

تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر متغیرهای مبتنی بر ارزش شرکت

دکتر علی محمدی

استادیار گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.

ali.mohammadi30@iran.ir

نازنین بهمنی فریز

کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی حکیم طوس، مشهد، ایران. (نویسنده مسئول)

nbahmaniif@gmail.com

شماره ۲۳، بهار ۱۳۹۹ (جلد سوم)، صص ۱۳۴-۱۳۹
چشم انداز حسابداری و مدیریت (دوره سوم)

چکیده

بحران‌ها و رسوایی‌های مالی به وجود آمده ناشی از ورشکستگی برخی شرکت‌های بزرگ در کشورهای پیشرفته جهان که در نتیجه ضعف حاکمیت شرکتی بوده، موجب کاهش اعتماد عمومی به گزارشگری مالی گردید. از این رو استفاده از معیارهای اقتصادی ارزش محور برای ارزیابی ارزش و عملکرد شرکت از یک سو و نیاز به طراحی و استقرار فرایندهای مناسب راهبری شرکت از سوی دیگر، بیش از پیش احساس شد. لذا تقاضا و به تبع آن مطالعات جهت رفع نیازهای فوق و در نتیجه ارائه شفاف و مناسب تر گزارش‌های مالی بنگاه‌های اقتصادی افزایش یافته است. در این تحقیق میزان تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت از طریق مقایسه با چهار معیار نوین ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده سهامدار، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده نقدی مورد آزمون قرار گرفته است.

واژگان کلیدی: حاکمیت (راهبری) شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده سهامدار، ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده نقدی.

مقدمه

فروپاشی شرکت‌های بزرگ از قبیل انرون، آدفی، و غیره که موجب زیان دیدن قریب به اتفاق ذی‌نفعان و سرمایه‌گذاران گردید و پس از تحقیق و بررسی مشخص گردید که سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی موجب بروز زیان گردیده و این رویدادها موجب تأکید بیش‌ازپیش بر ضرورت ارتقاء و اصلاح حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی گردیده است. در سال‌های اخیر، حاکمیت شرکتی یک جنبه اصلی و پویای تجارت شده و توجه به آن به‌طور تصاعدی رو به افزایش است. پیشرفت در اعمال حق حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت می‌گیرد. سازمان‌های بین‌المللی مانند سازمان توسعه اقتصادی (OECD) استانداردهای قابل قبول بین‌المللی را در این مورد فراهم می‌کنند. در آمریکا و بریتانیا همچنان به تقویت سیستم‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می‌دهند و به سهامداران و روابط آن‌ها، پاسخ‌گویی، بهبود عملکرد هیئت‌مدیره، حساب‌رسی و سیستم‌های حسابداری و کنترل داخلی، توجه ویژه می‌کنند و به‌روشنایی توجه دارند که شرکت‌ها با این روش‌ها کنترل و اداره می‌شوند. افزون بر آن، سرمایه‌گذار جزء، سرمایه‌گذاران نهادی، حسابداران و حساب‌رسیان و سایر بازیگران صحنه بازار پول و سرمایه از

فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود دائمی حاکمیت شرکتی، آگاه‌اند (حساس یگانه و باغومیان، ۱۳۸۴). در دنیای امروز تغییر نیازهای روزافزون مشتریان و مردم، خواسته‌های بعضاً متفاوت ذی‌نفعان، پیچیدگی قوانین و مقررات و تکنولوژی انجام کار و غیره، ضرورت توجه به ساختار حاکمیت شرکتی را فراهم نموده تا از طریق آن اهداف شرکت‌ها تنظیم یافته و روش‌های نیل به آن اهداف و نحوه نظارت بر عملکرد آن‌ها تعیین شود. در واقع سیستم حاکمیت شرکتی به مجموعه قوانین، مقررات، نهادها و رویه‌هایی اطلاق می‌گردد که تعیین می‌کنند شرکت‌ها به چه نحو و در جهت منافع چه کسانی اداره می‌شوند، لذا هدف از اعمال حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذی‌نفعان مختلف شرکت را فراهم می‌آورد. در این تحقیق میزان تاثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت از طریق مقایسه با چهار معیار نوین ارزیابی عملکرد شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده سهامدار، ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده نقدی مورد آزمون قرار گرفته است.

پیشینه پژوهش

مارسیگالیا^۱ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و معیارهای ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های ایتالیایی پرداختند، نتایج این پژوهش نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر معیارهای مبتنی بر ارزش در شرکت‌های مورد بررسی می‌باشد.

بالاسبرمیول^۲ و همکاران (۲۰۱۰) در تحقیقی به وجود یک ارتباط مثبت بین شاخص کلی حاکمیتی و ارزش بازار شرکت دست یافتند.

اسچاتن^۳ و همکاران (۲۰۱۱) نیز در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و ارزش مازاد بر دارایی‌های نقدی شرکت‌های بزرگ اروپایی به بررسی رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش مازاد بر پول نقد پرداختند و نتیجه تحقیق مذکور نشان داد که شرکت‌هایی که دارای سیستم حاکمیت شرکتی ضعیف هستند، وجود پول نقد مازاد موجب تاثیر منفی بر عملکرد آن‌ها می‌شود.

آمان^۴ و همکاران (۲۰۱۱) در مقاله‌ای اثر ارزیابی حاکمیت شرکتی بر درجه رقابت بازار را مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی موجب افزایش ارزش شرکت در صنایع غیر رقابتی می‌گردد.

اشمید^۵ و همکاران (۲۰۱۱) در تحقیقی به ارتباط راهبری شرکتی و ارزش شرکت در ۲۲ کشور توسعه یافته در سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۷ پرداختند. این شاخص‌ها در ۶ زیر بخش شامل پاسخگویی هیات مدیره، افشای مالی و کنترل داخلی، حقوق سهامداران، حق الزحمه مدیرعامل و هیات مدیره، کنترل بیرونی و رفتار اجتماعی شرکت طبقه بندی شده است. یافته‌های آن‌ها رابطه مثبت معنادار بین تمامی ویژگی راهبری شرکتی و همچنین رفتار اجتماعی شرکت‌ها با ارزش شرکت را نشان می‌دهد.

¹ Marsigalia
² Balasubramal
³ Schauten
⁴ Amman
⁵ Schmid

مت نور و سولانگ^۱ (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت در ۴۰۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار مالزی در سال‌های ۲۰۰۲-۲۰۰۵ پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد رابطه منفی و معنادار بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل به عنوان یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد.

دی هائ^۲ و همکارانش (۲۰۰۱) به بررسی رابطه عملکرد شرکت و ترکیب هیأت مدیره در شرکت‌های بلژیکی پرداختند. نتایج این پژوهش، نشان داد که بین تعداد اعضای هیأت مدیره با نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده داراییها به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد.

ویتزیک^۳ (۲۰۰۹) در تحقیقی به مطالعه رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد، در کرواسی پرداخت و نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی، بر روی عملکرد شرکت‌ها که از طریق ROE و ROA اندازه‌گیری می‌شد، تأثیر کیفی غیر مستقیم دارد.

کلین^۴ و همکاران (۲۰۰۵)، در مقاله‌ای رابطه بین ارزش شرکت و معیارهای حاکمیت شرکتی موثر را مورد بررسی قرار داده‌اند. آنان دریافتند که تمامی عناصر حاکمیتی اندازه‌گیری شده، از اهمیت برخوردار نیستند و آثار حاکمیتی با مقوله‌ی مالکیت تفاوت دارند. در رابطه با نمونه‌ی کامل شرکت‌ها، هیچ‌گونه مدرکی دال بر این که شاخص کل حاکمیتی بر عملکرد شرکت اثر می‌گذارد، پیدا نکردند.

بینر و همکاران (۲۰۰۶) نیز از شاخص حاکمیت شرکتی هیئت مدیره و ۵ متغیر دیگر که مربوط به ویژگی‌های هیأت مدیره، ساختار مالکیت و نسبت بدهی به دارایی می‌باشد به منظور شرح جامعی از حاکمیت شرکتی در سطح بنگاه اقتصادی استفاده کرده‌اند. نتایج تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت بین حاکمیت شرکتی و ارزیابی شرکت است.

کاپولوس و الزاریتو^۵ (۲۰۰۷)، در پژوهشی، ارتباط ساختار مالکیت و سودآوری را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که ساختار مالکیت متمرکز ارتباطی مثبت و معیندار با سودآوری شرکت دارد: هرچه پراکندگی مالکیت کمتر باشد، سودآوری شرکت بیشتر می‌شود.

یافته‌های پژوهش تاسیا و گو^۶ (۲۰۰۷) در بررسی ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت بیانگر آن است که حضور سرمایه‌گذاران نهادی ممکن است مشکلات حاصل از نمایندگی را کاهش دهد. آنها دریافتند که بین تفکیک وظایف مدیریت و مالکیت با افزایش ارزش شرکت، ارتباطی مثبت وجود دارد.

ایزدی نیا و رسائیان (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد، از میان ابزارهای نظارتی تنها دو مورد (درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی) را در نظر گرفته و به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد اقتصادی از کیو-توبین و ارزش افزوده بازار استفاده نموده است. نتایج حاکی از این بود که میان هر دو ابزار نظارتی در نظر گرفته شده با معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد.

¹ Mat Nor and Sulong

² Dihaen

³ Vitzic

⁴ Klein

⁵ Kapopoulos and Luazaretou

⁶ Tasia and Gu

مرادی زاده و همکاران (۱۳۸۸) در مطالعه ای در ارتباط با نقش سرمایه گذار نهادی بر روش مدیریت سود شواهدی را جمع‌آوری کرده و نشان دادند که وجود سرمایه گذاران نهادی، موجب بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی در گزارشگری مالی می‌گردد و همچنین رابطه منفی و معناداری بین سطح مالکیت نهادی و تمرکز شرکت بر مدیریت سود وجود دارد. وکیلی فرد و باوند پور (۱۳۸۹) نیز در تحقیقی به بررسی رابطه بین معیارهای حاکمیت شرکتی (سهامداران نهادی، سهامداران عمده، اعضای غیر موظف هیات مدیره و کیفیت اطلاعات مالی) و معیارهای ارزیابی عملکرد (متغیر کیو توبین و رشد سود خالص) پرداختند. آنان نتیجه گرفتند که بین سهامداران نهادی و عملکرد شرکت‌ها رابطه مثبت و معنادار و بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره به اعضای موظف با عملکرد شرکت‌ها رابطه منفی و معناداری وجود دارد. برادران حسن زاده و همکاران (۱۳۹۱) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین برخی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ بر روی ۶۹ شرکت پرداختند که نتایج تحقیق بیانگر این است که میزان مالکیت سهام داران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد با ارزش ایجادشده برای سهام داران رابطه مثبت و معناداری دارند. میزان نفوذ مالکیت دولت با ارزش ایجادشده برای سهام داران رابطه منفی و معناداری است و میزان مالکیت سهام داران نهادی و میزان سهام شناور آزاد با ارزش افزوده اقتصادی رابطه مثبت و معنادار دارند و میزان نفوذ و مالکیت دولت با ارزش افزوده اقتصادی رابطه منفی و معنادار دارد. اولی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقی به تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در یک نمونه ۱۲۲ تایی از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۸ پرداختند. نتایج این تحقیق حاکی از آن بود که درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی تأثیر معنادار و مثبتی بر ارزش افزوده اقتصادی دارد. شرکت‌های ایران خودرو، سرمایه گذاری معادن و فلزات و سایپا به ترتیب دارای بالاترین اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی می‌باشند.

فرضیه های پژوهش

- فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معناداری دارد.
- فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده سهامدار تأثیر معناداری دارد.
- فرضیه سوم: حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده بازار تأثیر معناداری دارد.
- فرضیه چهارم: حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده نقدی تأثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

انتخاب روش تحقیق بستگی به ماهیت موضوع، اهداف پژوهش، فرضیه یا فرضیه‌های تدوین شده، ملاحظات اخلاقی و انسانی ناظر بر موضوع تحقیق و وسعت و امکانات اجرایی آن دارد. در این مرحله محقق بایستی مشخص نماید که برای مسأله انتخابی او چه روش تحقیقی مناسب است (نادری و همکاران، ۱۳۸۸). پایه هر علم روش شناخت آن است و اعتبار و ارزش قوانین هر علمی به روش شناختی مبتنی است که در آن علم به کار می‌رود، بنابراین: روش تحقیق مجموعه‌ای از قواعد، ابزار و راه‌های معتبر (قابل اطمینان) و نظام یافته برای بررسی واقعیت‌ها، کشف مجهولات و دستیابی به راه حل مشکلات است. منظور از روش تحقیق این است که مشخص شود کدام روش تحقیق برای بررسی موضوع مورد نظر مناسب

است. این تحقیق از نظر هدف، پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود. هدف از این گونه پژوهش‌ها، توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص بوده و تاکید آن عمدتاً بر مؤثرترین اقدام است و معمولاً توجه کمتری بر علت‌ها قرار می‌دهند. این تحقیق در زمره تحقیقات علی بوده و همچنین روش انجام پژوهش توصیفی - همبستگی است می‌باشد. در مطالعه توصیفی بدون توجه به علل قضایا در رویدادها، فقط چگونه بودن و کیفیت آن‌ها را بررسی و بیان می‌نمایند و در تحقیقات علی هدف آن است که مشخص شود آیا رابطه‌ای بین دو یا چند متغیر وجود دارد و اگر وجود دارد اندازه و حد آن چقدر است؟ تحقیق حاضر به دلیل این که در یک فاصله زمانی ۶ ساله انجام می‌شود، از نظر افق زمانی طولی می‌باشد و بدلیل اینکه داده‌های مورد استفاده، اطلاعات واقعی و تاریخی است می‌توان آن را از نوع گذشته‌نگر طبقه‌بندی کرد.

نحوه گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

جمع آوری داده‌های مورد نیاز تحقیق، یکی از مراحل بنیادی آن است و با توجه به اهمیت آن، می‌بایست به طور دقیق تعریف و مشخص شود. مرحله جمع آوری اطلاعات، شروع فرآیندی است که طی آن محقق یافته‌های کتابخانه‌ای و میدانی را گردآوری می‌کند و پس از آن به خلاصه سازی یافته‌ها از طریق طبقه‌بندی و سپس تجزیه و تحلیل آن‌ها می‌پردازد و فرضیه‌های تدوین شده خود را مورد ارزیابی قرار داده و در نهایت نتیجه‌گیری می‌کند و پاسخ مسأله تحقیق را به اتکای آن‌ها می‌یابد. به عبارت دیگر، محقق به اتکای داده‌های گردآوری شده حقیقت را آن طور که هست کشف می‌کند. بنابراین، اعتبار داده‌ها اهمیت بسیاری دارد، زیرا داده‌های غیر معتبر مانع از کشف حقیقت می‌گردد و مسأله و مجهول مورد نظر پژوهشگر به درستی معلوم نمی‌شود و یا تصویری انحرافی و ناصحیح از آن ارائه خواهد شد (حافظ نیا، ۱۳۸۵). در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به بخش تجربی و آزمون فرضیه‌های پژوهش داده‌های مرتبط با متغیر مستقل از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که در سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران^۱، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران^۲ و در مواردی نیز با استفاده از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران (نرم‌افزارهای ایران بورس، تدبیر پرداز و ره آورد نوین) گردآوری شده است.

جامعه آماری پژوهش

یک جامعه آماری عبارت از مجموعه‌ای از افراد یا واحدهایی است که دارای حداقل یک صفت مشترک باشند. معمولاً در هر پژوهش، جامعه مورد بررسی یک جامعه آماری است که پژوهشگر مایل است درباره صفت یا صفتهای متغیر واحدهای آن به مطالعه بپردازد. تعریف جامعه آماری باید جامع و کامل باشد. به عبارت دیگر، این تعریف باید چنان بیان شود که از نقطه نظر زمانی و مکانی، همه واحدهای مورد مطالعه را در برگیرد و در عین حال، از شمول واحدهایی که نباید به مطالعه آن‌ها پرداخته شود، جلوگیری به عمل آید (سرمد و همکاران، ۱۳۸۴). شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۶ جامعه آماری این پژوهش می‌باشد. نمونه این تحقیق با توجه به موضوع آن، از مدل نمونه‌گیری حذفی است. در این تحقیق جامعه آماری متشکل از شرکت‌هایی است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

¹ <http://www.codal.ir>

² <http://www.tsetmc.ir>

۱. شرکت تولیدی باشد. شرکت های سرمایه گذاری به دلیل تفاوت در ماهیت و طبقه بندی اقلام صورت های مالی نسبت به شرکت های تولیدی حذف شده اند.
۲. معاملات شرکت ها نباید طی دوره ی پژوهش به طور کامل متوقف شده باشد (نماد شرکت از بورس خارج شده باشد).
۳. شرکت ها حداقل از ابتدای سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند، و پایان سال مالی شرکت ها منتهی ۲۹ ام اسفند ماه باشد.
۴. کلیه اطلاعات مورد نیاز تحقیق، در طی دوره زمانی تحقیق، موجود و در دسترس باشد. باتوجه به شرایط بالا، جامعه آماری واقعی مورد بررسی، تعداد ۱۰۰ شرکت باقی مانده است.

الگوی مورد برآزش برای آزمون فرضیه های پژوهش

الف) در این پژوهش جهت بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی از مدل رگرسیونی چندگانه به شرح ذیل استفاده می شود:

$$EVA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Audit} + \beta_2 \text{ Option} + \beta_3 \text{ Dual} + \beta_4 \text{ Out Ratio} + \beta_5 \text{ Lev} + \beta_6 \text{ Size} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Curr} + \beta_9 \text{ ROA}$$

که در الگوی فوق:

EVA: ارزش افزوده اقتصادی که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$EVA = (r - c) * \text{Capital}$$

r: نرخ بازده کلی سرمایه که با استفاده از فرمول ذیل و منطبق با رویکرد مالی محاسبه شده است.

$$r = \text{NOPAT} / \text{CAPITAL}$$

NOPAT: نیز مساوی است با سود عملیاتی پس از کسر مالیات. در فرمول محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، می بایست بر روی این دو رقم تعدیلاتی صورت بگیرد تا تحریفات ناشی از کاربرد اصول حسابداری حذف و سود حسابداری به سود اقتصادی نزدیک گردد. بنابراین داریم:

NOPAT: سود حسابداری پس از کسر مالیات + هزینه بهره - صرفه جویی مالیاتی هزینه بهره + هزینه مطالبات مشکوک الوصول + هزینه کاهش ارزش موجودیها + هزینه کاهش ارزش سرمایه گذاری + هزینه های معوق + هزینه مزایای پایان خدمت

CAPITAL: خالص اموال ماشین آلات و تجهیزات + سایر دارایی ها + دارایی های نامشهود + بدهی های بلندمدت + تسهیلات مالی دریافتی + سایر بدهی های بهره دار + سرمایه قانونی + اندوخته ها + سود انباشته + ذخیره باز خرید خدمت کارکنان

C: نرخ هزینه سرمایه برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از روش میانگین موزون هزینه منابع (WACC) استفاده شده است. بکارگیری این روش مستلزم شناسایی منابع مالی شرکت ها و سپس محاسبه نرخ هزینه هر یک از این منابع می باشد. براساس ترازنامه شرکت های مورد آزمون این شرکت ها از منابع ذیل استفاده کرده اند:

۱. بدهی های بهره دار
۲. سهام عادی جدید

۳. سایر اجزای حقوق صاحبان سهام

در این صورت نرخ هزینه سرمایه با فرمول میانگین موزون و به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$EVA = NOPAT - (WACC * CAPITAL)$$
$$WACC = (wd \times kd) + (we \times k)$$

Wi: وزن هریک از منابع از کل منابع

t: نرخ موثر مالیاتی

K: نرخ هزینه سرمایه هریک از منابع

ب) در این پژوهش جهت بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده سهامدار از مدل رگرسیونی چندگانه به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$SVA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Audit} + \beta_2 \text{ Option} + \beta_3 \text{ Dual} + \beta_4 \text{ Out Ratio} + \beta_5 \text{ Lev} + \beta_6 \text{ Size} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Curr} + \beta_9 \text{ ROA}$$

در مدل فوق:

SVA: ارزش افزوده سهامدار که به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$SVA = \text{ارزش بازار مجموع بدهیها} - \text{ارزش بازاری شرکت}$$

ارزش افزوده سهامدار یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد و بازده شرکت به حساب می‌آید. ارزش افزوده سهامدار اصطلاحی است که برای تفاوت مابین دارایی نگه داشته شده توسط سهامداران در پایان سال معین و دارایی نگه داشته شده آنان در سال گذشته بکار برده می‌شود. از رابطه زیر برای محاسبه آن استفاده شده است (رهنما و همکاران، ۱۳۸۵):

ج) در این پژوهش جهت بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده بازار از مدل رگرسیونی چندگانه به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Audit} + \beta_2 \text{ Option} + \beta_3 \text{ Dual} + \beta_4 \text{ Out Ratio} + \beta_5 \text{ Lev} + \beta_6 \text{ Size} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Curr} + \beta_9 \text{ ROA}$$

که در مدل فوق:

MVA: ارزش افزوده بازار که به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$MVA = \text{میانگین ارزش دفتر حقوق صاحبان سهام} - \text{میانگین ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}$$

یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد خارجی شرکت می‌باشد. با توجه به این معیار، چگونگی ارزیابی عملکرد شرکت از طرف بازار برحسب ارزش بازار بدهی و ارزش بازار سهام با سرمایه‌گذاری شده در شرکت مقایسه می‌گردد. جهت محاسبه آن از رابطه زیر استفاده شده است (رهنما و همکاران، ۱۳۸۵):

د) در این پژوهش جهت بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده نقدی از مدل رگرسیونی چندگانه به شرح ذیل استفاده می‌شود:

$$CVA = \beta_0 + \beta_1 \text{ Audit} + \beta_2 \text{ Option} + \beta_3 \text{ Dual} + \beta_4 \text{ Out Ratio} + \beta_5 \text{ Lev} + \beta_6 \text{ Size} + \beta_7 \text{ Loss} + \beta_8 \text{ Curr} + \beta_9 \text{ ROA}$$

که در مدل فوق:

CVA: ارزش افزوده نقدی که به صورت زیر محاسبه می‌گردد:

$$CVA = \text{هزینه سرمایه نقدی} - \text{سود عملیاتی پس از کسر مالیات}$$

آزمون F لیمر

نخست برای تعیین اینکه از مدل داده‌های پانلی یا مدل داده‌های تلفیقی استفاده شود از آزمون F لیمر، استفاده می‌گردد، آماره این آزمون عبارت است از:

$$F = \frac{RRSS - URSS / (N - 1)}{URSS / (NT - N - K)}$$

که در آن، URSS مجموع مجذورات پسماندهای غیرمقیمد، RRSS نشان دهنده مجموع مجذورات باقیمانده‌های مقیمد، N تعداد مقطع‌ها (تعداد شرکت‌ها)، K تعداد متغیرهای توضیحی و T تعداد کل سالهای مورد بررسی می‌باشد. آماره این آزمون توزیع فیشر بوده و در صورت رد فرضیه‌ی اولیه، مدل مورد استفاده پانلی اثرات ثابت می‌باشد. فرضیه‌ها در آزمون F لیمر به صورت زیر می‌باشد:

H₀: مدل OLS مناسب است

H₁: مدل پانلی اثرات ثابت مناسب است

آزمون هاسمن

اگر طبق نتیجه آزمون F لیمر مدل پانلی اثرات ثابت انتخاب شد، این سوال مطرح می‌گردد که آیا تفاوت در عرض از مبدا واحدهای مقطعی به طور ثابت عمل می‌نماید یا این که عملکردهای تصادفی می‌توانند به طور واضح‌تری این اختلاف بین واحدها را بیان کنند. دو روش فوق به ترتیب روش‌های اثرات ثابت و اثرات تصادفی نامیده می‌شوند برای انتخاب یکی از دو روش یادشده از آزمون هاسمن استفاده می‌گردد. در آزمون هاسمن فرضیه‌ها به صورت زیر است:

H₀: مدل اثرات تصادفی مناسب است

H₁: مدل اثرات ثابت مناسب است

عدم ناهمسانی واریانس

از مهمترین فرض‌های مدل رگرسیون خطی کلاسیک این است که اجزای خطای e_{it} که در تابع رگرسیون جامعه ظاهر می‌شود، دارای واریانس همسان می‌باشند. اگر ناهمسانی واریانس وجود داشته باشد آزمون‌های t و F نتایج صحیحی را ارائه نمی‌دهند و آنگاه نمی‌توان فرضیه‌ها را با آزمون‌های t و F سنجید. آزمون‌ها و روش‌های مختلفی برای ناهمسانی واریانس

ارایه شده که عبارتند از: آزمون وایت، روش ترسیمی، آزمون کلدفلد- کوانت، آزمون گلچسر و آزمون بارتلت. در این تحقیق جهت بررسی ناهمسانی واریانس ها از روش بروش - پاگان استفاده می شود. در این آزمون فرضیه ها به صورت زیر است:

H_0 : همسانی واریانس باقی مانده ها

H_1 : ناهمسانی واریانس باقی مانده ها

اگر p مقدار آزمون α کمتر شود، فرضیه همسانی واریانس (فرضیه صفر) رد شده و مشکل ناهمسانی واریانس موجود است. برای رفع مشکل ناهمساوی واریانس می توان از روش (GLS) حداقل مربعات تعمیم یافته برای تخمین مدل استفاده کرد.

عدم خود همبستگی

در مدل های رگرسیون کلاسیک فرض بر آن است که خود همبستگی بین اجزای مدل وجود ندارد، به عبارت دیگر کواریانس بین اجزای خطای مدل برابر صفر است. رد این فرض باعث ایجاد مشکل خود همبستگی می شود. هر چند مسئله خود همبستگی در داده های مقطعی نیز پدید می آید، اما در داده های سری زمانی متداول تر است. وجود خودهمبستگی باعث به وجود آمدن مشکلاتی مثل کارا نبودن تخمین ها و غیرواقعی شدن آماره های t و F می شود. برای تشخیص اینکه خودهمبستگی دارد می توان، آزمون دوربین واتسون، روش ترسیمی و آزمون LM مورد استفاده قرار داد. برای برطرف کردن خودهمبستگی (در صورت وجود خودهمبستگی) می توان از روش GLS استفاده نمود (گجراتی، ۱۳۸۶).

نرمال بودن باقی مانده های مدل

یکی دیگر از فروض کلاسیک مدل های رگرسیونی، نرمال بودن باقی مانده های مدل می باشد. برای بررسی این فرض از آزمون جاک برا استفاده می نمایم.

H_0 : نرمال بودن باقی مانده ها

H_1 : عدم نرمال بودن باقی مانده ها

در صورت رد فرضیه صفر جهت برازش صحیح مدل از روش رگرسیون تعمیم یافته با تخمین زننده GLS استفاده می نمایم.

آزمون فرضیه اول پژوهش

پس از آنکه روش نهایی مورد استفاده برای تخمین مدل مربوط به آزمون فرضیه اول تحقیق مشخص شدن، پارامترهای مربوط به این مدل به شرح جدول ذیل برآورد می گردد:

جدول (۱): نتایج برازش مدل مربوط به آزمون فرضیه اول

متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	t آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت مدل	α_0	۵,۹۹۰	۵,۳۰۸	۱,۱۲۸	۰,۰۲۵۹
اندازه حسابرس	Audit	-۱,۳۲۶	۲,۲۲۷	-۰,۵۹۵	۰,۵۵۲
اظهاری نظر حسابرس	Option	۱,۶۷۶	۰,۸۱۳	۲,۰۱۶	۰,۰۳۹
نقش دوگانه مدیریت	Dual	-۱,۰۱۶	۱,۵۴۶	-۰,۶۵۷	۰,۵۱۱
نسبت مدیران غیرموظف	Outratio	-۶,۱۴۳	۲,۹۸۱	-۲,۰۶۰	۰,۰۳۹۸

۰,۰۰۶	-۲,۷۵۸	۳,۴۳۸	-۹,۴۸۳	LEV	اهرم مالی
۰,۶۱۹	-۰,۴۹۶	۰,۲۶۸	-۰,۱۳۳	Size	اندازه شرکت
۰,۰۰۰۰	۶,۱۴۹	۱,۹۰۲	۱۱,۶۹۶	Loss	زیان شرکت
۰,۶۵۹	-۰,۴۴۰	۰,۳۵۹	-۰,۱۵۸	Curr	نسبت جاری
۰,۰۰۴	۲,۸۳۸	۴,۴۲۸	۱۲,۵۶۸	ROA	بازده دارایی‌ها
۷,۶۵۴	مدل F آماره		۰,۱۰۴	ضریب تعیین	
۰,۰۰۰۰	مدل F احتمال آماره		۰,۰۹۰	ضریب تعیین تعدیل شده	

همانطور که از نتایج جدول ۱ مشخص است، با توجه به آماره t در سطح معنی‌داری ضرایب و علامت ضریب رگرسیون هر یک از متغیرها می‌توان نتیجه گرفت بین ارزش افزوده اقتصادی و شاخص‌های حاکمیت شرکتی از قبیل اظهارنظر حسابرس و نسبت مدیران غیرموظف رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین متغیرهای اهرم مالی، زیان شرکت و بازده دارایی‌ها با ارزش افزوده اقتصادی رابطه معناداری وجود دارد. حال با توجه به وجود رابطه معنادار بین ارزش افزوده اقتصادی و شاخص‌های حاکمیت شرکتی، فرضیه اول تحقیق پذیرفته شده است. همچنین، آماره F مدل و احتمال آن به ترتیب برابر ۷,۶۵۴ و ۰,۰۰۰ می‌باشد که نشان از معناداری کل مدل می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۰۹۰ بوده که حاکی از این امر است که بالغ بر ۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی موجود در مدل تصریح گردیده است.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

پس از آنکه روش نهایی مورد استفاده برای تخمین مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم تحقیق مشخص شدن، پارامترهای مربوط به این مدل به شرح جدول ذیل برآورد می‌گردد:

جدول (۲): نتایج برازش مدل مربوط به آزمون فرضیه دوم

متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	t آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت مدل	α_0	۱۴,۴۴۴	۴۱,۴۵۹	۰,۳۴۸	۰,۷۲۷
اندازه حسابرس	Audit	۱,۲۴۵	۰,۱۹۸	۶,۲۸۵	۰,۰۰۰۰
اظهارنظر حسابرس	Option	۰,۸۵۷	۰,۵۰۷	۱,۶۹۰	۰,۰۹۱۶
نقش دوگانه مدیریت	Dual	-۱,۴۹۹	۰,۹۴۸	-۱,۵۸۲	۰,۱۱۴
نسبت مدیران غیرموظف	Outratio	-۶,۳۸۱	۲,۱۶۲	-۲,۹۵۰	۰,۰۰۳۳
اهرم مالی	LEV	-۱۸,۱۲۱	۳,۱۵۴	-۵,۷۴۵	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	Size	۰,۰۲۱	۲,۹۹۲	۰,۰۰۷	۰,۹۹۴
زیان شرکت	Loss	۱۰,۹۳۵	۱,۷۶۲	۶,۲۰۵	۰,۰۰۰۰
نسبت جاری	Curr	-۰,۶۴۲	۰,۲۳۰	-۲,۷۹۲	۰,۰۰۵۴
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۹۹۵	۴,۷۸۰	۰,۲۰۸	۰,۸۳۵
ضریب تعیین		۰,۴۵۴	مدل F آماره		۳,۷۹۲
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۳۳۴	مدل F احتمال آماره		۰,۰۰۰۰

همانطور که از نتایج جدول ۲ ملاحظه می‌شود، با توجه به آماره t در سطح معنی‌داری ضرایب و علامت ضریب رگرسیون هر یک از متغیرها می‌توان نتیجه گرفت بین ارزش افزوده سهامدار و شاخص‌های حاکمیت شرکتی از قبیل اندازه حسابرس و نسبت مدیران غیرموظف رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین متغیرهای اهرم مالی، زیان شرکت و نسبت جاری با ارزش افزوده سهامدار رابطه معناداری وجود دارد. حال با توجه به وجود رابطه معنادار بین ارزش افزوده سهامدار و شاخص‌های حاکمیت شرکتی، فرضیه دوم تحقیق پذیرفته شده است. همچنین، آماره F مدل و احتمال آن به ترتیب برابر ۳,۷۹۲ و ۰,۰۰۰ می‌باشد که نشان از معناداری کل مدل می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۳۳۴ بوده که حاکی از این امر است که بالغ بر ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی موجود در مدل تصریح گردیده است.

آزمون فرضیه سوم پژوهش

پس از مشخص شدن روش نهایی مورد استفاده برای تخمین مدل مربوط به آزمون فرضیه سوم تحقیق، پارامترهای این مدل به شرح جدول ذیل برآورد می‌گردد:

جدول (۳): نتایج برازش مدل مربوط به آزمون فرضیه سوم

متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	t آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت مدل	α_0	-۳۸,۵۷۶	۱۳,۵۱۰	-۲,۸۵۵	۰,۰۰۴
اندازه حسابرس	Audit	۰,۶۷۳	۰,۹۵۴	۰,۷۰۵	۰,۰۴۸
اظهار نظر حسابرس	Option	۰,۴۸۱	۰,۸۴۳	۰,۵۷۰	۰,۵۶۸
نقش دوگانه مدیریت	Dual	-۲,۱۸۴	۰,۷۹۶	-۲,۷۴۰	۰,۰۰۶۴
نسبت مدیران غیرموظف	Outratio	-۹,۰۳۶	۲,۳۳۳	-۳,۸۷۱	۰,۰۰۰۱
اهرم مالی	LEV	-۰,۶۰۲	۲,۰۵۲	-۰,۲۹۳	۰,۷۶۴
اندازه شرکت	Size	۳,۷۴۰	۰,۹۳۴	۴,۰۰۱	۰,۰۰۰۱
زیان شرکت	Loss	-۲,۸۲۱	۱,۶۰۸	-۱,۷۵۳	۰,۰۸۰۱
نسبت جاری	Curr	-۰,۲۸۲	۰,۵۲۵	۰,۵۱۷	۰,۶۰۵
بازده دارایی‌ها	ROA	۳,۱۸۱	۲,۶۰۳	۱,۲۲۲	۰,۲۲۲
ضریب تعیین		۰,۴۴۶		مدل F آماره	۳,۶۷۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۳۲۵		مدل F احتمال آماره	۰,۰۰۰۰

همانطور که از نتایج جدول ۳ ملاحظه می‌شود، با توجه به آماره t در سطح معنی‌داری ضرایب و علامت ضریب رگرسیون هر یک از متغیرها می‌توان نتیجه گرفت بین ارزش افزوده بازار و شاخص‌های حاکمیت شرکتی از قبیل اندازه حسابرس، نقش دوگانه مدیریت و نسبت مدیران غیرموظف رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین اندازه با ارزش افزوده بازار رابطه معناداری وجود دارد. حال با توجه به وجود رابطه معنادار بین ارزش افزوده بازار و شاخص‌های حاکمیت شرکتی، فرضیه سوم

تحقیق پذیرفته شده است. همچنین، آماره F مدل و احتمال آن به ترتیب برابر ۳,۷۶۳ و ۰,۰۰۰ می باشد که نشان از معناداری کل مدل می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۳۳۴ بوده که حاکی از این امر است که بالغ بر ۳۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی موجود در مدل تصریح گردیده است.

آزمون فرضیه چهارم پژوهش

پس از مشخص شدن روش نهایی مورد استفاده برای تخمین مدل مربوط به آزمون فرضیه چهارم تحقیق، پارامترهای این مدل به شرح جدول ذیل برآورد می گردد.

جدول (۴): نتایج برازش مدل مربوط به آزمون فرضیه چهارم

متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیون	انحراف معیار	t آماره	سطح معناداری
مقدار ثابت مدل	α_0	-۱۱,۲۳۲	۱,۳۳۹	-۸,۳۸۷	۰,۰۰۰۰
اندازه حسابرِس	Audit	۰,۲۵۰	۰,۴۱۷	۰,۵۹۸	۰,۵۴۹
اظهارنظر حسابرِس	Option	۰,۲۸۶	۰,۳۲۷	۰,۸۷۵	۰,۳۸۱
نقش دوگانه مدیریت	Dual	-۰,۴۱۲	۰,۲۷۱	-۱,۵۲۰	۰,۱۲۸
نسبت مدیران غیرموظف	Outratio	۲,۴۵۳	۰,۶۶۶	۳,۳۸۲	۰,۰۰۰۳
اهرم مالی	LEV	۷,۵۳۲	۰,۵۷۳	۱۲,۸۲۰	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰,۱۰۵	۰,۰۵۵	-۱,۹۱۲	۰,۰۴۶۳
زیان شرکت	Loss	۸,۷۱۴	۳,۳۸۶	۲,۵۷۳	۰,۰۱۰۳
نسبت جاری	Curr	-۰,۱۵۶	۰,۰۸۹	-۱,۷۳۸	۰,۰۸۲۷
بازده دارایی ها	ROA	۲۳,۶۷۷	۲,۷۹۷	۸,۶۴۶	۰,۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰,۳۹۷	مدل F آماره		۴۲,۳۹۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰,۳۸۳	مدل F احتمال آماره		۰,۰۰۰۰

همانطور که از نتایج جدول ۴ ملاحظه می شود، با توجه به آماره t در سطح معنی داری ضرایب و علامت ضریب رگرسیون هر یک از متغیرها می توان نتیجه گرفت بین ارزش افزوده نقدی و شاخص حاکمیت شرکتی (نسبت مدیران غیرموظف)، رابطه معناداری وجود دارد و همچنین بین اندازه شرکت، زیان شرکت و بازده دارایی ها با ارزش افزوده نقدی رابطه معناداری وجود دارد. حال با توجه به وجود رابطه معنادار بین ارزش نقدی و شاخص های حاکمیت شرکتی، فرضیه چهارم تحقیق پذیرفته شده است. همچنین، آماره F مدل و احتمال آن به ترتیب برابر ۴۲,۳۹۵ و ۰,۰۰۰ می باشد که نشان از معناداری کل مدل می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۳۸۳ بوده که حاکی از این امر است که بالغ بر ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی موجود در مدل تصریح گردیده است.

یافته های پژوهش

فرضیه اول پژوهش: در این فرضیه رابطه بین شاخص های حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مورد بررسی قرار می گیرد، نتایج آزمون فرضیه نشان می دهد با توجه به P-Value مربوط به شاخص های حاکمیت شرکتی، اظهارنظر

حسابرس و نسبت مدیران غیرموظف با ارزش افزوده اقتصادی (سطح معناداری شاخص‌های حاکمیت شرکتی کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد)، رابطه معناداری برقرار است؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شده است.

فرضیه دوم پژوهش: در این فرضیه رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده سهامدار مورد بررسی قرار می‌گیرد، نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد با توجه به P-Value مربوط به شاخص‌های حاکمیت شرکتی، اندازه حسابرس و نسبت مدیران غیرموظف با ارزش افزوده سهامدار (سطح معناداری شاخص‌های حاکمیت شرکتی کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد)، رابطه معناداری برقرار است؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته شده است.

فرضیه سوم پژوهش: در این فرضیه رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده بازار مورد بررسی قرار می‌گیرد، نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد با توجه به P-Value مربوط به شاخص‌های حاکمیت شرکتی، اندازه حسابرس، نقش دوگانه مدیریت و نسبت مدیران غیرموظف با ارزش افزوده بازار (سطح معناداری شاخص‌های حاکمیت شرکتی کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد)، رابطه معناداری برقرار است؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته شده است.

فرضیه چهارم پژوهش: در این فرضیه رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده نقدی مورد بررسی قرار می‌گیرد، نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد با توجه به P-Value مربوط به شاخص‌های حاکمیت شرکتی، نسبت مدیران غیرموظف با ارزش افزوده نقدی (سطح معناداری شاخص‌های حاکمیت شرکتی کمتر از ۰,۰۵ می‌باشد)، رابطه معناداری برقرار است؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته شده است.

پیشنهادات مبتنی بر نتایج پژوهش

- ۱) باتوجه به نتیجه حاصل از فرضیه‌های تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و متغیرهای مبتنی بر ارزش شرکت شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده سهامدار، ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار که مورد قبول واقع گردید، پیشنهاد می‌شود، در ارزیابی‌های عملکرد شرکتها و اخذ تصمیمات اقتصادی، ضمن استفاده از متغیرهای نوین ارزیابی عملکرد، ساز و کار حاکمیت شرکتی در بنگاه‌های اقتصادی نیز مورد ارزیابی قرار گیرد.
- ۲) هیئت مدیره شرکت به شاخص‌های جدید اندازه‌گیری ثروت همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی توجه بیشتری را مبذول داشته و در گزارش‌هایی که جهت عموم انتشار می‌یابد از جمله گزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع عمومی این دو متغیر را محاسبه و ارائه نمایند.
- ۳) سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در اخذ تصمیمات اقتصادی خود به متغیرهای ثروت آفرینی همچون ارزش ایجاد شده برای سهامداران و ارزش افزوده اقتصادی توجه نمایند.
- ۴) سیاستگذاران بازار سرمایه باید توجه داشته باشند که حضور اعضای غیرموظف در هیئت مدیره به تنهایی کافی نیست و ممکن است توجه به سایر ویژگی‌های هیئت مدیره، مناسب‌تر باشد.
- ۵) سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل، به منظور تبیین رفتار قیمت سهام، به سازو کار نظام راهبری شرکت، از قبیل حضور اعضای غیر موظف در ترکیب هیئت مدیره، حضور سهامداران نهادی در ترکیب سهامداران توجه داشته باشند.

پیشنهاداتی برای پژوهش‌های آتی

- ۱) این تحقیق محدود به شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده، بنابراین پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی شرکت های بازار فرابورس در این خصوص مورد مطالعه قرار گیرند.
- ۲) تحقیق فعلی به تفکیک صنایع مختلف انجام شود تا درجه اهمیت متغیرهای این تحقیق در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

- ✓ آذر، عادل، مؤمنی، منصور، (۱۳۸۱)، آمار و کاربرد آن در مدیریت، سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاه ها (سمت).
- ✓ ایزدی نیا، ناصر، رسائیان، امیر، (۱۳۸۹)، رابطه برخی ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد دانش حسابداری، دوره ۱، شماره ۱، صص ۵۳-۷۲.
- ✓ بیدارم، رسول، (۱۳۸۱)، همگام با اقتصاد سنجی Eviews، انتشارات منشور بهره وری.
- ✓ حافظ نیا، محمدرضا، (۱۳۸۵)، مقدمه ای بر روش پژوهش در علوم انسانی، سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاهها (سمت).
- ✓ حساس یگانه، یحیی، باغومیان، رافیک، (۱۳۸۴)، حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی، حسابدار رسمی، شماره ویژه.
- ✓ دلاور، علی، (۱۳۷۱)، روش پژوهش در روانشناسی و علوم تربیتی، دانشگاه پیام نور.
- ✓ ساعی، علی، (۱۳۷۷)، آمار در علوم اجتماعی، مؤسسه نشر جهاد.
- ✓ ساعی، علی، (۱۳۸۱)، تحلیل آماری در علوم اجتماعی با نرم افزار spss for windows، انتشارات کیان مهر.
- ✓ سرمد، زهره، بازرگان، عباس، حجازی، الهه، (۱۳۸۴)، روشهای پژوهش در علوم رفتاری، انتشارات آگاه.
- ✓ عباسی نژاد، حسین، (۱۳۸۰)، اقتصادسنجی (مبانی و روشها)، انتشارات دانشگاه تهران.
- ✓ فرشادفر، عزت الله، (۱۳۸۴)، تجزیه و تحلیل چند متغیره، آمار آموزشی، کرمشاه، انتشارات طاق بستان.
- ✓ گجراتی، دامورد، (۲۰۰۴)، مبانی اقتصاد سنجی، ترجمه حمید ابریشمی، انتشارات دانشگاه تهران.
- ✓ محمدی، مهدی، محمدی، علی، معتضدی، گلریز، (۱۳۹۶)، تصمیم گیری در مسائل مالی با رویکرد چابکی مالی در کسب و کار، انتشارات کتابخانه فرهنگ.
- ✓ مرادی زاده فرد، مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، غلامی، رضا، فرزانی، حجت اله، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۸۵-۹۸.
- ✓ نادری، عزت الله، نراقی، مریم، (۱۳۸۹)، روش های تحقیق در علوم انسانی (با تاکید بر علوم اجتماعی)، انتشارات ارسباران.
- ✓ وکیلی فرد، حمیدرضا، باوند پور، لیدا، (۱۳۸۹)، تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات مالی، دوره ۳، شماره ۸، صص ۱۱۹-۱۳۹.
- ✓ Ali, S., Liu, B., & Su, J. J. (2017). Corporate governance and stock liquidity dimensions: panel evidence from pure order-driven Australian market. *International Review of Economics & Finance*, 50, 275-304.

- ✓ Amman, Manuel & Oesch, David & Schmid, Markus. M. (2011), Product Market Competition, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the EU Area. *European Financial Management*, 36, 1-18.
- ✓ Beekes, W., Brown, P., & Zhang, Q. (2015). Corporate governance and the informativeness of disclosures in Australia: a re-examination. *Accounting & Finance*, 55 (4), 931-963.
- ✓ Biddle, G., G. Hilary and R.S. Verdi. (2009). How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency, *Journal of Accounting and Economic*, 48, 112-131.
- ✓ Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian firms. *Emerging Markets Review*, 2 (2), 89-108.
- ✓ Balasubramanian, N. & Black, Bernard.s & Khanna ,Vikramaditya. (2010), The Relation Between Firm level Corporate Governance and Market Value:A case study of India. *Emerging Market Review*, 11, 319-340.
- ✓ Bushee, B. J. (1998). The influence of institutional investors on myopic R&D investment behavior. *Accounting review*, 305-333.
- ✓ Cadbury, A. (1992). Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Gee Publishing, London.
- ✓ Fan, J. P. and T. J. Wong,(2002), Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-426.
- ✓ Fosberg, R. H, & Ghosh , A., (2006), Profitability And Capital Structure Of Amex And Nyse Firms, *Journal of Business & Economics Research*, 11, 57-64.
- ✓ Gompers, P. A., Ishii, J. L., & Metrick, A. (2013). Corporate governance and equity prices (No. w8449). National bureau of economic research.
- ✓ Haniffa, R.M., and T.E, Cooke. (2002). Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian corporations. *ABACUS*, 38, 3, 317-350.
- ✓ Kaplan, S. N., and Zingales, L., (1997), Do Investment-Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints?, *The Quarterly Journal of Economics*, 112, 169-215.
- ✓ Konzelmann, S. J. and Deakin, S. (2004), Learning from Enron. *Corporate Governance*, 12, 134-142.
- ✓ Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of corporate Finance*, 10 (5), 703-728.
- ✓ La Porta, R.; Lopez-De-Silanes, F; and A. Shleifer, (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 2, 471-517.
- ✓ Lin, Z. J., & Liu, M. (2009). The impact of corporate governance on auditor choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 18 (1), 44-59.
- ✓ Marsigalia, B., Giovannini, R., & Palumbo, E. (2019). Corporate governance and firm value: an empirical investigation of the wine companies. *Corporate Governance: Search for the Advanced Practices*, 152.
- ✓ Mat Nor, F., and Sulong, Z. (2010). Corporate Governance Mechanisms and Firm Valuation in Malaysian Listed Firms. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 6, 1, 18- 36.

- ✓ Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management?. *Journal of corporate finance*, 16 (5), 703-718.
- ✓ Muth, M., & Donaldson, L. (1998). Stewardship theory and board structure: A contingency approach. *Corporate Governance: An International Review*, 6 (1), 5-28.
- ✓ Stewart, G.Bennett (1991), *The Quest for Value*, Haper Collins Publisher Inc. Weston, J.F.Z & J.E Copland (1992), *Managerial Finance*, NinthEdition, 565-567.
- ✓ Schauten, Marc B.J & Dijk, Dick van & waal, Jan-Paul van der. (2011), Governance and the Value of Exeess Cash Holdings of large European Firms. *European Financial Management*, 36.
- ✓ Schmid, M. M., Oesch, D., and Ammann, M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance* 18, 36-55.