



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال چهارم / شماره پانزدهم / پاییز ۱۳۹۴

بررسی ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول و عملکرد شرکت

محمد رضا رستمی

استادیار دانشکده مدیریت دانشگاه الزهرا (مسئول مکاتبه)
Rostami1973@yahoo.com

مهدی عباسی اصل

کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه علوم اقتصادی

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۲۷ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱/۱۶

چکیده

مهم‌ترین معیار سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه ریسک و بازده شرکت‌ها می‌باشد، از این رو سرمایه‌گذارانی بیشترین موفقیت را کسب می‌کنند که به این دو معیار توجه ویژه‌ای داشته باشند. تغییر مدیریت^۱ شرکت‌ها منجر به تصمیمات متفاوتی در حوزه مالی شرکت‌ها می‌شود در نتیجه جزء عوامل اثرگذار بر ریسک و بازدهی شرکت‌ها محسوب می‌گردد. در این پژوهش ارتباط بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول^۲ و عملکرد شرکت^۳ در بازار سرمایه ایران برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ با نمونه‌ای از ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. اندازه‌گیری عملکرد شرکت به وسیله سه معیار بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی می‌باشد. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش همبستگی و رگرسیون چند متغیره است که تخمین آن با استفاده از نرم افزار SPSS می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول رابطه‌ای مستقیم و معنادار وجود دارد همچنین رابطه تغییر مدیریت با سه معیار ارزیابی عملکرد یعنی بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی به صورت معکوس و معنا دار می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: تغییر مدیریت شرکت، ریسک نکول، عملکرد شرکت.

۱- مقدمه

عدم اطمینان محیطی و شدت رقابت سازمان‌ها، مدیران آن‌ها را با چالش‌های متعدد مواجه ساخته است. برای مدیریت موثر این چالش‌ها، رویکردهای نوین مدیریت و شایستگی‌های خاص طرح و توصیه شده است (قلمی، ۱۳۹۰). تغییر مدیریت شرکت یکی از راهکارهای هیئت مدیره در جهت حفظ منافع بلند مدت سهامداران می‌باشد. تغییر مدیریت شرکت زمانی صورت می‌پذیرد که مدیر عامل شرکت نسبت به سال گذشته تغییر کرده باشد. مدیر عامل به عنوان مدیر اجرایی شرکت، عموماً مسئول تمامی فعالیت‌های شرکت است و مستقیماً به اعضای هیئت مدیره و رئیس هیئت مدیره گزارش می‌دهد. اجرای تصمیمات اعضای هیئت مدیره و تضمین تداوم درست فعالیت‌های شرکت بر عهده اوست (وی تینگ، ۲۰۱۱). از آنجایی که تغییر مدیر عامل به عنوان بخشی از مبحث حاکمیت شرکتی^۴ برای کنترل عملیات شرکت مورد استفاده قرار می‌گیرد و امروزه نیز ثبات مدیریت شرکت به عنوان بخشی از مبحث فوق مورد توجه است، بررسی تأثیر آن بر روی عملکرد شرکت و ریسک نکول موضوع این تحقیق گشته است.

ریسک در زبان عرف عبارت است از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه ای در آینده پیش می‌آید و هر قدر این عدم اطمینان بیشتر باشد، اصطلاحاً گفته می‌شود که ریسک زیادتر است (راعی و همکاران، ۱۳۸۳). ریسک نکول به معنی احتمال عدم توانایی واحد تجاری در پرداخت به موقع بدهی‌ها و ایفای تعهدات خود در سر رسید این بدهی‌ها می‌باشد. این ریسک به عنوان زمینه ساز ورشکستگی^۵ شرکت‌ها همواره مورد توجه سرمایه گذاران قرار گرفته است (لی و فارقر، ۱۹۹۱). ذهنیتی که مدیریت شرکت از زمان تغییر خود دارد اغلب بر به‌کارگیری سیاست‌های تعهدات اختیاری توسط مدیریت موثر می‌باشد و اغلب مدیرانی که برآوردی کمتر در رابطه با طول دوره مدیریت خود دارند گرایش بیشتری در به‌کارگیری تعهدات اختیاری دارند و این امر اغلب اوقات ریسک نکول را در شرکت افزایش می‌دهد (بروکمن، ۲۰۰۹).

معیارهای ارزیابی عملکرد را از نظر موضوعی می‌توان در دو دسته اقتصادی و حسابداری قرار داد. در این پژوهش از نسبت‌های مالی به عنوان معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد استفاده شده است. در مقابل، اصلی‌ترین معیارهای ارزیابی عملکرد اقتصادی، معیارهای مبتنی بر سود باقی مانده^۶ از قبیل ارزش افزوده اقتصادی^۷، ارزش افزوده بازار^۸ و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده هستند. معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد در پی آن هستند تا هزینه سرمایه شرکت را در اطلاعات صورت‌های مالی ادغام، به نحوی که نواقص موجود در معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد را برطرف کنند. جوهره این معیارها بدین شکل است که چنانچه عملکرد شرکت بیش از هزینه سرمایه شرکت باشد، شرکت خلق ارزش خواهد نمود (پویانفر و رضایی، ۱۳۸۹). با تغییر زیاد مدیریت شرکت چون مدیریت جدید هنوز با شرایط درونی شرکت آشنایی پیدا نکرده است و با شرایط بیرونی شرکت و همچنین صنعتی که به آن وارد شده است ناآشنا می‌باشد در این صورت توانایی مدیریت نسبت به سود آوری آتی نیز کاهش خواهد یافت از این رو عملکرد اقتصادی شرکت با افت مواجه خواهد شد (جیمز جایگزین^۹، ۲۰۱۱).

در اغلب شرکت‌های ایرانی تغییر مدیریت شرکت باعث تغییرات عمده در سیاست‌ها و خط‌مشی‌های شرکت می‌گردد و مدیریت شرکت اغلب نقش تأثیر گذاری بر سیاست‌های اتخاذ شده به خصوص اتخاذ تعهدات اختیاری دارد؛ لذا تغییر مدیریت شرکت باعث تغییرات عمده در سیاست‌های اتخاذ شده توسط مدیران شرکت می‌گردد و ریسک و بازدهی شرکت‌ها و به تبع آن منافع سهامداران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، بنابراین ضرورت ایجاد می‌کند که پژوهشی در این زمینه صورت گیرد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

از زمان ارائه مباحث مربوط به حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت و تأثیر آن بر روی عملکرد شرکت‌ها، بررسی تأثیر تغییرات آن‌ها و رسیدن به یک معیار معقول و مناسب در جهت افزایش بازده عملیاتی و مالی، موضوع بسیاری از تحقیقات گشته است. وجود هزینه‌های گزاف برای نظارت بر تصمیمات و فعالیت‌های مدیریت به دلیل وجود تضاد منافع بین مدیریت و مالکان شرکت، ساختار مالکیت و سیستم حاکمیت شرکتی را به عنوان یک راه حل مناسب در جهت کاهش هزینه‌های فوق موضوع توجه محققان قرار داده است.

از آنجایی که افزایش طول مدت حضور مدیر عامل شرکت به عنوان تصمیم گیرنده شرکت و افزایش دوران تصدی این فرد باعث افزایش حس مسئولیت پذیری اش نسبت به کنترل و نظارت بر تصمیمات اتخاذ شده می‌گردد و نحوه اجرای برنامه‌ها نیز هماهنگ و هدفمند می‌شود و در نهایت باعث آشنایی بیشتر آن‌ها با ویژگی‌های شرکت و شناخت بیشتر فرصت‌ها و تهدیدهای پیش روی شرکت خواهد شد که نسبت به تصمیمات اتخاذ شده و کنترل برنامه‌های آن حساسیت بیشتری را از خود نشان دهند. از سوی دیگر در صورتی که مدیرعامل تغییر بیشتری داشته باشند در این صورت به دلیل ناآشنایی با شرایط داخلی و خارجی شرکت و نوع صنعتی که به آن وارد شده باعث افزایش ریسک‌های تجاری و غیر تجاری شرکت می‌گردند و آنچه که قدر مسلم به نظر می‌رسد این مطلب است که در صورتی که تغییر این فرد افزایش یابد زمانی که شخص دیگری جایگزین می‌گردد به علت اینکه می‌خواهد قابلیت‌های فردی خود را سریعاً به رخ دیگران بکشد و خود را به اثبات برساند با پذیرش ریسک بیشتر باعث افزایش ریسک نکول در شرکت شده و همچنین با کاهش تغییر مدیریت عملکرد شرکت نیز بهبود خواهد یافت.

بروکمن (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین تغییر مدیریت با ریسک نکول و ارزش شرکت پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان دهنده وجود رابطه معکوس و معنادار بین تغییر مدیریت با ریسک نکول و وجود رابطه مستقیم و معنادار بین ارزش شرکت با تغییر مدیریت است.

وی تینگ (۲۰۱۱) به بررسی ارتباط بین تغییر در مدیریت شرکت با ریسک نکول و مدیریت سود در بورس اوراق بهادار چین پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق وی نشان دهنده ارتباط مستقیم تغییر در مدیریت شرکت با ریسک نکول بود. همچنین نتایج تحقیق وی نشان از وجود ارتباط مستقیم بین تغییرات در مدیریت شرکت با مدیریت سود داشت.

فانگ هو و سیدنی سی‌ام لونگ^{۱۰} (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان تغییر در مدیران دولتی و تأثیر کنترل‌های دولتی بر دوران تصدی مدیران در بازار سرمایه چین با استفاده از یک نمونه از ۹۱۶ شرکت دولتی از سال ۲۰۰۱ تا سال ۲۰۰۵، دریافتند که به احتمال زیاد تغییر مدیریت تأثیر منفی بر عملکرد شرکت داشته است و همچنین این مطلب نشان می‌دهد که وجود قوانین حکومتی بر شرکت‌های بزرگ دولتی موثر است و ساز و کارها در یک اقتصاد نو ظهور به شدت توسط دولت کنترل می‌شود. آن‌ها همچنین دریافتند زمانی که تصدی‌های دولتی بیشتر بوده است یا زمانی که این تصدی‌گری‌ها توسط دولت مرکزی، به طور مستقیم و یا توسط دولت‌های محلی مورد حمایت و بررسی قرار گرفته‌اند عملکرد خوبی نداشتند. یافته‌های تحقیق موید این مفهوم است که کنترل دولت بر شرکت‌ها باعث ازدیاد تغییر مدیریت گردیده است و نه تضعیف آن. مهم‌ترین فرضیه آن‌ها این بود که بین تغییر مدیریت ارشد و عملکرد قوی‌تر شرکت‌های دولتی رابطه منفی وجود دارد. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نیز نشان می‌دهد رابطه منفی و معنادار بین تغییر مدیریت ارشد در شرکت‌های دولتی و عملکرد مالی این‌گونه شرکت‌ها وجود دارد.

جیمز جایمز جینگن (۲۰۱۱) ارتباط بین تغییر ریاست هیئت مدیره با مدیریت سود، ریسک سهام و ثروت ایجاد شده برای سهام داران را مورد پژوهش قرار داد. او در بررسی‌های خود ساز و کارهای راهبری شرکتی را به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفت. نتایج حاصل از بررسی وی نشان دهنده وجود رابطه مستقیم دوره تصدی ریاست هیئت مدیره با مدیریت سود و وجود رابطه معکوس بین ریسک سهام و ثروت ایجاد شده برای سهام داران با دوره تصدی ریاست هیئت مدیره می‌باشد.

دونگ چن و یودان زنگ^{۱۱} (۲۰۱۲) در تحقیقی به بررسی رابطه بین دوران تصدی مدیریت شرکت و ریسک در بورس اوراق بهادار آمریکا و بر روی شاخص S&P500 پرداختند. آن‌ها با انجام تجزیه و تحلیل ریسک سیستماتیک برای اولین بار اثر دوره تصدی مدیر عامل شرکت را بر ریسک پذیری او مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از تحقیق آن‌ها نشان دهنده رابطه مثبت و معناداری بین دوره تصدی و ریسک پذیری مدیریت می‌باشد. پژوهش گران مطابق با این فرضیه بیان می‌کنند که دوره تصدی بیشتر موجب کاهش نگرانی‌های حرفه ای می‌گردد و مشوق ریسک‌پذیری مدیر عامل شرکت می‌باشد. آن‌ها در تحقیق خود متغیرهای زیادی همچون دوره تصدی مدیریت، دوره تصدی هیئت مدیره، وجوه نقد مورد استفاده مدیریت، اندازه شرکت، بازدهی دارایی‌ها و عمر شرکت را مد نظر قرار دادند.

زین العابدین و دیگران^{۱۲} (۲۰۰۹) در تحقیقی با عنوان ساختار هیئت مدیره و عملکرد شرکت‌ها در مالزی پرداخته است که در این تحقیق با استفاده از الگوی پولیک^{۱۳} (۱۹۹۸) تأثیر ساختار هیئت مدیره را بر عملکرد سرمایه‌فکری شرکت‌ها مورد بررسی قرار داد که نتایج نشان داد که فقط درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره با سرمایه‌فکری رابطه معناداری دارد اما بقیه عوامل رابطه معناداری نداشت.

در ایران نمازی و منفرد (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیئت مدیره پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر این است که معیارهای حدود عملیات شرکت شامل اندازه شرکت، عمر شرکت و نسبت بدهی بر معیارهای ساختار هیئت مدیره شامل اندازه هیئت مدیره، درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره،

حضور یکی از اعضای غیر موظف در ریاست هیئت مدیره و حضور حداقل سه عضو غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره شرکت‌های مورد بررسی تأثیر معناداری ندارند.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی با عنوان بررسی نقش ساختار هیئت مدیره بر سرمایه فکری شرکت‌ها به این نتایج رسیدند که متغیر مستقل تعداد اعضا هیئت مدیره بر سرمایه فکری شرکت‌ها اثر مثبت داشته است در حالی که دو متغیر درصد اعضای غیر موظف به کل اعضای هیئت مدیره و درصد مالکیت هیئت مدیره با سرمایه فکری رابطه معناداری نداشته است.

نیک بخت و همکاران (۱۳۸۸) نیز به بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج بررسی بیانگر این بود که در بازار سرمایه ایران، هیئت مدیره به صورت کارا به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل نمی‌کند و بر عملکرد شرکت تأثیر با اهمیتی ندارد.

قالیباف اصل و رضایی (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بیانگر این بود که بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و عملکرد شرکت رابطه معناداری نیست.

۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف جزء پژوهش‌های کاربردی است و روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می‌باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدالات قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. بدین ترتیب که میانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه‌ای، مقالات و سایت‌ها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تایید و رد فرضیه‌ها به صورت استقرایی انجام گرفته است.

به دلیل اینکه متغیرهای پژوهش از نوع فاصله‌ای بوده روش پژوهش همبستگی می‌باشد. جهت انجام آزمون‌های آماری از:

- آزمون کولموگروف - اسمیرنوف^{۱۴} برای بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق
- آزمون دوربین - واتسون^{۱۵} برای بررسی نبود خود همبستگی بین خطاها یا استقلال خطاها در رگرسیون
- رگرسیون چند متغیره^{۱۶} که دارای خطای معیار کمتری در مقایسه با سایر روش‌های آماری می‌باشند استفاده شده است.

جامعه مطالعاتی پژوهش حاضر در برگیرنده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۸۵ تا ۹۰ به تعداد ۴۶۸ شرکت می‌باشد که برای انتخاب شدن در نمونه باید دارای شرایط زیر باشند:

۱. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
۲. شرکت طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰، تغییر سال مالی نداده باشد.
۳. شرکت تا پایان سال مالی ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

۴. حداقل صورت‌های مالی ۶ سال آن‌ها از سوابق سازمان بورس یا پایگاه‌های اطلاعاتی موجود قابل دسترس باشد.

۵. شرکت جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری و مالی) نباشد. نمونه‌گیری به روش حذفی با اعمال شرایط فوق انجام گردید که نمونه‌ای معادل ۱۰۳ شرکت است، انتخاب شده است.

اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش از صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی و همچنین از اطلاعات اولیه تابلوی بورس (گردآوری شده در نرم افزار ره آورد نوین و بانک اطلاعاتی اداره آمار شرکت بورس) استخراج شده است.

۴- مدل‌های پژوهش و متغیرهای آن

برای بررسی ارتباط بین تغییر مدیرعامل شرکت با ریسک نکول از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است:

$$DR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ceochange_{it} + \alpha_2 Direct_{it} + \alpha_3 Debt_{it} + \alpha_4 Lnasset_{it} + \alpha_5 Same - dir_{it} + \alpha_6 y02_{it} + \alpha_7 y03_{it} + \alpha_8 y04_{it} + \alpha_9 y05_{it} + \alpha_{10} y06_{it} + \varepsilon_{it}$$

تغییر مدیریت شرکت ($Ceochange_{it}$): اگر مدیر عامل نسبت به سال گذشته تغییر کرده باشد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر. این متغیر یک متغیر مجازی^{۱۷} می‌باشد. متغیر مجازی متغیری ساختگی می‌باشد که در آمار و اقتصاد سنجی به ویژه در تجزیه و تحلیل رگرسیون به کار می‌رود که به منظور نشان دادن حضور یا عدم حضور برخی از عوامل و احتمالات به صورت صفر و یک در نظر گرفته می‌شود (دامودار گجراتی^{۱۸}، ۱۳۸۷).

نسبت بدهی‌های شرکت ($Debt_{it}$): حاصل تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت.

لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت ($Lnasset_{it}$): از کلیه دارایی شرکت لگاریتم طبیعی می‌گیریم.

یکسانی رئیس هیئت مدیره با مدیر عامل ($Same-dir_{it}$): متغیر ساختگی که اگر مدیر عامل شرکت همان رئیس هیئت مدیره نیز باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر

تعداد اعضای هیئت مدیره ($Direct_{it}$): شامل اعضای موظف و غیر موظف در دوره مورد گزارش. اعضای هیئت مدیره به انتخاب سهامداران در مجامع فوق العاده شرکت‌ها معمولاً برای ۲ سال انتخاب می‌شوند.

$y02_{it}$: متغیر ساختگی که در صورتی که در سال ۱۳۸۶ تغییر مدیر عامل در شرکت داشته باشیم برابر ۱ و در غیر این صورت برابر صفر می‌باشد. (به همین شیوه سایر متغیرهای کنترلی ($y0$). هدف از بکارگیری این متغیرها در بازه زمانی تحقیق این امر می‌باشد که فقط سال‌هایی که مدیرعامل شرکت تغییر کرده است در محاسبه رگرسیون و همچنین آماره‌های t^1 و t^2 به حساب آیند

$$DR = \frac{e^{-(z-score)}}{1 + e^{-(z-score)}}$$

ریسک نکول (DR): مدل پیش بینی ریسک نکول ریچارد تافلر^{۲۱} (۲۰۰۷) که با استفاده از نسبت‌های مالی Z-score مدل ورشکستگی آلتمن^{۲۲} (۱۹۶۸) بدست آورد و با این ضرایب محاسبه می‌شود:

$$Z - score = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.99X_5$$

$$X_1 = \frac{\text{سرمایه در گردش}}{\text{کل دارایی}}$$

$$X_2 = \frac{\text{سود انباشته}}{\text{کل دارایی}}$$

$$X_3 = \frac{\text{درآمد قبل از بهره و مالیات}}{\text{کل دارایی}}$$

$$X_4 = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری بدهی}}$$

$$X_5 = \frac{\text{کل فروش}}{\text{کل دارایی}}$$

برای آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه تغییر مدیریت شرکت و بازدهی دارایی‌های آن رابطه معنی داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهیم نمود:

$$ROA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ceochange_{it} + \alpha_2 Direct_{it} + \alpha_3 Debt_{it} + \alpha_4 Lnasset_{it} + \alpha_5 Same - dir_{it} + \alpha_6 y02_{it} + \alpha_7 y03_{it} + \alpha_8 y04_{it} + \alpha_9 y05_{it} + \alpha_{10} y06_{it} + \varepsilon_{it}$$

بازده دارایی‌ها:

بازده دارایی‌ها^{۲۳} (ROA) بیانگر کارایی استفاده از دارایی‌هاست و میزان سود به ازای هر ریال از وجوه سرمایه گذاری شده در شرکت را نشان می‌دهد که با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌شود.

$$ROA = \frac{NI}{TA}$$

ROA: بازده دارایی‌ها

NI: سود خالص

TA: کل دارایی‌ها

برای آزمون فرضیه سوم مبنی بر اینکه بین تغییر مدیریت شرکت و بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه معنی داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهیم نمود:

$$ROE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ceochange_{it} + \alpha_2 Direct_{it} + \alpha_3 Debt_{it} + \alpha_4 Lnasset_{it} + \alpha_5 Same - dir_{it} + \alpha_6 y02_{it} + \alpha_7 y03_{it} + \alpha_8 y04_{it} + \alpha_9 y05_{it} + \alpha_{10} y06_{it} + \varepsilon_{it}$$

بازده حقوق صاحبان سهام:

بازده حقوق صاحبان سهام^{۲۴} (ROE) بیانگر کارایی استفاده از حقوق صاحبان سهام عادی است و سود شرکت را در ازای هر یک ریال حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد.

$$ROE = \frac{NI}{SHE}$$

ROE : بازده حقوق صاحبان سهام

NI : سود خالص

SHE : حقوق صاحبان سهام

برای آزمون فرضیه چهارم مبنی بر اینکه بین تغییر مدیرعامل شرکت با ارزش افزوده اقتصادی رابطه معنی داری وجود دارد از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهیم نمود:

$$EVA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Ceochange_{it} + \alpha_2 Direct_{it} + \alpha_3 Debt_{it} + \alpha_4 Lnasset_{it} + \alpha_5 Same - dir_{it} + \alpha_6 \gamma_02_{it} + \alpha_7 \gamma_03_{it} + \alpha_8 \gamma_04_{it} + \alpha_9 \gamma_05_{it} + \alpha_{10} \gamma_06_{it} + \varepsilon_{it}$$

ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

EVA_t = NOPAT_t - (WACC_t × Capital t-1) یا

EVA = (ROA_t × Capital t-1) - (WACC_t - Capital t-1)

EVA : ارزش افزوده اقتصادی

Capital : سرمایه بکار گرفته شده

NOPAT : سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات

WACC : میانگین موزون هزینه سرمایه

برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران به صورت زیر قابل محاسبه است:

$$WACC = (W_e \times K_e) + (W_d \times K_d)$$

که در آن:

W_e و W_d = به ترتیب وزن بدهی و حقوق صاحبان سهام عادی.

$$W_e = \frac{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی} + \text{ارزش دفتری بدهیهای بهره دار}}$$

$$W_d = \frac{\text{ارزش دفتری بدهیهای بهره دار}}{\text{ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام عادی} + \text{ارزش دفتری بدهیهای بهره دار}}$$

K_d و K_e = به ترتیب نرخ هزینه بدهی و نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی.

که در این پژوهش نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی (K_e) بدین صورت بدست آمده است

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

که در آن D سود نقدی پرداخت شده به سهامداران در انتهای سال ، g نرخ رشد و P قیمت پایانی سهم در ابتدای سال مورد محاسبه است. برای محاسبه نرخ رشد از نرخ رشد فروش شرکت‌ها به عنوان g استفاده شده

است چون سود نقدی شرکتها در ایران دارای نوسانات زیادی است و نمی توان نرخ رشد قابل اتکایی برای آنها بدست آورد. (یحیی زاده فر و همکاران ، ۱۳۸۶).

نرخ هزینه بدهی (K_d):

که در این پژوهش به دلیل عدم افشای نرخ هزینه تک تک اقلام بدهی های بهره دار، این نرخ از تقسیم هزینه های مالی شرکت بر بدهی های بهره دار بدست آمده است.

$$K_d = \frac{\text{هزینه های مالی}}{\text{مجموع بدهی های بهره دار}} (1 - t)$$

نرخ موثر مالیاتی (t) برای شرکت های بورسی بر اساس قانون جدید مالیات های مستقیم ۲۲,۵ درصد در نظر گرفته خواهد شد (همان منبع).

۵- فرضیه های پژوهش

بر اساس ادبیات موضوعی و نتایج تحقیقات صورت گرفته، فرضیات پژوهش به شرح زیر تعیین می شود:

- ۱) بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول آن رابطه ای معنا داری وجود دارد.
- ۲) بین تغییر مدیریت شرکت و بازدهی دارایی های آن رابطه ای معنا داری وجود دارد.
- ۳) بین تغییر مدیریت شرکت و بازدهی حقوق صاحبان سهام آن رابطه ای معنا داری وجود دارد.
- ۴) بین تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی آن رابطه ای معنا داری وجود دارد.

۶- یافته های پژوهش

آمار توصیفی: آمار توصیفی عبارت از مجموعه روش هایی است که پردازش داده ها را فراهم می سازد.

جدول ۶-۱ آمار توصیفی متغیرها

علامت اختصاری	DEBT	LNASSET	DIRECTit	ROA
تعداد داده ها	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸
میانگین	۰,۶۴۰۷	۱۳,۴۶۶۴	۵,۲۵۲۴	۰,۱۰۲۵
میانه	۰,۶۴۸۱	۱۳,۲۷۱۹	۵	۰,۰۸۲۲
مد	۱,۰۸	۱۲,۳۴	۵	۰
انحراف معیار	۰,۱۸۱۲	۱,۳۹۹۰۵	۰,۶۷۹۱۹	۰,۱۱۹۵۹
وارپانس	۰,۰۳۳	۱,۹۵۷	۰,۴۶۱	۰,۰۱۴
چولگی	۰,۴۵۵	۰,۶۷۸	۳,۷۵	۰,۶۲۱
کشیدگی	۴,۲۸۶	۰,۹۸۹	۱۶,۲۶۷	۳,۳۳۵

علامت اختصاری	DEBT	LNASSET	DIRECTit	ROA	
مینیمم داده	۰	۹,۸۲	۵	-۰,۳۴	
ماکسیمم داده	۱,۹۴	۱۸,۴۴	۹	۰,۶۲	
جمع	۳۹۵,۹۲	۸۳۲۲,۲۲	۳۲۴۶	۶۳,۳۴	
علامت اختصاری	Ke	We	Wd	Kd	WACC
تعداد داده‌ها	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸
میانگین	۰,۳۴۹۰۲	۰,۶۲۸۶۲۷	۰,۳۶۴۸۳۷	۰,۱۴۷۸۳۷	۰,۲۵۲۱۶۷
میان	۰,۳۳۱۴۶۴	۰,۶۲۹۳۶۸	۰,۳۶۴۷۳۱	۰,۱۱۰۲۸۶	۰,۲۳۲۲۲۷
مد	۰,۳۰۵۲۴۱	۰,۵۳۹۳۶۸	۰,۳۴۴۷۳۱	۰,۱۲۰۲۸۶	۰,۱۶۱۲۲۷
انحراف معیار	۰,۲۲۰۳۳۶۲	۰,۵۹۰۲۸۳۴	۰,۵۸۸۸۱۸۷	۰,۳۳۹۷۳۶۴	۰,۲۱۱۴۲۸۴
واریانس	۰,۰۴۹	۰,۳۴۸	۰,۳۴۷	۰,۱۱۵	۰,۰۴۵
چولگی	۰,۵۵۶	۱۱,۳۱۷	-۱۱,۳۷۸	۱۲,۷۳۲	-۰,۹۳
کشیدگی	-۰,۱۹۹	۲۲۷,۷۹۴	۲۲۹,۵۸۲	۱۸۲,۳۴۸	۳۵,۱۷۵
مینیمم داده	۰	-۴,۱۲۵۳	-۱۰,۸۲۹۲	۰	-۲,۲۳۳۶
ماکسیمم داده	۰,۹۸۰۲	۱۱,۸۲۹۲	۵,۱۲۵۳	۵,۸۰۵۳	۱,۷۲۹۴
جمع	۱۵۴,۶۱۶	۳۸۴,۷۱۹۶	۲۲۳,۲۸۰۴	۹۰,۴۷۶۵	۱۲۳,۷۲۶۵
علامت اختصاری	CEOCHANGE	EVA	DR	ROE	
تعداد داده‌ها	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	
میانگین	۰,۸۲	۲۲۵۴۳۷,۲	۰,۱۷۲۲۰۷۶۰۴	۰,۲۹۹۵	
میان	۱	۳۲۸۸۶,۸۹	۰,۱۵۱۵۷۳۴۹۶	۰,۲۴۸۸	
مد	۱	۲۲۵۴۶,۸۹	۰,۰۰۰۵۵۷۲۷۲ ^a	۰	
انحراف معیار	۰,۳۸۴۲	۸۸۳۸۶۱,۲۶	۰,۱۲۶۸۳۱۳۰۹	۰,۴۸۲۸۱	
واریانس	۰,۱۴۸	۷۸۱۲۰۰۰۰۰۰۰۰	۰,۰۱۶	۰,۲۳۳	
چولگی	-۱,۶۷۳	۷,۱۲۴	۱,۴۱۳	۳,۳۴۴	
کشیدگی	۰,۸۰۳	۵۷,۷۳۳	۳,۹۵۲	۳۴,۳۰۸	
مینیمم داده	۰	-۸۵۵۹۶۸,۰۹۷	۰,۰۰۰۵۵۷۲۷۲	-۲,۹۵	
ماکسیمم داده	۱	۱۰۱۸۳۰۰۰	۰,۹۳۰۴۳۱۸۴۲	۳,۹۷	
جمع	۵۰۷	۱۳۷۹۷۰۰۰۰	۱۰۴,۷۰۲۲۲۳۱	۱۸۵,۰۸	

جدول ۶-۱ نشان می‌دهد که متغیرهای تحقیق دارای چه ویژگی‌هایی هستند، سطر اول این جدول بیان می‌کند که تعداد کلیه داده‌ها برای تمامی متغیرهای مورد مطالعه برابر ۶۱۸ عدد شرکت-سال می‌باشد و سطر دوم میانگین متغیرهای جمع آوری شده را به تفکیک نشان می‌دهد، که به عنوان مثال میانگین بازدهی دارایی‌ها ۰,۱ است. سطر ششم واریانس و پراکندگی متغیرها را حول میانگین نمایش می‌دهد که واریانس بازدهی

دارایی‌ها ۰,۰۱۴ می‌باشد. سطرهای هفتم و هشتم میزان چولگی و کشیدگی داده‌ها را نسبت به منحنی نرمال زنگوله ای شکل نشان می‌دهد که برای مثال چولگی بازدهی دارایی‌ها ۰,۶۲۱ است. سطر نهم و دهم تغییرات بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین اعداد را به عنوان دامنه تغییرات توصیف می‌کند، که در این میان برای متغیر بازدهی دارایی‌ها دارای مینیمم داده برابر ۰,۳۴- و مقدار ماکزیمم برابر ۰,۶۲ می‌باشد. برای بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون کولموگروف-اسمیرنوف استفاده می‌کنیم. چون سطح معنا داری متغیرهای وابسته کوچک‌تر از ۵ درصد بدست آمد از مقادیر تبدیل شده برای آزمون استفاده کرده‌ایم

جدول ۶-۲: آزمون کولموگروف-اسمیرنوف مقادیر تبدیل شده

علامت اختصاری	LNEVA	LNDR	LNROE	LNROA
تعداد داده‌ها	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸	۶۱۸
میانگین	۲۲,۵۱۶	-۰,۰۵۰۲	-۲,۸۵۸۱	-۵,۱۰۵۸
انحراف معیار	۳,۳۷۷۲	۰,۰۹۳۰۹	۱,۹۹۳۶۱	۲,۲۰۰۸۶
قدر مطلق بیشترین انحرافات	۰,۰۵۳	۰,۲۹۵	۰,۱۰۶	۰,۰۹۸
بیشترین انحراف مثبت	۰,۰۵۳	۰,۲۹۵	۰,۰۹۲	۰,۰۵۲
بیشترین انحراف منفی	-۰,۰۴۴	-۰,۲۴۲	-۰,۱۰۶	-۰,۰۹۸
مقدار آماره Z	۱,۲۰۴	۷,۳۴۲	۲,۶۲۷	۲,۴۲۵
سطح معنی داری	۰,۱۱	۰,۱۸۱	۰,۰۹۵	۰,۰۷۴

با توجه به جدول ۶-۲ چون سطح معنی داری (Sig) در متغیرها از ۰,۰۵ بزرگ‌تر است، فرض H_0 پذیرفته و فرض H_1 رد می‌شود. به دیگر سخن داده‌ها دارای توزیع نرمال می‌باشند. بنابراین فرض نرمال بودن متغیرهای وابسته این تحقیق پذیرفته می‌شود.

آزمون فرضیه‌ها :

الف) آزمون فرضیه اول

بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶-۳: ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آزمون دوربین - واتسون بین تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای معیار تخمین	آماره دوربین - واتسون
1	۰,۵۰۸ ^a	۰,۲۵۸	۰,۲۴۵	۰,۰۸۰۸۹	۱,۹۵۱

طبق جدول شماره ۶-۳ ضریب همبستگی بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول برابر ۰,۵۰۸ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه معنی داری را بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با ریسک نکول نشان می‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد، از آن جا که sig کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تایید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده نیز عدد ۰,۲۴۵ را نشان می‌دهد، که عدد متوسطی می‌باشد و برآزش متوسطی از تغییرات متغیر ریسک نکول با استفاده تغییر مدیریت شرکت ارائه می‌کند. یکی از مفروضات رگرسیون استقلال خطاهاست؛ در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند، امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. آماره دوربین-واتسون به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر استفاده می‌شود که اگر مقدار آماره دوربین - واتسون در فاصله ۱,۵ تا ۲,۵ باشد فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد. مقدار آماره دوربین-واتسون طبق جدول، برابر ۱,۹۵۱ می‌باشد و این عدد نشان می‌دهد که خطاها از یکدیگر مستقل هستند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد و فرض همبستگی بین خطاها رد می‌شود و می‌توان از رگرسیون استفاده کرد.

جدول ۶-۴: تحلیل واریانس رگرسیون برای تغییر مدیریت شرکت و ریسک نکول

سطح معنی داری	آماره F	میانگین مربعات	درجه آزادی	مجموع مربعات	مدل
۰,۰۰۰ ^a	۱۹,۱۹۷	۰,۱۲۶	۱۱	۱,۳۸۲	رگرسیون
		۰,۰۰۷	۶۰۶	۳,۹۶۵	باقیمانده
			۶۱۷	۵,۳۴۷	کل

جدول شماره ۶-۴ نشان دهنده تحلیل واریانس بین متغیر ریسک نکول به عنوان متغیر وابسته و تغییر مدیریت شرکت به عنوان متغیر مستقل می‌باشد، طبق این خروجی، معنی داری کلی مدل رگرسیون توسط جدول ANOVA و از طریق فرضیه های آماری ذیل آزمون می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود ندارد} \\ H_1 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود دارد} \end{cases}$$

با توجه به این که sig کمتر از ۵٪ می‌باشد، فرض خطی بودن رابطه بین دو متغیر تایید می‌گردد. حال دنبال پیدا کردن این رابطه می‌رویم:

جدول ۵-۶: ضرایب معادله رگرسیون برای متغیرهای مستقل و کنترلی

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معنی داری	Collinearity Statistics	
		B	B خطای معیار ضریب ستون	Beta			تلورانس	عامل تورم واریانس
1	(Constant)	۰,۰۴۶	۰,۰۵۹		۰,۷۷۸	۰,۴۳۷		
	CEOCHANGE	۰,۰۷۵	۰,۰۰۹	۰,۵۲۱	۸,۳۳۳	۰	۰,۹۱۷	۱,۰۹
	DIRECTit	۰,۰۰۱	۰,۰۰۵	۰,۰۰۵	۰,۱۴۲	۰,۸۸۷	۰,۹۷۷	۱,۰۲۴
	DEBT	-۰,۲۴۴	۰,۰۱۸	-۰,۴۷۶	-۱۳,۴۶۳	۰	۰,۹۸۱	۱,۰۱۹
	LNASSET	۰,۰۰۵	۰,۰۰۲	۰,۰۶۹	۱,۹۲۹	۰,۰۵۴	۰,۹۷	۱,۰۳۱
	Samedirit	۰,۰۱۹	۰,۰۱۸	۰,۰۳۷	۱,۰۵۶	۰,۲۹۱	۰,۹۷۶	۱,۰۲۵
	y2	۰,۰۰۲	۰,۰۳۷	۰,۰۰۸	۰,۰۵۴	۰,۹۵۷	۰,۰۵۵	۱,۲۴۷
	y3	-۰,۰۰۱	۰,۰۳۸	-۰,۰۰۵	-۰,۰۳۵	۰,۹۷۲	۰,۰۵۳	۱,۹۸
	y4	-۰,۰۰۹	۰,۰۳۸	-۰,۰۳۸	-۰,۲۴۶	۰,۸۰۶	۰,۰۵۲	۱,۳۴
	y5	-۰,۰۰۵	۰,۰۳۸	-۰,۰۲۱	-۰,۱۳۸	۰,۸۹	۰,۰۵۳	۱,۰۰۲
	y6	-۰,۰۰۴	۰,۰۳۸	-۰,۰۱۸	-۰,۱۱۷	۰,۹۰۷	۰,۰۵۴	۱,۶۲۶

در خروجی جدول شماره ۵-۶ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است. طبق این جدول بتای تغییر مدیریت برابر ۰,۵۲۱ می‌باشد و سطح معناداری کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا بین تغییر مدیریت و ریسک نکول رابطه مثبت و معناداری وجود دارد بدین معنی که هر چه تغییر مدیریت در شرکتی بیشتر باشد آن شرکت یا احتمال بیشتری در معرض نکول بدهی های خود قرار می‌گیرد و ریسک نکول شرکت بیشتر خواهد شد.

ب) آزمون فرضیه دوم

بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی دارایی‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶-۶: ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آزمون دوربین - واتسون بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی دارایی‌ها

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای معیار تخمین	آماره دوربین - واتسون
1	۰,۴۱۳ ^a	۰,۲۷۱	۰,۲۰۶	۲,۰۲۲۲۵	۲,۱۲۶

طبق جدول شماره ۶-۶ ضریب همبستگی بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با بازدهی دارایی‌ها برابر ۰,۴۱۳ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه معنی داری را بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با بازدهی دارایی‌ها نشان می‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد، از آن جا که sig کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تایید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده نیز عدد ۰,۲۰۶ را نشان می‌دهد، که عدد خوبی می‌باشد و برازش مناسبی از تغییرات متغیر بازدهی دارایی‌ها با استفاده تغییر مدیریت شرکت ارائه می‌کند. مقدار آماره دوربین-واتسون طبق جدول ۶-۶ برابر ۲,۱۲۶ می‌باشد که نشان دهنده استقلال خطاها از یکدیگر می‌باشد.

جدول ۶-۷: تحلیل واریانس رگرسیون برای تغییر مدیریت شرکت و بازدهی دارایی‌ها

مدل		مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
1	رگرسیون	۵۱۰,۳۷۹	۱۱	۴۶,۳۹۸	۱۱,۳۴۶	۰,۰۰۰ ^a
	باقیمانده	۲۴۷۸,۲۳۷	۶۰۶	۴,۰۸۹		
	کل	۲۹۸۸,۶۱۶	۶۱۷			

جدول شماره ۶-۷ نشان دهنده تحلیل واریانس بین متغیر بازدهی دارایی‌ها به عنوان متغیر وابسته و تغییر مدیریت شرکت به عنوان متغیر مستقل می‌باشد، طبق این خروجی، معنی داری کلی مدل رگرسیون توسط جدول ANOVA و از طریق فرضیه های آماری ذیل آزمون می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود ندارد} \\ H_1 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود دارد} \end{cases}$$

با توجه به این که sig کمتر از پنج درصد می‌باشد، فرض خطی بودن رابطه بین دو متغیر تایید می‌گردد. حال دنبال پیدا کردن این رابطه می‌رویم:

در خروجی جدول شماره ۶-۸ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است. ضریب بتای تغییر مدیریت به میزان ۰,۳۱۹- و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد، نشان دهنده رابطه منفی و معنادار آن با بازده دارایی‌ها می‌باشد. با توجه به جدول فوق میتوان اینگونه تحلیل کرد که تغییر مدیریت شرکت باعث می شود بارده دارایی های شرکت کاهش داشته باشد.

جدول ۶-۸: ضرایب معادله رگرسیون برای متغیرهای مستقل و کنترلی

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معنی داری	Collinearity Statistics	
		B	B خطای معیار ضریب ستون	Beta			تلورانس	عامل تورم واریانس
1	(Constant)	-۱,۳۳۹	۱,۴۷۲		-۰,۹۱	۰,۳۶۳		
	CEOCHANGE	-۰,۹۹۸	۰,۲۲۱	۰,۳۱۹-	-۴,۵۱۵	۰	۰,۹۱۷	۱,۰۹
	DIRECTit	۰,۰۲۲	۰,۱۲۱	۰,۰۰۷	۰,۱۸۴	۰,۸۵۴	۰,۹۷۷	۱,۰۲۴
	DEBT	-۴,۶۶۹	۰,۴۵۴	-۰,۳۸۴	-۱۰,۲۹۲	۰	۰,۹۸۱	۱,۰۱۹
	LNASSET	۰,۰۰۱	۰,۰۵۹	۰,۰۰۱	۰,۰۱۵	۰,۹۸۸	۰,۹۷	۱,۰۳۱
	Samedirit	۰,۴۷۶	۰,۴۵۵	۰,۰۳۹	۱,۰۴۸	۰,۲۹۵	۰,۹۷۶	۱,۰۲۵
	y2	-۰,۸۱۶	۰,۹۱۵	-۰,۱۴۱	-۰,۸۹۲	۰,۳۷۳	۰,۰۵۵	۱,۲۴۷
	y3	-۰,۶۸۴	۰,۹۵۱	-۰,۱۱۶	-۰,۷۲	۰,۴۷۲	۰,۰۵۳	۱,۹۸
	y4	-۰,۹۶۹	۰,۹۶	-۰,۱۶۴	-۱,۰۰۹	۰,۳۱۳	۰,۰۵۲	۱,۳۴
	y5	-۱,۰۵۷	۰,۹۵۱	-۰,۱۷۹	-۱,۱۱۱	۰,۲۶۷	۰,۰۵۳	۱,۰۰۲
	y6	-۱,۴۱۶	۰,۹۴۲	-۰,۲۴	-۱,۵۰۳	۰,۱۳۳	۰,۰۵۴	۱,۶۲۶

ج) آزمون فرضیه سوم

بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶-۹: ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آزمون دوربین - واتسون بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی حقوق صاحبان سهام

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای معیار تخمین	آماره دوربین - واتسون
1	۰,۵۳۲ ^a	۰,۴۱۷	۰,۳۶۵	۱,۹۹۴۰۸	۱,۸۳

طبق جدول شماره ۶-۹ ضریب همبستگی بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با بازدهی حقوق صاحبان سهام برابر ۰,۵۳۲ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه معنی داری را بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با بازدهی حقوق صاحبان سهام نشان می‌دهد. با توجه به خروجی‌های نرم افزار SPSS؛ جداول نشان می‌دهد، از آن جا که sig کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می‌شود و وجود همبستگی بین این دو متغیر تایید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده نیز عدد ۰,۳۶۵ را نشان می‌دهد، که عدد خوبی می‌باشد و برازش مناسبی از تغییرات متغیر بازدهی حقوق صاحبان سهام با استفاده تغییر مدیریت

شرکت ارائه می‌کند. مقدار آماره دوربین- واتسون طبق جدول ۶-۹ برابر ۱,۸۳۰ می‌باشد و پس خطاها از یکدیگر مستقل می‌باشند و بین خطاها خود همبستگی وجود ندارد.

جدول ۶-۱۰: تحلیل واریانس رگرسیون برای تغییر مدیریت شرکت و بازدهی حقوق صاحبان سهام

مدل		مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری
1	رگرسیون	۴۲,۵۹۱	۱۱	۱۱,۸۷۲	۳,۹۸۹	۰,۰۰۰ ^a
	باقیمانده	۲۴۰۹,۶۷	۶۰۶	۲,۹۷۶		
	کل	۲۴۵۲,۲۶۱	۶۱۷			

جدول شماره ۶-۱۰ نشان دهنده تحلیل واریانس بین متغیر بازدهی حقوق صاحبان سهام به عنوان متغیر وابسته و تغییر مدیریت شرکت به عنوان متغیر مستقل می‌باشد، طبق این خروجی، معنی داری کلی مدل رگرسیون توسط جدول ANOVA و از طریق فرضیه های آماری ذیل آزمون می‌شود:

$$\left\{ \begin{array}{l} H_0 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود ندارد} \\ H_1 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود دارد} \end{array} \right.$$

با توجه به این که sig کمتر از پنج درصد می‌باشد، فرض خطی بودن رابطه بین دو متغیر تایید می‌گردد. حال دنبال پیدا کردن این رابطه می‌رویم:

جدول ۶-۱۱: ضرایب معادله رگرسیون برای متغیرهای مستقل و کنترلی

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معنی داری	Collinearity Statistics	
		B	B خطای معیار ضریب ستون	Beta			تلورانس	عامل تورم واریانس
1	(Constant)	-۳,۲۲۴	۱,۴۵۱		-۲,۲۲۲	۰,۰۲۷		
	CEOCHANGE	-۰,۸۹	۰,۱۱۸	-۰,۴۱۷	-۷,۵۴۲	۰	۰,۹۱۷	۱,۰۹
	DIRECTit	۰,۰۲۸	۰,۱۲	۰,۰۰۹	۰,۲۳۱	۰,۸۱۷	۰,۹۷۷	۱,۰۲۴
	DEBT	۰,۲۱۴	۰,۴۴۷	۰,۰۱۹	۰,۴۷۸	۰,۶۳۳	۰,۹۸۱	۱,۰۱۹
	LNASSET	۰,۰۷۷	۰,۰۵۸	۰,۰۵۴	۱,۳۲۹	۰,۱۸۴	۰,۹۷	۱,۰۳۱

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	t آماره	سطح معنی داری	Collinearity Statistics	
		B	B خطای معیار ضرب ستون	Beta			عامل تورم واریانس	تلورانس
	Samedirit	۰,۵۰۶	۰,۴۴۸	۰,۰۴۶	۱,۱۲۸	۰,۲۶	۰,۹۷۶	۱,۰۲۵
	y2	-۰,۸۴۷	۰,۹۰۲	-۰,۱۶۲	-۰,۹۳۹	۰,۳۴۸	۰,۰۵۵	۱,۲۴۷
	y3	-۰,۷۷۳	۰,۹۳۸	-۰,۱۴۵	-۰,۸۲۴	۰,۴۱	۰,۰۵۳	۱,۹۸
	y4	-۱,۰۳۴	۰,۹۴۷	-۰,۱۹۳	-۱,۰۹۲	۰,۲۷۵	۰,۰۵۲	۱,۳۴
	y5	-۱,۱۰۹	۰,۹۳۸	-۰,۲۰۷	-۱,۱۸۲	۰,۲۳۸	۰,۰۵۳	۱,۰۰۲
	y6	-۱,۴۳۱	۰,۹۲۹	-۰,۲۶۸	-۱,۵۴۱	۰,۱۲۴	۰,۰۵۴	۱,۶۲۶

در خروجی جدول شماره ۶-۱۱ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است. ضریب بتای تغییر مدیریت ۰,۴۱۷- می باشد، همچنین سطح معناداری کمتر از ۵ درصد، نشان می دهد رابطه معناداری از نوع معکوس با بازدهی حقوق صاحبان سهام وجود دارد. بر اساس یافته های جدول هر چه تغییر مدیریت شرکت بیشتر باشد بازده حقوق صاحبان سهام شرکت کاهش پیدا کرده و به تبع آن عملکرد اقتصادی شرکت وضعیت نامطلوب تری خواهد داشت.

د) آزمون فرضیه چهارم

بین تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶-۱۲: ضریب همبستگی، ضریب تعیین و آزمون دوربین - واتسون بین تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی

مدل	ضریب همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	خطای معیار تخمین	آماره دوربین - واتسون
1	۰,۷۹۷ ^a	۰,۶۳۵	۰,۶۲۸	۲,۱۴۰۷۷	۲,۱۳

طبق جدول شماره ۶-۱۲، ضریب همبستگی بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی برابر ۰,۷۹۷ است. این عدد در سطح خطای ۵٪ رابطه معنی داری را بین دو متغیر تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی نشان می دهد. با توجه به خروجی های نرم افزار SPSS؛ جداول نشان می دهد، از آن جا که sig کمتر از پنج درصد است، فرض H_0 در سطح خطای پنج درصد رد می شود و وجود همبستگی بین این دو

متغیر تایید می‌شود. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده محاسبه شده نیز عدد ۰,۶۲۸ را نشان می‌دهد، که عدد خوبی می‌باشد و برازش مناسبی از تغییرات متغیر ارزش افزوده اقتصادی با استفاده تغییر مدیریت شرکت ارائه می‌کند. مقدار آماره دوربین- واتسون طبق جدول، برابر ۲,۱۳۰ می‌باشد و در نتیجه خطاها از یکدیگر مستقل هستند.

جدول ۶-۱۳: تحلیل واریانس رگرسیون برای تغییر مدیریت شرکت و ارزش افزوده اقتصادی 1-1.

مدل	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	آماره F	سطح معنی داری	
1	رگرسیون	۴۸۳۲,۹۳۷	۱۰	۴۳۹,۳۵۸	۹۵,۸۶۹	۰,۰۰۰ ^a
	باقیمانده	۲۷۷۷,۲۳۶	۶۰۷	۴,۵۸۳		
	کل	۷۶۱۰,۱۷۳	۶۱۷			

جدول شماره ۶-۱۳ نشان دهنده تحلیل واریانس بین متغیر ارزش افزوده اقتصادی به عنوان متغیر وابسته و تغییر مدیریت شرکت به عنوان متغیر مستقل می‌باشد، طبق این خروجی، معنی داری کلی مدل رگرسیون توسط جدول ANOVA و از طریق فرضیه های آماری ذیل آزمون می‌شود:

$$\begin{cases} H_0 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود ندارد} \\ H_1 = \text{رابطه خطی بین دو متغیر وجود دارد} \end{cases}$$

با توجه به این که sig کمتر از پنج درصد می‌باشد، فرض خطی بودن رابطه بین دو متغیر تایید می‌گردد. حال دنبال پیدا کردن این رابطه می‌رویم:

در خروجی جدول شماره ۶-۱۴ و در ستون B به ترتیب مقدار ثابت و ضریب متغیر مستقل در معادله رگرسیون ارائه شده است. ضریب بتای متغیر تغییر مدیریت ۰,۴۱۵- با سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ که بیانگر رابطه معنادار و منفی بین تغییر مدیریت شرکت و ارزش افزوده اقتصادی شرکت است. این نتیجه هم مطابق با یافته های مالی می باشد زیرا تغییر مدیریت شرکت باعث می شود ارزش افزوده اقتصادی شرکت کاهش داشته باشد و عملکرد نامطلوب اقتصادی از شرکت مشاهده شود.

جدول ۶-۱۴: ضرایب معادله رگرسیون برای متغیرهای مستقل و کنترلی

مدل	علامت اختصاری	ضرایب استاندارد نشده		ضرایب استاندارد شده	آماره t	سطح معنی داری	Collinearity Statistics	
		B	Bخطای معیار ضریب ستون	Beta			تورننس	عامل تورم واریانس
1	(Constant)	-۲,۸۹۹	۱,۵۵۸		-۱,۸۶۱	۰,۰۶۳		
	CEOCHANGE	-۰,۹۷۲	۰,۲۳۴	-۰,۴۱۵	-۴,۱۵۳	۰	۰,۹۱۷	۱,۰۰۹
	DIRECTit	۰,۰۷۸	۰,۱۲۸	۰,۰۱۵	۰,۶۰۴	۰,۵۴۶	۰,۹۷۷	۱,۰۲۴
	DEBT	-۱,۷۷۵	۰,۴۸	-۰,۰۹۲	-۳,۶۹۶	۰	۰,۹۸۱	۱,۰۱۹
	LNASSET	۱,۹۹	۰,۰۶۳	۰,۷۹۳	۳۱,۸۱۵	۰	۰,۹۷	۱,۰۳۱
	Samedirit	۰,۴۷۳	۰,۴۸۱	۰,۰۲۴	۰,۹۸۳	۰,۳۲۶	۰,۹۷۶	۱,۰۲۵
	y2	-۱,۱۷۷	۰,۹۶۹	-۰,۱۲۷	-۱,۲۱۵	۰,۲۲۵	۰,۰۵۵	۱,۲۴۷
	y3	-۱,۱۹۲	۱,۰۰۷	-۰,۱۲۷	-۱,۱۸۴	۰,۲۳۷	۰,۰۵۳	۱,۹۸
	y4	۱,۵۷-	۱,۰۱۶	-۰,۱۶۷	-۱,۵۴۵	۰,۱۲۳	۰,۰۵۲	۱,۳۴
	y5	-۱,۷۳۶	۱,۰۰۷	-۰,۱۸۴	-۱,۷۲۴	۰,۰۸۵	۰,۰۵۳	۱,۰۰۲
y6	-۲,۱۵۳	۰,۹۹۷	-۰,۲۲۹	-۲,۱۵۹	۰,۰۳۱	۰,۰۵۴	۱,۶۲۶	

۷- نتیجه گیری و بحث

نتیجه آزمون فرضیه اول از این قرار بود که با توجه به آزمون‌ها و تحلیل‌هایی که از راه رگرسیون و همبستگی انجام شد، با افزایش تغییر مدیریت شرکت در یک شرکت احتمال آن می‌رود که ریسک نکول در آن شرکت افزایش یابد و در صورت کاهش تغییر مدیریت شرکت احتمال کاهش در ریسک نکول در آن شرکت می‌رود. بررسی‌ها نشان داد که رابطه خطی و مثبت بین ریسک نکول و تغییر مدیریت شرکت وجود دارد. این نتایج منطبق بر پژوهش وی تینگ (۲۰۱۱) می‌باشد.

آزمون فرضیه دوم نشان داد با افزایش تغییر مدیریت شرکت در یک شرکت احتمال آن می‌رود که بازدهی دارایی‌ها در آن شرکت کاهش یابد و در صورت کاهش تغییر مدیریت شرکت احتمال افزایش در بازدهی دارایی‌ها در آن شرکت می‌رود. در نتیجه رابطه خطی منفی و معناداری بین بازدهی دارایی‌ها و تغییر مدیریت شرکت وجود دارد.

نتایج به دست آمده آزمون سوم نشان داد بین تغییر مدیریت شرکت با بازدهی حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد یعنی اینکه با افزایش تغییر مدیریت شرکت در یک شرکت احتمال آن می‌رود که بازدهی حقوق صاحبان سهام در آن شرکت کاهش یابد و در صورت کاهش تغییر مدیریت شرکت احتمال افزایش در بازدهی حقوق صاحبان سهام در آن شرکت می‌رود.

در آزمون فرضیه چهارم دریافتیم تغییر مدیریت شرکت با ارزش افزوده اقتصادی رابطه معکوس و معناداری دارد و هر چه تغییر مدیریت بیشتر باشد احتمال کم شدن ارزش افزوده اقتصادی شرکت بیشتر می‌شود. بروکمن (۲۰۰۹) نیز به این نتیجه رسید که بین ارزش شرکت‌ها با معیارهای مختلف و تغییر مدیریت شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

عدم شفافیت کامل اطلاعات شرکت‌ها جز محدودیت‌ها و مشکلات این پژوهش می‌باشد. در نهایت با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش به سهامداران، سرمایه‌گذاران و شرکت‌های اعتبار دهنده پیشنهاد می‌گردد که به شرکت‌هایی که دارای تغییرات بیشتری در مدیریت می‌باشند توجه بیشتری معطوف دارند زیرا در این‌گونه از شرکت‌ها با توجه به تغییراتی که در مدیریت شرکت به وجود می‌آید و همچنین به دلیل عدم آشنایی مدیریت با شرایط داخلی شرکتی که به آن وارد شده است و همچنین به دلیل هزینه‌هایی که با تغییر در مدیریت به شرکت تحمیل می‌گردد احتمال بروز ریسک نکول را در شرکت افزایش می‌دهد لذا سهام این‌گونه شرکت‌ها نمی‌تواند سهام مناسبی برای سرمایه‌گذاری محسوب گردند.

همچنین با توجه به رابطه ارزش شرکت‌ها با تغییر مدیریت به سهامداران و سایر سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد برای کسب بازدهی بالاتر از دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و همچنین بدست آوردن ارزش افزوده اقتصادی بالاتر از سرمایه‌گذاری‌های خود سعی بر آن داشته باشند تا سهام شرکت‌هایی را نگهداری و یا بخرند که دارای تغییرات کمتری در سطوح مدیریتی خود می‌باشند زیرا با توجه به نتایج بدست آمده از تحقیق در صورتی که تغییرات مدیریتی در شرکت‌های بورسی کمتر باشد در این صورت این شرکت‌ها دارای عملکرد بهتری می‌باشد و بازدهی دارایی‌ها، بازدهی حقوق صاحبان سهام و همچنین ارزش افزوده اقتصادی آن‌ها بیشتر می‌باشد و در نهایت با نگهداری سهام و یا خرید سهام این شرکت‌ها بازدهی نهایی حاصل از سرمایه‌گذاری سهام‌داران این شرکت‌ها افزایش می‌یابد و همچنین به مالکان و اعضای هیئت مدیره شرکت‌های بورسی توصیه می‌گردد تا جهت حفظ منافع سرمایه‌گذاران که همانا کسب بازدهی بالاتر است تا آنجا که امکان دارد سعی بر آن داشته باشند تا تغییرات کمتری در سطوح مدیریتی این شرکت‌ها به وجود آورند.

فهرست منابع

- * احمد پور، احمد، اسفندیار ملکیان، محمد جواد زارع بهنمیری، زینب نادی، (۱۳۹۱)، " بررسی نقش ساختار هیئت مدیره بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها با رویکرد فازی، مطالعه موردی شرکت‌های داروسازی بورس اوراق بهادار تهران" مجله دانش حسابداری سال دوم شماره ۸، بهار ۱۳۹۱، ص ۷۳ تا ۹۳
- * انصاری، علی، و محسن کریمی، ۱۳۸۷، " بررسی معیارهای مالی ارزیابی عملکرد مدیریت ارزش آفرینی برای سهامداران با تاکید بر معیارهای اقتصادی"، مجله حسابداری، شماره ۲۰۰.
- * پور زمانی، زهرا، ۱۳۸۵، " حاکمیت شرکتی و پیش بینی ورشکستگی شرکت‌ها"، رساله دکتری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات.

- * پویانفر، احمد؛ و فرزین رضایی؛ و شهلا صفا بخش، ۱۳۸۹، " بررسی رابطه معیارهای حسابداری و اقتصادی عملکرد با ارزش شرکت‌ها در صنایع سیمان و پتروشیمی بورس تهران"، نشریه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۱، ۸۴-۷۱.
- * حاتمی، لیلا، ۱۳۸۶، "بررسی تطبیقی ارزیابی عملکرد شرکت‌ها با استفاده از شاخص‌های ARR,ROE,ROLEVA"، پایان کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اراک، ص ۱۱۸ - ۱.
- * راعی، رضا و احمد تلنگی، ۱۳۸۳، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، انتشارات سمت
- * قالبیاف اصل، حسن و فاطمه رضایی، (۱۳۸۶) بررسی تأثیر ترکیب هیئت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ش ۲۳، ص ۴۸-۳۳.
- * قلمی، رضا، ۱۳۹۰، " بررسی عوامل کلیدی موثر بر ریسک نکول بانک‌های ایرانی " پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد واحد تهران شمال
- * نمازی محمد و محمد منفرد بهارلوی، (۱۳۹۰) "بررسی تأثیر حدود عملیات شرکت بر ساختار هیئت مدیره (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) مجله دانش حسابداری سال دوم شماره ۷، زمستان ۱۳۹۰، ص ۷ تا ۲۵
- * نیک بخت، محمد رضا؛ سیدی، عزیز و روزبه هاشم الحسینی (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت مدیره بر عملکرد شرکت. پیشرفتهای حسابداری (مجله علوم اجتماعی و انسانی سابق)، دوره دوم، ش اول، ص ۲۷۰-۲۵۱
- * Altman, E.I., 1968, "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", Journal of Finance, vol. 23, pp. 589-609.
- * Anne, H., Williams, s.m.(2003). International comparative analysis of the association between board structure and the efficiency of value added a firm form its physical capital and intellectual capital resources, international journal of accounting, vol. 38, no.4, pp.465-491.
- * Brockman, P. & Turtle, H.J., 2003, "A barrier option framework for corporate security valuation", Journal of Financial Economics, vol. 67, pp. 511-29.
- * Brookman, J. & P. D. Thistle. (2009) " CEO tenure, the risk of termination and firm value". Journal of Corporate Finance 15 (3): 315-330.
- * Cheng Fan-fah. 2007. "The Effect of Financial Risks on the Earnings Response in Australia Bank Stocks", Journal of Money, Investment and Banking, Vol 21
- * Dong Chen, and Yudan Zheng.(2012) " CEO Tenure and Risk-taking" University of Baltimore. 1420 N Charles St, Baltimore, MD 21201
- * Fang Hu, Sidney C. M. Leung "2010", Top Management Turnover, Firm Performance and Government Control: Evidence from China's Listed State-Owned Enterprises American Accounting Association annual meeting and seminar participants at the Seoul National University
- * James Jianxin Gong, (2011), " Examining Shareholder Value Creation over CEO Tenure: A New Approach to Testing Effectiveness of Executive Compensation" Department of Accountancy College of Business University of Illinois at Urbana-Champaign Champaign, IL 61820 U.S.A.
- * K.Lee and N.Fargher, (1991), "The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage", Contemporary Accounting Research, pp. 20-41.
- * Wei Ting, (2011), "Top management turnover and firm default risk: Evidence from the Chinese securities market" China Journal of Accounting Research 4, 81-89

- * Zainal Abidin , Z , kamal , N,M,and jusoff , k (2009) Board structure and corporate performance in Malaysia , international journal of economics and finance ,VOL,1,no.1,pp.150-164

یادداشت‌ها

- ¹ Management turnover
- ² Default risk
- ³ Corporate performance
- ⁴ Corporate governance
- ⁵ Bankruptcy
- ⁶ Residual income
- ⁷ Economic value added (EVA)
- ⁸ Market value added (MVA)
- ⁹ James Jianxin Gong
- ¹⁰ Fang Hu& Sidney C.M.Leung
- ¹¹ Dong Chen, and Yudan Zheng
- ¹² Zainal Abidin
- ¹³ Pulice A
- ¹⁴ Kolmogorov – Smirnov test
- ¹⁵ Durbin – Watson test
- ¹⁶ Multiple regression
- ¹⁷ Dummy variable
- ¹⁸ Damodar N. Gujarati
- ¹⁹ Student T- test
- ²⁰ Fisher test
- ²¹ Richard tafler
- ²² Altman
- ²³ Return on assets
- ²⁴ Return on equity