sup>۲</sup>

**چکیده:** در متون اقتصادی و مدیریتی عوامل متعددی به عنوان عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها در دستیابی به سود معرفی شده است. از جمله این عوامل می‌توان به متغیرهای حاکم در محیط درونی و بیرونی آنها اشاره کرد و از مهم‌ترین متغیرهای مربوط به محیط درونی شرکت‌ها ساختار، فرهنگ، منابع انسانی و مالی آنهاست. مقاله حاضر بر این فرض استوار است که عملکرد بد شرکت‌ها به دلیل ضعف مدیریتی و حکمرانی نامناسب شرکتی آنهاست. برای بررسی این موضوع ۹۰ شرکت از شرکت‌های صنایع نه‌گانه که سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است، به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. تحقیق حاضر بر حسب هدف کاربردی و بر اساس شیوه گردآوری داده‌ها توصیفی است. از ابزار پرسشنامه و بررسی اسناد و مدارک برای گردآوری داده‌ها و از تحلیل مسیر برای تحلیل یافته‌ها استفاده شده است. بر اساس نتایج، محیط درونی شرکت‌ها، حکمرانی خوب شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی آنها همبستگی قوی‌ای با یکدیگر دارند و محیط درونی شرکت‌ها از طریق تقویت حکمرانی خوب شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی را افزایش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: ارزش افزوده اقتصادی، بورس اوراق بهادار تهران، حکمرانی خوب شرکتی، محیط داخلی.

۱. استادیار مدیریت دولتی، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

۲. استادیار مدیریت بازرگانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۱۰/۳۰

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۴/۰۳/۰۳

نویسنده مسئول مقاله: اسفندیار محمدی

E-mail: esfand1970@yahoo.com

## مقدمه

در سال‌های اخیر، مفهوم حکمرانی شرکتی و ابعاد گسترده آن، بخش مهمی از مطالعات متخصصان و کارشناسان اقتصادی و مدیریتی را به خود اختصاص داده است. حکمرانی شرکتی مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های مربوط در شرکت است که با هدف ایجاد ساختاری مناسب، موجب تنظیم اهداف شرکت‌شده و راه‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد را نیز تعیین می‌کند. استقرار مناسب سازوکارهای نظام حکمرانی شرکت، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حفظ حقوق همه ذی‌نفعان شرکت‌هاست. در اصول، نظام حکمرانی شرکت درصد رفیع تضاد منافع میان مدیریت و سهامداران است؛ مسئله‌ای که هزینه‌های بسیاری به شرکت‌ها تحمیل می‌کند.

یکی از مفاهیمی که در سال‌های اخیر برای هدایت بهینه سرمایه‌گذاری‌ها در مباحث مالی مطرح است، مفهوم حکمرانی خوب شرکتی است. حکمرانی خوب شرکتی بدون حمایت عوامل دیگر، به خصوص محیط داخلی سازمان، به دست نمی‌آید (کی‌سی، کیوین و رایت، ۱۹۹۷). حکمرانی خوب شرکتی، ابزار مهمی در تعیین قیمت سرمایه در بازارهای داخلی و خارجی سرمایه است و اهمیت روزافزونی دارد. شرکت‌ها باید مجهز شوند تا بتوانند رقابت کنند، برقرار بمانند و در هر جایی اعتماد سرمایه‌گذار را افزایش دهند. حکمرانی خوب شرکتی از جمله روش‌های مدیریتی است که در این راستا به شرکت‌ها کمک می‌کند. علی‌رغم اهمیت حکمرانی خوب شرکتی در بازدهی شرکت‌ها، تحقیقات کمی درباره چگونگی حمایت محیط داخلی سازمان از اجرای حکمرانی خوب شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد شرکت انجام پذیرفته است. تحقیقات انجام شده نشان می‌دهد که حکمرانی خوب شرکتی قادر است هرگونه محیط تجاری پیش‌بینی‌ناپذیر را پیش‌بینی کند و عملکرد شرکت‌ها را ارتقا دهد (نستور، ۲۰۰۰).

بر اساس آمارهای بانک مرکزی و سایر نهادهای اقتصادی در سال‌های اخیر، مشاهده می‌شود بیشتر شرکت‌های فعال در زمینه صنایع نه‌گانه، عملکرد مناسبی نداشته‌اند. به نظر می‌رسد نبود حکمرانی خوب شرکتی و ناهماهنگی عوامل داخلی با تغییرات محیطی، از جمله دلایل ضعف عملکرد و پایین بودن ارزش افزوده اقتصادی این شرکت‌هاست. از این رو در مطالعه حاضر، هدف اصلی شناسایی وضعیت موجود حکمرانی خوب شرکتی در صنایع نه‌گانه و ارتباط آن با محیط داخلی و ارزش افزوده اقتصادی این شرکت‌هاست. بر این اساس نویسندگان مقاله فرضیه‌های زیر را مطرح کرده‌اند:

فرضیه اول. رابطه مثبت و معناداری بین اجزای سازمانی محیط درونی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد.

فرضیه دوم. محیط داخلی سازمان به طور مثبت بر حکمرانی خوب شرکتی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد.

فرضیه سوم: محیط داخلی شرکت از طریق حکمرانی خوب شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد.

### پیشینه پژوهش

#### پیشینه نظری پژوهش

بررسی مباحث نظری مربوط به مفهوم حکمرانی شرکتی نشان می‌دهد در خصوص این موضوع توافق اساسی وجود ندارد و گاهی تعریف نهادها یا افراد با یکدیگر متفاوت است، به گونه‌ای که برخی از دیدگاه محدود، حاکمیت شرکتی را فقط در رابطه شرکت و سهامداران تعریف می‌کنند و در مجموعه گسترده‌تر، این مفهوم به صورت شبکه‌ای از روابط تعریف می‌شود که نه تنها شرکت و مالکان (صاحبان سهام) آن را پوشش می‌دهد، بلکه تمام ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، مردم، جامعه و... را دربرمی‌گیرد. به بیان دیگر، حکمرانی شرکتی به آن دسته از اقدامات شرکت اشاره دارد که سازوکاری از کنترل‌ها و بررسی‌ها ایجاد می‌کند و اطمینان می‌دهد از قدرت تصمیم‌گیری نه تنها سوءاستفاده نمی‌شود، بلکه توأم با مراقبت و مسئولیت‌پذیری برای تأمین انتظارات سهامداران به کار می‌رود (برنارد، هوسانگ و ووچان، ۲۰۰۵). حکمرانی مناسب، زمینه افشا و گزارشگری به موقع شرکت‌ها را فراهم می‌کند. هدف نظام حکمرانی شرکت‌ها، کسب اطمینان از عدم وقوع رفتار فرصت‌طلبانه است که از طریق کاهش مشکلات نمایندگی و اطلاعات نامتقارن بالقوه بین مدیر و ذی‌نفعان مختلف مانند سهامداران، اعتباردهندگان و مانند آنها تحقق می‌یابد. کاهش این گونه مشکلات، رغبت سهامداران به معامله در این بازارها و افزایش نقدشوندگی سهام در بازار را افزایش می‌دهد (چانگ و الدر، ۲۰۰۸). کمیت، کیفیت و به موقع بودن اطلاعاتی که راهبران شرکت افشا می‌کنند، یکی از مهم‌ترین ابزارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. زمانی که اطلاعات از طریق راهبران شرکت به عموم عرضه می‌شود، معامله‌گران، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران این اطلاعات را بررسی و تجزیه و تحلیل می‌کنند و بر این اساس، نسبت به خرید و فروش سهام شرکت‌ها تصمیم می‌گیرند. نظام حکمرانی شرکتی منسجم و ساختاریافته، از طریق ارتقای سطح کیفی اطلاعات و شفافیت، تأثیر بسزایی در جهت‌دهی به تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و بازیگران بازار سرمایه دارد و زمینه ایجاد بازارهای سرمایه‌ای با نقدشوندگی زیاد را فراهم می‌آورد.

یکی از بهترین سازوکارهای حکمرانی شرکتی، حکمرانی خوب شرکتی است. حکمرانی خوب شرکتی، مدیریت مناسب درونی سازمان است که باید کارکنان و اعضای هیئت‌مدیره آن انجام

دهند (مک‌رابرت و رونی، ۱۹۹۷). برای حکمرانی خوب شرکتی دو جنبه وجود دارد؛ یکی جنبه رفتاری آن است که شامل الگوهای رفتاری متعدد بین سهامداران و عاملان شرکت می‌شود و جنبه دیگر، جنبه هنجاری حکمرانی خوب شرکتی است که مجموعه‌ای از قوانین را برای انجام فعالیت‌های تجاری از قبیل قوانین شرکت‌ها، قوانین مربوط به نیروی کار، تدوین و تنظیم راهبرد، ساختار کنترل داخلی شرکت و مانند آنها را دربرمی‌گیرد (کی‌سی و همکاران، ۱۹۹۷). حکمرانی خوب شرکتی سیستمی است که به‌وسیله آن شرکت‌ها به شیوه مناسب‌تری اداره و مدیریت می‌شوند. این سیستم بر چگونگی تعیین و دستیابی به اهداف شرکت‌ها، نحوه کنترل و تعیین خطر کار و نحوه بهینه‌شدن عملکرد، تأثیر می‌گذارد. ساختارهای حکمرانی خوب شرکتی، شرکت‌ها را تشویق می‌کند تا ایجاد ارزش کنند (از طریق کارآفرینی، نوآوری، توسعه و اکتشاف)، مسئولیت‌پذیر باشند و سیستم‌های کنترلی متناسب با خطرهای درگیر ایجاد کنند (میلستین، ۱۹۹۸). چهار عنصر اصلی تشکیل‌دهنده حکمرانی خوب شرکتی عبارت است از انصاف، شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری که هر چهار عنصر اهمیت یکسانی دارد (گومپرس، اشی و متریک، ۲۰۰۳).

حکمرانی خوب شرکتی مفهوم خود را از حکمرانی خوب در سطح ملی اقتباس کرده است و شاخص‌های اساسی آن هم برگرفته از شاخص‌های حکمرانی خوب است. مکی حکمرانی خوب را مدیریت اثربخش منابع اقتصادی و اجتماعی کشور می‌داند، به‌گونه‌ای که چنین مدیریتی شفاف، پاسخگو، عدالت‌جو و باز باشد (مکی، تیسون، مکی و بارنی، ۲۰۰۷). از نظر مک‌آدام و لئونارد (۲۰۰۳)، حکمرانی خوب، پارادایم جدیدی در اعمال حاکمیت محسوب می‌شود که تلاش می‌کند با تجمیع ویژگی‌های خاص، حاکمیت ایده‌آل را توصیف کند. ظهور حکمرانی خوب را می‌توان مجموعه جدیدی از ایدئولوژی حاکمیتی در اداره امور عمومی شمرد که سبب شکل‌گیری ایده‌ها و باورهای کلیدی در مدیریت کلان جامعه شده است (مبارک و پیوند، ۱۳۸۹). بانک توسعه آفریقا که نخستین بانک منطقه‌ای با رویکرد چندجانبه‌گرایی است، حکمرانی خوب را سیاست رسمی حکومت‌ها معرفی می‌کند. حکمرانی خوب از نظر این بانک همان حکمرانی شفاف است که بر پایه چهار مبنای به هم پیوسته پاسخگویی، شفافیت، قابلیت پیش‌بینی و مشارکت قرار دارد. برنامه توسعه سازمان ملل با انتشار گزارش حکمرانی و توسعه انسانی پایدار (میلیکان، ۱۹۸۷) ادبیات نوینی را در مفهوم حکمرانی شکل داد. این سازمان، حکمرانی را بهره‌مندی از مدیران اجرایی و مقامات سیاسی و اقتصادی در اداره امور تمام سطوح کشور می‌داند. شاخص‌های کلیدی حکمرانی خوب از نظر UNDP عبارت است از مشارکت، حاکمیت قانون، شفافیت، مسئولیت‌پذیری، اجماع‌مداری، عدالت، اثربخشی و کارایی، پاسخگویی و دیدگاه

راهبردی. بانک جهانی حکمرانی را شیوه استفاده از قدرت در مدیریت منابع اقتصادی و اجتماعی کشور برای دستیابی به توسعه تعریف می‌کند. در این تعریف مفهوم حکمرانی به‌طور مستقیم به مدیریت فرایند توسعه می‌پردازد که شامل دو بخش خصوصی و عمومی است. حکمرانی شامل ظرفیت و کارکردهای بخش عمومی است. همچنین، قوانین و نهادهایی را برای هدایت بخش عمومی و خصوصی فراهم می‌کند. پاسخگویی نیز باید در کانون توجه قرار گیرد که شامل پاسخگویی عملکرد اقتصاد است. به‌طور کلی، می‌توان گفت حکمرانی فرایند محیطی است که شهروندان میان خود و نهاد اجتماعی و دولتی دارند و با یکدیگر در تعامل‌اند. در تعریف دیگر، بانک جهانی حکمرانی را سنت‌ها و نهادهایی تعریف می‌کند که توسط آنها قدرت به‌منظور مصلحت عمومی در کشور اعمال می‌شود و مشتمل بر فرایندی است که از طریق آن صاحبان قدرت، انتخاب، نظارت و تفویض می‌شوند؛ ظرفیت و توانایی دولت برای اداره کارآمد منابع و اجرای سیاست‌های درست ارتقا می‌یابد؛ احترام شهروندان و دولت به نهادهای اداره‌کننده تعاملات اجتماعی و اقتصادی بهبود می‌یابد (کافمن، کرای و ماتروزی، ۲۰۰۳). ارزش افزوده اقتصادی نشان‌دهنده سود باقی‌مانده پس از کسر هزینه‌های سرمایه است. از این رو، از ایجاد ثروت برای سهامداران تصویر واقعی به‌وجود می‌آورد و در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و شناسایی فرصت‌ها برای بهبود و توجه به منافع کوتاه‌مدت، همانند منافع درازمدت به مدیران کمک می‌کند (ایزدی‌نیا و کربلای‌کریم، ۱۳۹۱). در نگاه کلی، ارزش افزوده اقتصادی بیان می‌کند که آیا سود عملیاتی به‌دست‌آمده از فعالیت‌های عادی واحد تجاری، توانایی پوشش هزینه سرمایه به‌کار گرفته‌شده برای ایجاد آن را دارد؟ چنانچه سود عملیاتی شرکت بیش از هزینه سرمایه به‌کار گرفته‌شده برای ایجاد آن باشد، شرکت ارزش افزوده اقتصادی مثبتی کسب خواهد کرد. از سوی دیگر، اگر شرکت ارزش افزوده اقتصادی منفی داشته باشد (سود عملیاتی کمتر از هزینه سرمایه آن باشد)، با کاهش ارزش مواجه شده است. در چنین حالتی سرمایه‌گذاران رغبت کمتری به سرمایه‌گذاری دارند. ارزش افزوده اقتصادی، جریان نقدی ایجادشده (پس از کسر مالیات) به‌وسیله شرکت، منهای هزینه سرمایه صرف‌شده برای ایجاد آن جریان نقدی است. بنابراین، نشان‌دهنده سود واقعی در برابر سود روی کاغذ است. تفاوت بین فروش خالص و مجموعه هزینه‌های عملیاتی با مالیات‌ها و هزینه سرمایه نشان داده می‌شود (گوش و مندال، ۲۰۰۹).

بر اساس مطالعات انجام‌شده، محیط پویای سازمانی برای ادامه حیات باید قادر باشد خود را با تغییرات محیطی منطبق کند. تغییر سریع محیطی یا آشفتگی، وضعیت نامشخصی را برای شرکت یا سازمان ایجاد می‌کند. طبق نظر میلیکان (۱۹۸۷)، نامشخص بودن به این معناست که شخص توانایی ندارد چیزی را به درستی پیش‌بینی کند. درک عدم اطمینان از محیط تجاری،

درک شخصی از وضعیت نامعلوم تعبیر می‌شود که از محیط بیرونی نشئت می‌گیرد و بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد. مهم‌ترین متغیرهای محیط درونی مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها، ساختار، فرهنگ و منابع سازمانی است و مهم‌ترین متغیرهای محیط بیرونی اقتصاد جامعه، فرهنگ اجتماعی، عوامل سیاسی - قانونی، فناوری و زیرساختی است که البته بر اساس مطالعات انجام‌شده، نقش عامل اقتصادی بر عملکرد شرکت‌ها پررنگ‌تر از سایر عوامل است (آنتونی و ویجی، ۱۹۹۸).

طبق نظر ویلن و هانگر (۱۹۹۲)، مدیران باید ضعف‌ها و قوت‌های شرکت را برای دستیابی به محیط داخلی مساعد، تجزیه و تحلیل کنند. بین محیط داخلی سازمان و عملکرد شرکت‌ها در سیستم حسابداری مدیریت برای خدمات‌رسانی به سهامداران، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد (جلد، ۱۹۹۷؛ چانگ و کار، ۱۹۹۷؛ میلیکان، ۱۹۸۷).

بر اساس آنچه بیان شد، در مطالعه حاضر برای مشخص کردن وضعیت موجود حکمرانی خوب شرکتی، از مدل گومپرس و همکاران (۲۰۰۳) که حکمرانی شرکتی را مشتمل بر چهار بعد انصاف، شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری می‌داند، بهره برده می‌شود. همچنین، به منظور تعیین عوامل داخلی مؤثر بر ارزش افزوده اقتصادی، از سه شاخص مهم ساختار، فرهنگ و دارایی‌های ناملموس به زعم آنتونی و ویجی (۱۹۹۸) استفاده می‌شود.

### پیشینه تجربی پژوهش

در رابطه با موضوع تحقیق، مطالعاتی در خارج و داخل انجام شده است که به پاره‌ای از آنها اشاره می‌کنیم.

تیان و تویی (۲۰۱۱) در پژوهشی، اثر حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی بر بازدهی کل عوامل بنگاه را بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد، اثر جایگزینی میان بازار رقابتی محصول و حاکمیت شرکتی در سطح نمونه بررسی شده وجود دارد.

لیل و سیلوا (۲۰۰۵) رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را با استفاده از داده‌های ترکیبی در برزیل بررسی کردند. آنان پرسشنامه‌ای شامل ۲۴ پرسش دوجوابی از معیارهای مربوط به حاکمیت شرکتی برای دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ ایجاد کردند. هر پرسش دارای مقادیر وزنی مساوی بود و امتیاز شرکت‌ها در محدوده صفر تا ۲۴ قرار می‌گرفت. آنان رابطه قوی و معنادار مثبتی، بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پیدا کردند که بیان می‌کرد اصلاح رویه‌های حاکمیت شرکتی، سبب کاهش هزینه‌ها در شرکت‌های برزیلی می‌شود. همچنین، نشان دادند که اصلاح رویه‌های شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سال ۲۰۰۲ (آخرین سال آزمون اطلاعات)، سبب

۳۸ درصد افزایش در Q توبین و ازدیاد یک واحد شاخص حاکمیت شرکتی، سبب افزایش ۶/۸ درصد در میانگین قیمت سهام شرکت می‌شود.

سیلوپرا، لیل، سیلوا و باروس (۲۰۰۷) نیز برای بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در کشور برزیل، ۱۵۴ شرکت از بورس اوراق بهادار را در سال ۲۰۰۲ انتخاب کردند. آنان برای ارزش شرکت از دو معیار Q توبین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار استفاده کردند. برای معیارهای حاکمیت شرکتی، علاوه بر شاخص گفته شده، از تعدادی از متغیرهای کنترلی مانند ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، نقدینگی، سود هر سهم، سودآوری عملیاتی، فرصت‌های رشد آینده، اندازه شرکت، نوع عملیات، نوع صنعت و کیفیت کنترل سهامداران استفاده کردند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد کیفیت حاکمیت شرکتی، تأثیر مثبت و قوی‌ای بر ارزش بازار شرکت‌ها دارد.

با توجه به جست‌وجوی محققان این مقاله، در داخل کشور تحقیقی یافت نشد که تأثیر حکمرانی خوب شرکتی را بر عملکرد شرکت‌ها بررسی کند و تحقیقات انجام گرفته در سطح بین‌المللی بوده است. برای مثال، کمبجانی و سلاطین (۱۳۸۹) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی در گروه کشورهای منتخب اپک» بیان کردند در ایران کیفیت حکمرانی وضعیت مطلوبی ندارد. نتایج برآورد مدل آنان نشان داد شاخص کیفیت حکمرانی در هر سه کشور تأثیر مثبت و معناداری بر میزان رشد اقتصادی دارد، اما میزان تأثیرگذاری این شاخص در ترکیه بیش از ایران و پاکستان است، به طوری که با یک واحد تغییر در کیفیت حکمرانی، میزان رشد اقتصادی در ترکیه، ایران و پاکستان به ترتیب ۰/۱۶، ۰/۱۱ و ۰/۰۶ درصد تغییر می‌یابد.

مبارک و پیوند (۱۳۸۹) نیز به شاخص‌های حکمرانی خوب از دیدگاه اسلام و تأثیر آن بر رشد اقتصادی پرداخته‌اند. نویسندگان مقاله معتقدند که یکی از هدف‌های اصلی تمام نظام‌های اقتصادی، به ویژه اقتصاد اسلامی، تحقق رشد و توسعه اقتصادی است. در این جهت، الگوهای گوناگون رشد اقتصادی به ویژه الگوهای رشد نئوکلاسیک، تفاوت در عملکرد اقتصادی کشورها را ناشی از تفاوت در عامل‌های اقتصادی مانند سرمایه (فیزیکی و انسانی) و بهره‌وری می‌دانند، در حالی که تفاوت در انباشت سرمایه و بهره‌وری خود ریشه در عامل‌هایی دارد که اقتصاددانان نهادگرا آن را ساختار نهادی هر کشور معرفی می‌کنند. آنها در مطالعه خود رابطه مثبت و معنادار بین محیط نهادی و رشد اقتصادی را بررسی کردند. عامل نهادی شامل نهاد‌های حاکمیتی (حق اظهار نظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، کنترل فساد، حاکمیت قانون، کیفیت بوروکراسی و اثربخشی دولت) در نظر گرفته شده است که به طور جداگانه و کلی برای کشورهای اسلامی مد نظر از بین کشورهای با سطوح گوناگون توسعه در دوره ۲۰۰۵ - ۱۹۸۰ با استفاده از روش داده‌های ترکیبی بررسی شده

است. نتایج نشان می‌دهد میزان اثرگذاری عوامل نهادی و حکمرانی در کشورهای ایران، مصر، ترکیه و اندونزی نسبت به کشورهای دیگر اثرگذاری کمتری داشته است.

ستایش و منصور (۱۳۹۳) در مطالعه‌ای به بررسی مقایسه‌ای سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت‌های درمانده و غیردرمانده مالی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد فقط در کل دوره پژوهش، پایین بودن درصد مدیران غیرموظف هیئت‌مدیره در شرکت‌های درمانده مالی در مقایسه با شرکت‌های غیردرمانده مالی، یکی از دلایل درماندگی مالی شرکت‌های بررسی شده بوده است. در هیچ‌یک از سال‌های پژوهش، همچنین در کل دوره پژوهش، نوع حسابرس در جلوگیری از درماندگی مالی شرکت‌های بررسی شده موفق عمل نکرده است.

فعلی (۱۳۸۷) در پژوهشی با عنوان «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت» به بررسی نقش سهامداران نهادی و درصد مدیران غیرموظف، به‌منزله معیاری از معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت، پرداخت. وی برای این امر، اطلاعات چهارساله ۹۷ شرکت را بررسی کرد. یافته‌های این بررسی نشان داد با توجه به آنکه میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران زیاد است، رابطه معناداری بین سهامداران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد. همچنین، با توجه به اینکه در تمامی شرکت‌های نمونه، دست کم یک عضو غیرموظف در هیئت مدیره وجود دارد، رابطه معناداری بین وجود مدیران غیرموظف و ارزش شرکت وجود دارد. به گفته دیگر، بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

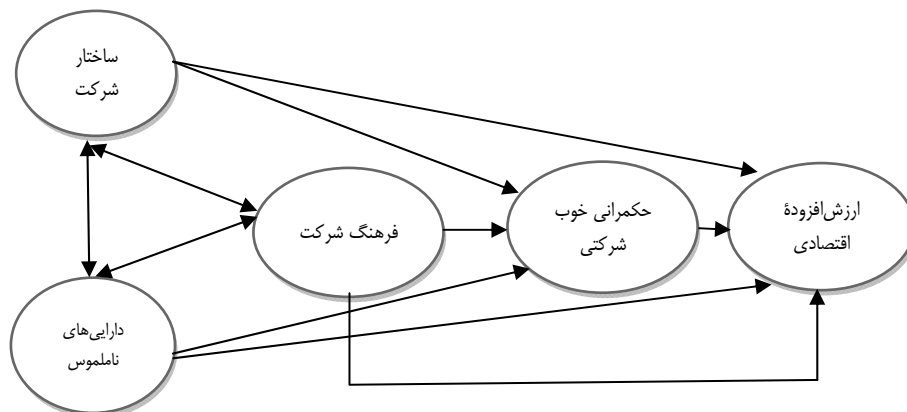
مهرانی، حسینی، حیدری و پویانفر (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج مطالعه آنها حاکی از تأثیر مثبت و معنادار مالکیت نهادی و بی‌تأثیر بودن انواع دیگر مالکیت بر ارزش شرکت‌هاست. این نتایج تأییدی بر فرضیه نظارت کارا در رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت است.

### مدل مفهومی پژوهش

بر اساس آنچه در مبانی نظری و تجربی پژوهش بیان شد، چارچوب مفهومی شکل ۱ مبنای مطالعه حاضر قرار گرفته است.

بر اساس شکل ۱، متغیرهای مستقل تحقیق و عوامل داخلی شرکت (ساختار، فرهنگ و دارایی‌های ناملموس) بر یکدیگر اثر می‌گذارند و از طریق تأثیر بر حکمرانی خوب شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها نیز تأثیر می‌گذارند.





شکل ۱. مدل گومپرس

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر بر حسب هدف کاربردی و بر اساس شیوه گردآوری داده‌ها توصیفی از نوع پیمایشی و همبستگی است. جامعه آماری تحقیق شامل تمام شرکت‌های تولیدی در صنایع نه‌گانه بر اساس کدهای ISIC است که سهام آنها در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده است. ۹۰ شرکت به شیوه طبقه‌ای تصادفی ساده (از هر صنعت ۱۰ شرکت) برای نمونه آماری انتخاب شد. جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز تحقیق از سه روش کتابخانه‌ای، میدانی و بررسی اسناد و مدارک انجام گرفت. از مطالعات کتابخانه‌ای برای تدوین مبانی نظری پژوهش، از مطالعات میدانی به کمک ابزار پرسشنامه برای سنجش ابعاد چهارگانه حکمرانی خوب شرکتی و از بررسی اسناد و مدارک برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به ارزش افزوده اقتصادی بر اساس گزارش‌های سالانه استفاده شده است. از روش تحلیل مسیر هم برای تعیین نحوه و میزان ارتباط متغیرهای تحقیق بهره گرفته شده است. متغیرهای بررسی شده به انضمام شاخص‌ها و سطح سنجش آنها در جدول ۱ مشاهده می‌شود. بر اساس جدول ۱، ساختار شرکت، فرهنگ شرکت و دارایی‌های ناملموس به‌عنوان شاخص‌های محیط داخلی شرکت و انصاف، شفافیت، پاسخگویی و مسئولیت‌پذیری به‌عنوان شاخص‌های حکمرانی خوب شرکتی مطالعه شد. ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها، از سود پس از کسر مالیات بر کل هزینه سالانه سرمایه محاسبه شده است. رابطه‌ای که در تحقیق حاضر برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی به کار برده شده به شرح زیر است:

$$\text{رابطه ۱)} \quad \text{کل سرمایه} \times \text{میانگین ارزش سرمایه} - \text{سود خالص بعد از کسر مالیات} = \text{ارزش افزوده اقتصادی}$$

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - c * x \text{ Capital} \quad \text{رابطه ۲}$$

NOPAT سود عملیاتی خالص بعد از کسر مالیات و c میانگین ارزش سرمایه است.

جدول ۱. شمای کلی از متغیرهای مورد بررسی

مقیاس	شاخص	ابعاد	متغیرهای تحقیقی
رتبه‌ای	پیچیدگی، رسمیت و تمرکز اعتماد، ارزش‌ها، انتظارات مهارت‌ها، شایستگی‌ها و تعهد	X <sub>۱</sub> : ساختار شرکت X <sub>۲</sub> : فرهنگ شرکت X <sub>۳</sub> : دارایی‌های ناملموس	متغیر پیش‌بین: محیط درونی شرکت (X)
رتبه‌ای		Y <sub>۱</sub> : انصاف Y <sub>۲</sub> : شفافیت Y <sub>۳</sub> : پاسخگویی Y <sub>۴</sub> : مسئولیت‌پذیری	متغیر تعدیل‌کننده: حکمرانی خوب شرکتی (Y)
نسبتی		ارزش‌افزوده اقتصادی	متغیر وابسته (Z)

### یافته‌های پژوهش

- شناسایی وضعیت موجود محیط داخلی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس داده‌های به‌دست‌آمده از پرسشنامه‌های تحقیق، وضعیت شرکت‌های مطالعه‌شده از نظر محیط درونی مطابق جدول ۲ است.

جدول ۲. توصیف وضعیت موجود محیط داخلی شرکت‌های مطالعه‌شده

امتیاز رتبه	شاخص	متغیر
۳۵/۳	پیچیدگی	ساختار
۵۲/۵۴	رسمیت	
۷۱/۲۱	تمرکز	
۶۳/۶۴	اعتماد	فرهنگ
۶۹/۶۱	ارزش‌ها	
۶۶/۲۴	انتظارات	
۷۴/۲۱	مهارت‌ها	دارایی‌های ناملموس
۷۰/۲۸	شایستگی	
۴۸/۱۲	تعهد	

بر اساس اطلاعات جدول ۲، ملاحظه می‌شود که شرکت‌های مطالعه‌شده در شاخص تمرکز مربوط به متغیر ساختار، بیشترین امتیاز را کسب کرده‌اند. در خصوص متغیر فرهنگ، ارزش‌ها از جمله شاخص‌های اساسی است که در شرکت‌های مطالعه‌شده امتیاز بیشتری را به خود اختصاص داده است. در نهایت، مهارت‌ها از جمله شاخص‌های متغیر دارایی‌های ناملموس، در مقایسه با دو شاخص دیگر، امتیاز بالاتری به‌دست آورده است.

• شناسایی وضعیت موجود حکمرانی خوب شرکتی و ابعاد آن در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بر اساس داده‌های به‌دست آمده از پرسشنامه‌های تحقیق، وضعیت شرکت‌های مطالعه‌شده از نظر شاخص‌های معرف حکمرانی خوب شرکتی مطابق جدول ۳ است. بر اساس اطلاعات جدول ۳، شرکت‌های مطالعه‌شده در شاخص پاسخگویی نسبت به سایر شاخص‌های معرف حکمرانی خوب شرکتی، بیشترین امتیاز را کسب کرده‌اند.

جدول ۳. توصیف وضعیت موجود حکمرانی خوب شرکتی، شرکت‌های مطالعه‌شده

امتیاز رتبه	شاخص	متغیر
۳۹/۸۲	عدالت	حکمرانی خوب شرکتی
۴۹/۲۷	شفافیت	
۶۸/۲۵	پاسخگویی	
۶۴/۲۱	مسئولیت‌پذیری	

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

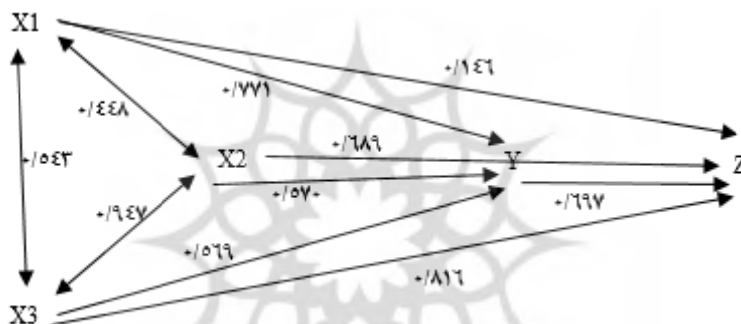
• تعیین و تبیین ارتباط بین محیط داخلی، حکمرانی خوب شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های مورد مطالعه

برای تعیین ارتباط بین متغیرهای پژوهش از آزمون تحلیل مسیر استفاده شده است. نتایج آزمون تحلیل مسیر در جدول ۴ و شکل ۲ ارائه شده است.

بر اساس اطلاعات جدول ۴، ضریب همبستگی تمام مسیرها به‌جز مسیر  $X_1$  به  $Z$ ، در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است. در مدل تحلیل عاملی انجام‌شده، حکمرانی خوب شرکتی متغیر آشکار و ابعاد آن متغیرهای مکنون را تشکیل می‌دهد. همچنین، نحوه ارتباط بین متغیرهای تحقیق در شکل ۲ مشاهده می‌شود.

جدول ۴. آنالیز ضرایب تحلیل مسیر شرکت‌های مطالعه‌شده

مسیر	ضریب همبستگی	مقدار T محاسبه‌شده	T جدول	نتیجه
$X_1 \leftarrow Y$	۰/۷۷۱	۶/۰۳۳	۲/۴۵۲	تأیید
$X_2 \leftarrow Y$	۰/۵۷۰	۳/۳۶۵	۲/۴۵۲	تأیید
$X_3 \leftarrow Y$	۰/۵۹۶	۲/۳۱۸	۲/۴۵۲	تأیید
$Z \leftarrow Y$	۰/۶۹۷	۲/۷۶۸	۲/۰۴۸۴	تأیید
$Z \leftarrow X_1$	۰/۱۴۶	-۰/۷۸۶	۲/۰۴۸۴	رد
$Z \leftarrow X_2$	۰/۶۸۹	۲/۳۳۶	۲/۰۴۸۴	تأیید
$Z \leftarrow X_3$	۰/۸۱۶	۲/۹۹۷	۲/۰۴۸۴	تأیید



شکل ۲. خروجی آزمون تحلیل مسیر متغیرهای تحقیق

همان‌طور که در شکل ۲ مشاهده می‌شود، تمام اجزای محیط درونی، یعنی ساختار سازمانی، فرهنگ و دارایی‌های ناملموس شرکت‌ها با یکدیگر رابطه دارند و این ارتباط در سطح اطمینان ۹۵ درصد از نظر آماری معنادار است. در این میان، ارتباط بین ساختار و فرهنگ مثبت و نسبتاً قوی است (۰/۴۴۸)؛ به این معنا که ساختار سازمانی شرکت‌ها نسبتاً پویا و انعطاف‌پذیر است. به بیان دیگر، شرکت‌ها با تغییر فرهنگ سازمانی، ساختار سازمانی خود را تغییر می‌دهند. در مجموع، نوع ساختار، مبتنی بر فرهنگ آن است. نتایج این بخش از تحقیق با یافته‌های سالاما و اسمیت (۲۰۰۰)، پیرس و رایینسون (۲۰۰۱) و هانس (۲۰۰۴) همخوانی دارد. از سوی دیگر، رابطه بین ساختار و منابع مثبت و نسبتاً قوی است (۰/۵۴۳)؛ به این معنا که ساختار، رویه‌های منظم یا استاندارد برای نیروی انسانی به‌منظور انجام وظایفشان تدارک دیده است. در این وضعیت، منابع نقش مهمی در شکل‌دهی ساختار سازمانی دارد. این یافته با نتایج مطالعات پیرس و رایینسون

(۲۰۰۱) سازگار است. رابطه بین فرهنگ و منابع نیز مثبت و بسیار قوی است (۰/۹۷۴). این یافته نشان می‌دهد فرهنگ شرکت، رویه رفتاری منظم و استناداری را برای رفتار با تمام کارکنان به کار می‌برد. این یافته سازگاری زیادی با نتایج مطالعات سلاما و اسمیت (۲۰۰۰)، پیرس و رابینسون (۲۰۰۱) و کیسی و همکاران (۱۹۹۷) دارد.

بر اساس شکل ۲، در رابطه با فرض دوم تحقیق که محیط داخلی بر حکمرانی خوب شرکتی تأثیر می‌گذارد، می‌توان گفت که ارتباط بین هر یک از ابعاد محیط درونی با حکمرانی خوب شرکتی قوی و مثبت است، به طوری که ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2=0/843$ ,  $f\text{-value}=0/000$ ) شدت این ارتباط را نشان می‌دهد. این یافته به این معناست که ساختار سازمانی، فرهنگ سازمانی و منابع ناملموس، به طور هم‌زمان سبب تقویت حکمرانی خوب شرکتی می‌شوند.

در رابطه با فرضیه سوم پژوهش، در شکل ۲ مشاهده می‌شود که مجموع آثار محیط داخلی و حکمرانی خوب شرکتی بر تقویت ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های بررسی شده، ۰/۷۷۲ به دست آمده است؛ به این معنا که ۷۷/۲ درصد تغییرات حاصل از ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌های مطالعه شده مربوط به عوامل داخلی و حکمرانی خوب شرکتی است و ۲۲/۸ درصد به سایر عوامل مربوط می‌شود. به بیان دیگر، اگر محیط داخلی شرکت از حکمرانی خوب شرکتی حمایت کند و حکمرانی خوب شرکتی در شرکت‌ها تقویت شود، ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

در مجموع، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد شرکت‌هایی که از نظر ساختار سازمانی، درجه تمرکز کمتری دارند و به بیانی، ساختار منعطف‌تری دارند، از آمادگی بیشتری برای اجرای اصول حکمرانی خوب شرکتی برخوردارند و در صورت اجرایی کردن اصول حکمرانی خوب شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی افزایش پیدا می‌کند. از این رو، پیشنهاد می‌شود شرکت‌های مورد مطالعه با بازنگری ساختاری سازمانی خود در راستای تحقق اهداف سازمانی و انطباق بیشتر با تغییرات محیطی به گونه منعطف‌تر و تفویض اختیار بیشتر به واحدهای زیرمجموعه خود، زمینه رشد ارزش افزوده اقتصادی خود را فراهم کنند.

در خصوص فرهنگ سازمانی به منزله یکی از دیگر عوامل درون سازمانی، نتایج نشان داد پای‌بندی به ارزش‌های سازمانی، اهمیت بسیاری در اجرای اصول حکمرانی خوب شرکتی و در نتیجه ارزش افزوده اقتصادی شرکت‌ها دارد. بنابراین، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها نه در شعار، بلکه در عمل به ارزش‌ها و وعده‌های داده شده خود به جامعه هدف، اعتقادی راسخ داشته و در اجرا به آن پای‌بند باشند.

در ارتباط با منابع ناملموس، بالا بودن مهارت‌های انسانی، در تقویت حکمرانی خوب شرکتی نقشی کلیدی دارد. از این رو، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها نسبت به استخدام و به‌کارگیری نیروی انسانی ماهر در زمینه‌های مختلف، همچنین تقویت مهارت‌های فنی، انسانی و ادراکی کارکنان خود از طریق برگزاری دوره‌های آموزشی و نیز استقرار سیستم‌های مبتنی بر مدیریت دانش اهتمام ورزند و زمینه رشد و توسعه ارزش افزوده اقتصادی خود را از این طریق فراهم کنند.

## References

- Anthony, N. & Vijay, G. (1998). *Management Control System*, 9th Edition, New York: Mc Graw- Hill.
- Bernard, B., Hasung, J. & Woochan, K. (2005). Does corporate governance predict firm's market values? Evidence from Korea. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 4(2), 49-66.
- Child, J. (1997). Strategic Choice in the Analysis of Action, Structure, Organization and Environment: Retrospect and Prospect. *Organization Studies*, 18(1), 43-76.
- Chong, K. & Kar, M. (1997). Strategic Choice, Environmental Uncertainty and SBU Performance: A Note on Intervening Role of Management Accounting System. *Accounting Business Research*, 27(4), 268-276.
- Chung, K. & Elder, J. (2008). Corporate Governance and Governance indicators for 1996-2002. *Policy research working paper*, 3106, The World Bank.
- Fali, M. (2008). *Survey relationship between corporate governance and corporate value*, Tehran University. (in Persian)
- Ghosh, S. & Mondal, A. (2009). Indian Software and Pharmaceutical Sector IC and Financial Performance. *Journal of Intellectual Capital*, 5(1), 369-388.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A., (2003). Corporate governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118 (1), 107-155.
- Hans, J. (2004). Good Governance, Welfare, and Transformation, *The European Journal of Comparative Economic*. 1. Available from <http://eaces.liuc.it>.
- Izadinia, N. & Karbalaee, A.K. (2011). Understanding the Effect of Selected Financial Variables on Stock Returns in Tehran Stock Exchange. *Journal of Fininical Accounting Research*, 4(1), 17-30. (in Persian)
- Keasey, J., Kevin, F. & Wright, R. (1997). *Introduction: The Corporate Governance Problem Competing Diagnoses and Solutions. Corporate Governance: Economic and Financial Issues*. New York: Oxford University Press.

- Komijani, A. and Selatin, P. (2011). Survey impact quality governance on economic growth in Iran and neighborhoods country (Turkish and Pakistan). *Management Journal*, 20 (3), 27-41. (in Persian)
- Koufmann, D., Kraay, A. & Matruzzi, M. (2003). Governance matter III: Liquidity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis Governance for Sustainable Human Development*, A UNDP policy paper, UNDP, 1997.
- Leal, R.P.C. & Da Silva, A.L.C. (2005). *Corporate governance, value and dividend payout in Brazil and Chile. Inter-American Development Bank. ResearchNetwork Working Paper*, R, 516.
- Mackey, A., Tyson, B., Mackey, Jay B. & Barney, C. (2007). Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies. *Academy of Management Review*. 32(3), 817-835.
- McAdam, R. & Leonard, D. (2003). Corporate social responsibility in a total quality management context: opportunities for sustainable growth", *Corporate Governance. The international journal of business in society*, 3(4), 36 – 45.
- McRobert, A. & Ronnie, H. (1997). *Corporate Collapse, AN Early Warning System for Lender, Investors and Supplier*. Australia. McGraw Hill.
- Mehrani, S., Hoseini, A., Heidari, H. & Pouyanfar, A. (2013). Investigation of the Effects of Ownership Structure on Firms Value: Evidence from Tehran Stock Market, *financial research*, 15(1), 129-148. (in Persian)
- Milliken, F.J. (1987). Three Types of Perceived Uncertainty about the Environment: State, Effect & Responds Uncertainty. *Academic of Management Review*, 12(1), 133-143.
- Millstein, M. (1998). *Corporate Governance, Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*. Report OECD by Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, France.
- Mobarak, A. & Payvand, Z. (2011). Attention to good corporative indicators based of Islamic approach on economic growth, *Islamic economic journal*, 36(2), 179-208. (in Persian)
- Nestor, S. (2000). *International Effort to Improve Corporate Governance: Why and How. Copyright OECD*. The Malaysian Accountant.
- Pearce, J.A. & Robinson, R.B. (2001). *Strategic management, formulation, implementation and control*. 7th ed. Boston: Irwin, McGraw-Hill.
- Salma, D. & Smith C.W. (2000). Ownership structure and control: property-casualty insurer conversion to stock charter. *Working Paper No.FR00-15*, The Bradley Policy Research Center, University of Rochester.

- Setayesh, M. and Mansouri, Sh. (2014). The comparative investigation of corporate governance mechanisms in financial distressed and non-financial distressed listed companies of Tehran Stock Exchange. *financial research*, 16(1), 99-112. (in Persian)
- Silveira, A., Leal, R., Da-Silva, A.L.C. & Barros, L.A.B.D.C. (2007). Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *Paper presented at the International Research Conference on Corporate Governance in Emerging Markets*, Istanbul.
- Tian, G. & Twite, G. (2011). Corporate Governance, External Market Discipline and Firm Productivity. *Journal of Corporate Finance*, 17 (3), 403-417.
- Wheelen., T. L., dan David Hunger, J. (1992). *Strategic Management and Business Policy*. Fourth Edition, New York: Addison Wesley Publishing Company.

