

## بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

افشین آگهی اسکویی<sup>۱\*</sup>، محمدحسن ملکی<sup>۲</sup>

۱- کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه قم، قم، ایران  
afshin\_oskooee@yahoo.com  
۲- استادیار مدیریت صنعتی، دانشگاه قم، قم، ایران  
mh.maleki@qom.ac.ir

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی است. در این پژوهش، ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد در نظر گرفته شده است. ارزش افزوده اقتصادی برخلاف معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد، ایجاد ارزش را اندازه‌گیری می‌کند. از میان جامعه آماری پژوهش، نمونه‌ای مشتمل بر ۱۱۶ شرکت انتخاب و داده‌های مربوط به سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بررسی شد. برای آزمون فرضیه‌ها رگرسیون خطی ساده و چندگانه به کار رفت. مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت سهامداران عمده، نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره (استقلال هیأت مدیره)، پاداش هیأت مدیره و حسابرسی داخلی، به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفت و دو متغیر اندازه و عمر شرکت به عنوان متغیرهای تعدیل کننده، و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان متغیر وابسته پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه معنادار مستقیم میان حسابرسی داخلی و پاداش هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی است، ولی بین مالکیت سهامداران عمده و نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی، رابطه معناداری دیده نشد. همچنین، رابطه معنادار بسیار ضعیفی بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده اقتصادی برقرار بود. یافته‌ها نشان داد عمر شرکت بر رابطه بین حسابرسی داخلی، مالکیت سهامداران عمده و نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی تأثیری ندارد ولی بر رابطه بین پاداش هیأت مدیره و مالکیت نهادی با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر مستقیم دارد. همچنین، اندازه شرکت بر رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و تمرکز مالکیت با ارزش افزوده اقتصادی تأثیر معکوس دارد.

**واژه‌های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، ارزش افزوده اقتصادی، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، بورس اوراق بهادار.

## مقدمه

امروزه یکی از مهمترین مسایل مالی شرکت‌ها، اندازه‌گیری عملکرد آن‌ها است. اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها از آن‌جا که پایه بسیاری از تصمیم‌گیری‌ها در داخل و خارج شرکت است، اهمیت دارد. تصمیم‌گیری درباره سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش سرمایه شرکت‌ها، رابطه نمایندگی و بسیاری از تصمیمات دیگر، همگی مبتنی بر اندازه‌گیری عملکرد است [۲۴]. با رسوایی‌ها و ورشکستگی شرکت‌های بزرگ مانند انرون<sup>۱</sup> و ورلد کام<sup>۲</sup> در ایالات متحده و مارکونی<sup>۳</sup> در انگلستان در سال‌های ۲۰۰۱ و ۲۰۰۲ میلادی، اعتبار اعداد و ارقام حسابداری زیر سؤال رفته و اعتماد سرمایه‌گذاران به صورت‌های مالی تهیه شده توسط مدیریت، کم شده است. به خاطر این عدم اعتماد، توجه به حاکمیت شرکتی<sup>۴</sup> (CG) و افشا در حسابداری به طور روزافزون بیشتر شده است [۱۱].

حاکمیت شرکتی عبارت است از سیستمی که شرکت‌ها به وسیله آن هدایت و کنترل می‌شوند [۱۰]. حاکمیت شرکتی خوب می‌تواند با ارتقای عملکرد شرکت‌ها و افزایش دسترسی آن‌ها به منابع مالی، زمینه‌های رشد و توسعه اقتصادی پایدار را فراهم آورد و میزان آسیب‌پذیری شرکت‌ها را در مواقع بروز بحران مالی کاهش دهد و حقوق مالکیت را تقویت کند. علاوه بر این، هزینه معاملات و هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و به گسترش بازار سرمایه کمک می‌کند [۲]. عملیات شرکت‌ها به روابط نمایندگی بین سهامداران و مدیران مربوط می‌شود. زمانی که هدف شرکت به حداکثر رساندن منافع سهامداران باشد، جدا کردن

مالکیت سهام و کنترل مدیریتی و تصمیم‌گیری‌های تجاری مدیران، می‌تواند به تضاد منافع منجر شود که در نتیجه آن ممکن است مدیران به جای عمل کردن در جهت منافع سهامداران، اهداف خود را دنبال کنند. اصول حاکمیت شرکتی برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی، ایجاد شده است [۳].

بر اساس یافته‌های برخی از پژوهشگران از جمله، بلک<sup>۵</sup> (۲۰۰۱)، کلپر و لاو<sup>۶</sup> (۲۰۰۳)، ایشی، گمپرس و متریک<sup>۷</sup> (۲۰۰۳)، حاکمیت شرکتی نقش مهمی در بهبود عملکرد ایفا می‌کند و ارتباط مستقیمی بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت در بازارهای مالی توسعه یافته و در حال توسعه وجود دارد. نتایج کلی پژوهش‌ها حاکی از وجود رابطه معنی‌دار بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت است. از این رو، در پژوهش حاضر با بیان این پرسش که «ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت که از طریق ارزش افزوده اقتصادی<sup>۸</sup> (EVA) اندازه‌گیری می‌شود، چه تأثیری دارد؟»، رابطه بین دو مقوله مذکور، مورد بررسی قرار گرفته است.

در پی سؤال اصلی پژوهش برخی سؤال‌های فرعی پیش می‌آید که عبارتند از:

- ۱- ساختار هیأت مدیره چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟
- ۲- پاداش هیأت مدیره چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟
- ۳- ساختار مالکیت چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟

5. Black

6. Klapper, Love

7. Ishii, Gompers, Metrick

8. Economic Value Added

1. Enron

2. Worldcom

3. Marconi

4. Corporate Governance

۴- حسابرسی داخلی به عنوان یک ساز و کار حاکمیتی چه اثری بر عملکرد شرکت دارد؟  
 ۵- عمر شرکت و اندازه شرکت به عنوان متغیر تعدیل کننده، بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد، چه تأثیری می‌تواند داشته باشند؟

## ادبیات موضوع

### حاکمیت شرکتی

اولین مفهوم حاکمیت شرکتی، از کلمه لاتین "Gubernare"، به معنای راهبری گرفته شده است که معمولاً برای هدایت یک کشتی به کار می‌رود و دلالت بر این دارد که حاکمیت شرکتی بیشتر مستلزم هدایت است تا کنترل [۴]. کادبری<sup>۱</sup> حاکمیت شرکتی را به عنوان سیستمی تعریف می‌کند که شرکت‌ها به وسیله آن هدایت و کنترل می‌شوند [۱۰]. کرچوسکا و تاوسال بیان می‌دارند که حاکمیت شرکتی، الگوهای رفتاری را که رفتار واقعی شرکت‌هاست، تبیین می‌کند یا به بیان دیگر عملکرد، بهره‌وری، رشد، ساختار مالی، رفتار مالکان و سایر سهامداران را حل و فصل می‌کند [۲۸].

تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند که دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود که این الگو در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف می‌توان حاکمیت شرکتی را به صورت شبکه‌ای از روابط میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... در نظر گرفت که چنین دیدگاهی در قالب

نظریه ذی‌نفعان بیان می‌شود [۵]. به هر حال تعریفی پذیرفته شده و واحد از حاکمیت شرکتی وجود ندارد و تعاریف با توجه به کشوری که در آنجا ارائه شده‌اند، تفاوت‌های اساسی دارند [۱۰].

حاکمیت شرکتی از دیدگاه‌های دیگری همچون دیدگاه مباشرت، دیدگاه نظریه هزینه معاملات و دیدگاه نظریه سازمانی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در دیدگاه مباشرت گفته می‌شود که هیأت مدیره، اولین و بهترین ابزار نظارت بر مدیران نیست، بلکه ابزاری برای توسعه شرکت و مدیریت ارشد آن از طریق جمع‌آوری اعضای هیأت مدیره برخوردار از دانش و صلاحیت، به عنوان مشاوران است [۱۰]. نظریه هزینه معاملات بر این اساس استوار است که شرکت‌ها آنقدر بزرگ شده‌اند که در تخصیص منابع، جایگزین بازار شوند. در واقع شرکت‌ها آنقدر گسترده و پیچیده‌اند که با توجه به نوسانات قیمت در بازار، تولید را هدایت و بازار معاملات را متعادل می‌کنند [۴]. دیدگاه نظری سازمانی متمرکز بر محدودیت خردمندی و نحوه تصمیم‌گیری در سازمان‌ها و طرز عمل آن‌ها است [۱۰].

### عملکرد شرکت

از زمان ایجاد شرکت‌های سهامی و تفکیک مدیریت سرمایه از مالکیت آن، همواره بحث اندازه‌گیری عملکرد به منظور کنترل و نظارت بر مدیریت سرمایه، مطرح بوده است. مدیران باید در قبال نحوه استفاده از منابع سرمایه‌گذاران پاسخگو باشند. امروزه مهم‌ترین وظیفه مدیران را افزایش ثروت سهامداران می‌دانند. اما عملکرد آن‌ها در جهت نیل به این هدف را چگونه می‌توان به نحوی منصفانه و معقول اندازه گرفت؟ در کل روش‌های مختلفی برای اندازه‌گیری عملکرد وجود دارد که می‌توان آن‌ها را به

دو گروه کلی تقسیم کرد: ۱- مدل حسابداری و ۲- مدل اقتصادی [۱۸].

در مدل حسابداری، ارزش سهام از حاصل ضرب سود شرکت در ضریب تبدیل سود به ارزش، محاسبه می‌شود. معیارهای ارزیابی این مدل عبارتند از: سود، سود هر سهم، رشد سود، سود تقسیمی، جریان نقدی آزاد، نرخ بازده دارایی‌ها<sup>۱</sup> (ROA) و... برای رفع ایرادهای وارده به هر یک از معیارهای سنتی ارزیابی عملکرد، معیارهای اقتصادی ارزیابی عملکرد معرفی شدند. در مدل اقتصادی، ارزش شرکت، تابعی است از قدرت سودآوری، سرمایه‌گذاری‌های بالقوه و اختلاف نرخ بازده و هزینه سرمایه شرکت. معروف‌ترین معیارهای اقتصادی در زمینه ارزیابی عملکرد عبارتند از: ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی<sup>۲</sup> (CVA)، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده<sup>۳</sup> (REVA) و ارزش افزوده بازار<sup>۴</sup> (MVA) [۱۸].

### ارزش افزوده اقتصادی

ارزش افزوده اقتصادی، شاخصی است که مبنای آن مدیریت مبتنی بر ارزش است که به کنترل کل ارزش ایجاد شده توسط شرکت می‌پردازد [۲۱]. به نظر بریگام<sup>۵</sup> و همکارانش (۱۹۹۹) محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، یک اندازه‌گیری مناسب و دقیق از ارزش اضافه شده به سرمایه‌گذاری سهامداران در یک واحد تجاری است. این معیار که با هدف سازمان در زمینه افزایش ثروت سهامداران همبستگی دارد، برابر سودهای عملیاتی منهای هزینه سرمایه‌هایی است که برای ایجاد آن به کار گرفته شده است و در واقع به

عنوان یکی از شاخص‌های سودآوری در نظر گرفته می‌شود. استوارت<sup>۶</sup> توصیه می‌کند که از ارزش افزوده اقتصادی به عنوان مبنایی برای تخصیص سرمایه، ارزیابی عملکرد، تعیین پاداش و ایجاد ارتباط با خبرگان در بازار سرمایه استفاده شود. به این ترتیب تصمیم‌گیری‌ها مؤثرتر می‌شود، ارتباطات افزایش می‌یابد و میزان پاداش‌ها با افزایش در ارزش افزوده اقتصادی بالاتر می‌رود [۱۷].

ارزش افزوده اقتصادی ابزاری تحلیلی برای یافتن ارزش واقعی شرکت است [۱۶].

### پیشینه پژوهش

تا کنون مطالعات فراوانی در خصوص حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت انجام شده است. دی هائین<sup>۷</sup> 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<sup>۸</sup> (ROE) و نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان معیارهای ارزیابی عملکرد شرکت، رابطه معناداری وجود ندارد [۲۴]. ویتزیک<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی رابطه ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد، در کرواتس پرداخت و نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی، بر روی عملکرد شرکت‌ها که از طریق ROE و ROA اندازه‌گیری می‌شد، تأثیر کیفی غیر مستقیم دارد. چیدامباران<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۵) در پژوهشی به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت پرداخت و نتیجه گرفت که تغییرات مثبت در مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی، باعث بهبود عملکرد شرکت می‌شود [۲۴].

6. Stewart  
7. Dihaen  
8. Return on Equity  
9. Vitzic  
10. Chidambaran

1. Return on Assets  
2. Cash Value Added  
3. Refined Economic Value Added  
4. Market Value Added  
5. Brigham

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) در پژوهش خود تأثیر ساختار مالکیت را بر عملکرد شرکت‌ها که از طریق ROA، ROE و شاخص کیو تووین اندازه‌گیری می‌شود، بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود دارد [۲۲]. همچنین، بین اندازه شرکت و حاشیه سود خالص و ناخالص رابطه مثبت و معناداری وجود دارد [۱۲]. با توجه به نتایج پژوهش‌های گذشته که حاکی از وجود رابطه میان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و معیارهای معمول ارزیابی عملکرد است، فرضیه اول پژوهش به شکل زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱: ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

### ساختار هیأت مدیره و عملکرد

هیأت مدیره به عنوان یکی از مهمترین ارکان ساختارهای حاکمیت شرکتی به شمار می‌رود و هدف اولیه استقرار آن، حفاظت از منافع سهامداران است [۱۹]. از نظر فاما<sup>۱</sup> و جنسن<sup>۲</sup> (۱۹۸۳)، هیأت مدیره دارای دارای بالاترین اختیار در سیستم کنترل و اجرای نقش‌های دوگانه نظارت و تصویب شرکت است. حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آن‌ها به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت در جلسات هیأت مدیره کمک شایانی می‌کند [۹]. به اعتقاد فرث<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۰۲)، بالتر<sup>۴</sup> و همکاران (۱۹۹۱)، کلز<sup>۵</sup> و همکاران (۲۰۰۲)، هر چه اعضای غیر موظف در ساختار هیأت مدیره بیشتر باشند،

توان کنترل و نفوذ افراد خارجی بر شرکت بیشتر می‌شود. شواهد تجربی پژوهشگران، هم‌راستا با پیش‌بینی‌های نظری (برای مثال نظریه نمایندگی)، از کاهش معنی‌دار هزینه‌های نمایندگی به واسطه افزایش حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره حمایت می‌کنند [۱۹]. با توجه به مطالب بالا، فرضیه‌ای به صورت زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱-۱: نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

### طرح پرداخت پاداش به هیأت مدیره و عملکرد

پرداخت پاداش به مدیریت باعث کاهش تعارض بین مدیران و سهامداران می‌شود. نظریه نمایندگی بیان می‌کند که رابطه مثبتی بین عملکرد مالی شرکت و میزان پرداخت پاداش به مدیرعامل وجود دارد. البته این موضوع هنوز در حد یک نظریه است. مورفی<sup>۶</sup> (۱۹۸۶) (۱۹۸۶) نشان داد که پرداخت به مدیران اجرایی، همبستگی مثبت و معناداری با عملکرد دارد [۱۴]. لارکر و هالسون<sup>۷</sup> (۱۹۹۹) در مطالعه‌ای که روی رابطه ساختار ساختار مالکیت و میزان پرداخت به هیأت مدیره و مدیرعامل انجام دادند، نتیجه گرفتند که شرکت‌هایی که دارای ساختار حکمرانی ضعیف‌تری هستند، تمایل دارند که پاداش بیشتری به مدیرعامل پرداخت کنند [۱۱]. هانلون و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۳) شواهدی مبنی بر این که اعطای اختیار خرید سهام بر مبنای عملکرد، باعث افزایش عملکرد شرکت (سود عملیاتی) و کاهش ریسک می‌شود، پیدا کردند [۱۱]. با مرور مبانی نظری و پژوهش‌های گذشته فرضیه زیر مطرح می‌شود:

1. Fama
2. Jensen
3. Firth
4. Bulter
5. Kolz

6. Murphy
7. Larker, Holthausen
8. Hanlon

نمایندگی شرکت و در نهایت افزایش ارزش و عملکرد شرکت می‌شود [۲۷].

با مرور پژوهش‌های گذشته فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱-۳: درصد تملک سهامداران عمده با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

### مالکیت نهادی

یکی از عوامل مهم ساختار مالکیت، وجود سهامداران نهادی است. نظریه نمایندگی تأکید می‌کند که سهامداران نهادی انگیزه و همچنین قدرت نظارت بر مدیریت را دارند و می‌توانند اطمینان یابند که آیا مدیریت، شرکت را به صورت کارآمد هدایت می‌کند یا نه؟ [۱۱] نظارت سرمایه‌گذاران نهادی بر شرکت‌ها، می‌تواند مدیران را برای توجه بیشتر بر عملکرد شرکت و توجه کمتر به رفتار فرصت‌طلبانه یا خدمت به خود، وادار کند [۱]. تسای و گو<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) در پژوهشی نشان دادند که مالکیت نهادی، می‌تواند مسایل مربوط به نمایندگی حاصل از جدایی مالکیت و مدیریت را کاهش دهد. بینر و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین مالکیت نهادی و عملکرد گزارش کردند. چونگ و زانگ<sup>۷</sup> (۲۰۰۹) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی پرداختند و نشان دادند که نسبت سهام شرکت که توسط سرمایه‌گذاران نهادی نگهداری می‌شود، باعث افزایش کیفیت ساختار حاکمیت می‌شود. با مرور پژوهش‌های گذشته، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱-۴: درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

فرضیه ۱-۲: پاداش هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

### ساختار مالکیت و عملکرد

هر گونه تغییر در اجزاء ساختار مالکیت شرکت‌ها به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آن‌ها و نیز افزایش یا کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌انجامد [۹]. در این پژوهش ساختار مالکیت از دو منظر تمرکز مالکیت (مالکیت سهامداران عمده) و ترکیب مالکیت (مالکیت نهادی) مورد بررسی قرار گرفته است.

### تمرکز مالکیت

تمرکز مالکیت به صورت مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (سهامداران عمده) تعریف می‌شود [۱]. رامسی و بلایر<sup>۱</sup> (۱۹۹۳) بر این عقیده‌اند که افزایش تمرکز مالکیت سهامداران بزرگ، انگیزه کافی را برای نظارت بر مدیران فراهم می‌آورد. بندسن و ولفنزون<sup>۲</sup> (۲۰۰۰) استدلال می‌کنند که سهامداران کوچک، سهامداران بزرگ را به عنوان نشانه‌ای از محیط نظارت بهتر می‌شناسند [۱]. شلیفر و ریشنی<sup>۳</sup> (۱۹۹۷) معتقدند که ساختار مالکیت متمرکز که هر دو مزیت افزایش سود و کنترل کافی بر دارایی‌های شرکت را دارد، می‌تواند به شکلی مؤثر مدیریت بنگاه را کنترل کند [۶]. شلیفر و ویشنی<sup>۴</sup> (۱۹۸۶) در بررسی‌های خود نشان دادند که سهامداران عمده گرایش دارند که روی مدیریت شرکت نظارت کنند، به همین دلیل وجود آن‌ها، باعث کاهش هزینه‌های

5. Tsai, Gu  
6. Beiner  
7. Chung, Zheng

1. Ramsay, Blair  
2. Bennedsen, Wolfenzon  
3. Shleifer, Rishny  
4. Shifer, Vishni

## حسابرسی داخلی و عملکرد

انجمن حسابرسان داخلی، حسابرسی داخلی را به عنوان یک فعالیت مشاوره‌ای و هدفمند مستقل، برای افزایش ارزش و اصلاح فعالیت‌های سازمانی تعریف می‌کند [۸]. مدیریت، حسابرسان داخلی را اغلب برای اطمینان از این موارد به کار می‌گیرد: الف) ریسک‌ها را به طور اثربخش شناسایی و کنترل نماید؛ ب) فرایندهای سازمانی را به طور اثربخش کنترل کند و ج) فرایندهای سازمانی اثربخش و کارا باشند [۱۵]. قنبری (۱۳۸۶) به این نتیجه رسید که وجود واحد حسابرسی داخلی با عملکرد شرکت رابطه مستقیم دارد. در گذشته، حسابرسی داخلی به عنوان چشم و گوش مدیریت تلقی می‌شد، ولی اکنون در بسیاری از سازمان‌ها، حسابرسی داخلی به جایگاه رفیعی در نظام و کنترل اثربخش دست یافته است. با مرور مبانی نظری و پژوهش‌های گذشته، فرضیه‌ای به شکل زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۱-۵: حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

## عمر شرکت و عملکرد

عمر شرکت توانایی ایجاد ارزش افزوده اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرکت‌هایی که ارزش افزوده اقتصادی مثبت دارند، شرکت‌های تثبیت شده هستند که بهره‌وری و یا کنترل هزینه دارند، اما شرکت‌های جدید و یا در حال رشد، متمایل به ارزش افزوده اقتصادی منفی هستند [۲۹]. با توجه به مرور پژوهش‌های گذشته، به نظر می‌رسد عمر شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر باشد. ازین رو، فرضیه دوم پژوهش به شکل زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۲: عمر شرکت، بر رابطه میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است.

## اندازه شرکت و عملکرد

با توجه به مطالعات پیشین، بلک، جانگ و کیم (۲۰۰۵) دارماواتی<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) کلپر و لاو (۲۰۰۲)، توضیح دادند که شرکت‌های بزرگ، در مقایسه با شرکت‌های کوچک، توانایی عملکرد بهتری دارند [۲۹]. با توجه به مرور پژوهش‌های گذشته، به نظر می‌رسد اندازه شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر باشد. ازین رو، فرضیه سوم پژوهش به شکل زیر مطرح می‌شود:

فرضیه ۳: اندازه شرکت بر رابطه میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است.

## روش‌شناسی پژوهش

### روش پژوهش

این پژوهش به لحاظ هدف، از نوع پژوهش کاربردی است و از لحاظ روش در ردیف پژوهش‌های توصیفی قرار می‌گیرد. در تحلیل آمارها از همبستگی (تحلیل رگرسیون) استفاده شده است. رویکرد توصیفی، به گردآوری داده‌ها برای آزمون فرضیه یا پاسخ به پرسش‌های مربوط به وضعیت فعلی موضوع مورد پژوهش، اطلاق می‌شود.

## جامعه آماری و نمونه آماری

جامعه آماری شامل شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طی سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ در بورس حضور داشته‌اند. نمونه نیز از میان جامعه آماری مذکور انتخاب شده است.

که در آن EVA، بیانگر متغیر وابسته پژوهش (ارزش افزوده اقتصادی) است که عبارت است از اختلاف بین نرخ بازده سرمایه و نرخ هزینه سرمایه و حاصل ضرب آن در ارزش دفتری سرمایه‌ای که در شرکت به کار گرفته شده است [۱۱]:

$$(2) \text{EVA} = \text{NOPAT}_t - (\text{WACC} \times \text{CAPITAL}_{t-1})$$

که در آن:

$\text{NOPAT}_t$ : سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات

در انتهای دوره t؛

WACC: میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه؛

$\text{CAPITAL}_{t-1}$ : مجموع سرمایه به ارزش دفتری در

ابتدای دوره t (انتهای دوره t-1).

### سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات

(NOPAT<sub>t</sub>)

برای محاسبه سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات، ابتدا سود خالص عملیاتی با هزینه بهره بعد از کسر مالیات، جمع شد و سپس افزایش در معادله‌های حقوق صاحبان سهام به آن اضافه شد تا سود خالص عملیاتی بعد از کسر مالیات حاصل گردد [۱۱].

### میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه (WACC)

برای محاسبه میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه، از فرمول زیر استفاده شده است:

$$(3) \text{WACC} = w_d \times K_d + w_e \times K_e$$

که در آن:

$w_d$ : درصد مشارکت بدهی‌ها در کل ساختار

سرمایه؛  $w_e$ : درصد مشارکت حقوق صاحبان سهام در

کل ساختار سرمایه؛  $K_d$ : هزینه بدهی‌های بهره‌دار؛

$K_e$ : هزینه حقوق صاحبان سهام.

از آنجا که ساختار جامعه اصلی پژوهش، شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و از گروه‌های گوناگون تشکیل شده است، از روش نمونه‌گیری قشربندی ساده (طبقه‌ای) استفاده شده است. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس کدهای آیزیک طبقه‌بندی شده‌اند و طبقه‌بندی مورد استفاده برای نمونه‌گیری همان طبقه‌بندی انجام شده توسط بورس است.

پس از بررسی‌هایی که انجام گرفت، معلوم شد که از میان ۳۳۶ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار تهران، در تاریخ ۱۳۹۱/۱۲/۳۰، تعداد ۲۱۰ شرکت تولیدی در دوره مورد بررسی پژوهش در بورس حضور داشته‌اند و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه بوده است که با استفاده از جدول مورگان<sup>۱</sup>، حجم نمونه به تعداد ۱۳۶ شرکت به دست آمد که از میان آنها، به دلیل ناقص و مخدوش بودن گزارش‌های برخی از شرکت‌ها و ارائه گزارشات در فرم‌های متفاوت، داده‌های مربوط به ۱۱۶ شرکت استخراج و مورد بررسی قرار گرفت. دلیل انتخاب شرکت‌هایی با سال مالی منتهی به پایان اسفند، افزایش قابلیت مقایسه داده‌ها بوده است.

### مدل پژوهش و تعریف متغیرها

برای تجزیه و تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی از دو روش تحلیل رگرسیون خطی ساده و چندگانه استفاده شده است. معادله رگرسیون ساده به شکل زیر است:

$$(1) \text{EVA} = \alpha + \beta \text{CGI}^2 + \varepsilon$$

1. Morgan

2. Corporate Governance Index



درصد مشارکت هر یک از اجزاء بدهی‌های بهره-دار و حقوق صاحبان سهام در کل ساختار سرمایه، از تقسیم هر یک از اجزا بر کل سرمایه به کار گرفته شده، به دست آمده است.

هزینه بدهی‌های بهره‌دار ( $k_d$ ) از فرمول زیر محاسبه شده است:

مجموع بدهی‌های بهره‌دار /  $(1 - t)$  هزینه‌های مالی  $k_d = (4)$  که در آن  $t$  برابر نرخ مالیات است.

هزینه حقوق صاحبان سهام با استفاده از مدل گوردون<sup>۱</sup> محاسبه شده که عبارت است از:

$$(5) K_e = D_1 / P_0 + g$$

که در آن:

$D_1$ : سود سهام تقسیمی در پایان سال اول؛  
 $P_0$ : قیمت سهام عادی؛  $g$ : نرخ رشد سود تقسیمی [۱۸].

### سرمایه به کار گرفته شده ( $CAPITAL_{t-1}$ )

سرمایه به کار گرفته شده از فرمول زیر محاسبه می‌شود [۱۱]:

$$(6)$$

سرمایه به کار گرفته شده = (حقوق صاحبان سهام + مجموع بدهی‌های بهره‌دار)

### تعدیلات حسابداری

به منظور از بین بردن تفاوت‌های سود حسابداری و سود اقتصادی، ارقام سود خالص عملیاتی و سرمایه به کار گرفته شده، بر اساس معادل‌های سرمایه تعدیل می‌شوند.

برای به دست آوردن سرمایه به کار گرفته شده، معادل‌های سرمایه شامل ذخیره کاهش ارزش موجودی‌ها، ذخیره کاهش ارزش سرمایه‌گذاری‌ها،

ذخیره هزینه‌های معوق، ذخیره مطالبات مشکوک‌الوصول، ذخیره مزایای پایان خدمت کارکنان، ذخیره ارزشیابی بر مبنای اولین صادره از آخرین وارده، استهلاك انباشته سرقفلی، مانده مخارج انتقالی به دوره‌های آتی (هزینه پژوهش و توسعه و هزینه بازاریابی محصول جدید) و سایر ذخیره‌های معادل سرمایه، به خالص دارایی‌ها اضافه می‌شود. همچنین، برای محاسبه سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات، افزایش در معادل‌های سرمایه به سود عملیاتی اضافه می‌شود [۱۱].

در این مدل، CGI، بیانگر شاخص حاکمیت شرکتي به عنوان متغیر مستقل پژوهش است. برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتي از پنج شاخص مالکیت نهادی، پاداش هیأت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف در هیأت مدیره، تمرکز مالکیت و حسابرسی داخلی به شرح زیر استفاده شده است:

مالکیت نهادی ( $Inst-own^2$ ): به صورت مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی است تعریف می‌شود [۱].

پاداش هیأت مدیره ( $Bonus$ ): عبارت است از مبلغ پاداش مصوب مجمع عمومی سالیانه، که از صورت سود و زیان شرکت‌های نمونه به دست آمده است [۱۴].  
نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره ( $BrdInd^3$ ): به صورت نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره تعریف می‌شود [۲۴].

تمرکز مالکیت ( $Owncon^4$ ): مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵ درصد سهام شرکت را در اختیار دارند (سهامداران عمده) [۱].

2. Institutional Ownership  
3. Board Independenc  
4. Ownership Concentration

1. Gordon

### یافته‌های پژوهش

به منظور تجزیه و تحلیل داده‌ها از هر دو روش آمار توصیفی و آمار تحلیلی استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار SPSS و میانگین داده‌های هر شرکت برای هفت دوره زمانی پژوهش (داده‌های مقطعی) استفاده شده است.

### آمار توصیفی

مطابق جدول ۱، میزان مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های نمونه، از صفر تا ۹۸ درصد در نوسان بوده و میانگین آن برای شرکت‌های موصوف، برابر ۳۶ درصد است. همچنین میزان مالکیت سهامداران عمده از صفر تا ۹۸ درصد در نوسان بوده و متوسط آن برابر ۷۱ درصد است که این امر نشان دهنده حضور فعال سهامداران عمده در شرکت‌های تولیدی بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج نشان می‌دهد که در دوره مورد بررسی پژوهش، به طور متوسط ۶۴ درصد و حداقل ۳۵ درصد از اعضای هیأت مدیره شرکت‌های مورد بررسی، اعضای غیر موظف بوده‌اند. همچنین، نتایج بیانگر این است که در بازه زمانی مورد بررسی، به طور متوسط ۳۷ درصد شرکت‌ها دارای واحد حسابرسی داخلی و ۶۳ درصد شرکت‌ها فاقد واحد حسابرسی داخلی بودند. نزدیک بودن شاخص میانه و میانگین در برخی از متغیرها مانند اندازه شرکت، نسبت اعضای غیر موظف در هیأت مدیره، عمر شرکت و تمرکز مالکیت، نشان دهنده تمرکز اکثریت داده‌ها در اطراف میانه بوده است که این امر بیانگر نزدیک بودن توزیع متغیرهای مذکور به توزیع نرمال است.

حسابرسی داخلی (Inaudit): به صورت یک متغیر دو وجهی تعریف می‌شود که در صورت وجود واحد حسابرسی داخلی، (+۱) و در غیر این صورت، (۰) است [۸].

$\alpha$ : مقدار ثابت معادله رگرسیون؛  $\beta$ : ضریب رگرسیون؛  $\varepsilon$ : خطای رگرسیون.

در مدل رگرسیون چندگانه (مرکب)، تجزیه و تحلیل رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و متغیرهای تعدیل کننده شامل عمر و اندازه شرکت با ارزش افزوده اقتصادی، مورد بررسی قرار گرفته است. مدل رگرسیون چندگانه به صورت زیر است:

$$EVA = \alpha + \beta_1 Inst-own + \beta_2 Bonus + \beta_3 BrdInd + \beta_4 Owncon + \beta_5 Inaudit + \beta_6 Age + \beta_7 Size + \varepsilon$$

که در آن:

EVA: ارزش افزوده اقتصادی؛ Inst-own: مالکیت نهادی؛ Bonus: پاداش هیأت مدیره؛ BrdInd: نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره؛ Owncon: تمرکز مالکیت (درصد مالکیت سهامداران عمده)؛ Inaudit: حسابرسی داخلی؛ Age: عمر شرکت که به صورت سال جاری منهای سالی که شرکت تأسیس شده است، اندازه‌گیری می‌شود [۲۹]؛ Size: اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها [۲۳].

### جدول (۱) آمار توصیفی

EVA	BONUS	INST-OWN	OWNCO N	INAUDI T	BRDIN D	AGE	SIZE	
میلیون ریال	میلیون ریال							تعداد
۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	۱۱۶	
۲۷۹۰۸۰	۴۱۰/۵	۰/۳۶	۰/۷۱	۰/۳۷	۰/۶۴	۳۴/۶	۲۶/۵	میانگین
۵۹۷۶۹	۲۴۹/۸۳	۰/۲۷	۰/۷۷	۰/۰۰	۰/۶۰	۳۷	۲۷/۰۳	میانه
۹۹۲۷۵۳	۵۳۴/۷۱	۰/۳۲	۰/۲۰	۰/۴۳	۰/۱۲	۱۳/۱	۳/۰۵	انحراف معیار
-۲۷۴۰۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۳۵	۷	۱۳/۶	حداقل
۸۴۱۰۰۰۰	۳۶۸۰	۰/۹۸	۰/۹۸	۱/۰۰	۰/۹۳	۵۸	۳۲/۰۳	حداکثر

### آمار تحلیلی

در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه‌ها، از مدل رگرسیون خطی ساده و چندگانه استفاده شده است. به منظور استفاده از تحلیل رگرسیون، مفروضات کلاسیک به شرح زیر بررسی شده است:

۱. توزیع خطاها باید نرمال باشد، به گونه‌ای که امید ریاضی خطاها صفر و واریانس خطاها ثابت باشد، یعنی:  $E(e_i)=0$  و  $V(e_i)=\sigma^2$ . به منظور بررسی برقراری این فرض، نمودار توزیع فراوانی خطاها و نمودار توزیع نرمال با هم مقایسه می‌شود [۲۰].

۲. بین خطاهای مدل، همبستگی وجود نداشته باشد، یعنی:  $COV(e_i, e_j)=0$ . به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آزمون دوربین-واتسون<sup>۱</sup> استفاده می‌شود [۲۰]. با توجه به این که در این پژوهش از داده‌های مقطعی استفاده شده است، بررسی فرضیه دوم (استقلال خطاها) که بیانگر تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده برای خطاها توسط معادله رگرسیون است، ضرورتی ندارد.

۳. میان متغیرهای مستقل همبستگی وجود نداشته باشد (دارای هم‌خطی نباشند). هم‌خطی وضعیتی است که نشان می‌دهد یک متغیر مستقل تابعی از سایر

متغیرهای مستقل است. برای بررسی برقراری فرض سوم، مقدار تولرانس<sup>۲</sup> و عامل تورم واریانس<sup>۳</sup> (VIF) محاسبه می‌شود. به طور معمول چنانچه مقدار VIF، کمتر از ۱۰ باشد، فرض عدم وجود هم‌خطی پذیرفته می‌شود [۲۰].

۴. متغیر وابسته دارای توزیع نرمال باشد. برای بررسی این فرض، از آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف<sup>۴</sup> استفاده شده است.

نتایج آزمون‌های مربوط به بررسی فرضیه‌های فوق (خروجی نرم افزار SPSS)، در پیوست آمده است. پس از بررسی این فرضیه‌ها، نتایج زیر به دست آمد:

فرضیه ۱: ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد.

به منظور آزمون این فرضیه، رابطه بین مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت، نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره، حسابرسی داخلی و پاداش هیأت مدیره به عنوان سنج‌های حاکمیت شرکتی، با ارزش افزوده اقتصادی مورد بررسی قرار گرفته است.

2. Tolerance  
3. Variance Inflation Factor  
4. Kolmogorov - Smirnov

1. Durbin, Watson

فرضیه ۱: نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد. (۰/۱۱۹) بیشتر از ۵٪ است، می توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۵٪، بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و ارزش افزوده اقتصادی، رابطه خطی معناداری وجود ندارد.

### جدول (۲) فرضیه ۱

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۱/۱۴۲۲۸	۰/۰۱۳	۰/۰۲۱	۰/۱۴۵

فرضیه ۲: پاداش هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد. نتایج نشان می دهد که متغیر پاداش هیأت مدیره، با مقدار ۴/۷۵۶، برای آماره  $t$  و سطح معناداری ۰/۰۰ در سطح خطای ۵٪ معنادار است. از آنجا که مقدار  $\beta$  مثبت است، می توان بیان کرد که این متغیر با متغیر وابسته رابطه مستقیم دارد.

### جدول (۳) فرضیه ۲

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۱/۰۵۴۶۵	۰/۱۵۸	۰/۱۶۶	۰/۴۰۷

فرضیه ۳: درصد مالکیت سهامداران عمده با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد. مطابق نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل واریانس، مقدار آماره  $F$  برابر ۲/۴۳۳ است. از آنجا که مقدار معناداری (۰/۱۲۲) بیشتر از ۵٪ است، می توان نتیجه گرفت که در سطح اطمینان ۹۵٪ بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی رابطه خطی معناداری وجود ندارد.

### جدول (۴) فرضیه ۳

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۱/۱۴۲۴۴	۰/۰۱۲	۰/۰۲۱	۰/۱۴۵

فرضیه ۴: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد. نتایج نشان می دهد که متغیر مالکیت نهادی، با مقدار ۲/۲۰۴، برای آماره  $t$  و سطح معناداری ۰/۰۳۰ در

تعیین مدل بسیار کم و برابر ۰/۰۴۱ است، می‌توان نتیجه گرفت که متغیر مالکیت نهادی رابطه معناداری بسیار ضعیفی با متغیر EVA دارد.

سطح خطای ۵٪ معنادار است. همچنین به واسطه مثبت بودن مقدار  $\beta$ ، می‌توان بیان کرد که این متغیر، با متغیر وابسته رابطه مستقیم دارد. از آنجا که مقدار ضریب

#### جدول (۵) فرضیه ۴

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۱/۱۳۰۷۲	۰/۰۳۲	۰/۰۴۱	۰/۲۰۲

دارد. همچنین مطابق جدول ۶ ضریب تعیین (۰/۰۶۶) مدل، بیانگر این است که حسابرسی داخلی به تنهایی می‌تواند حدود ۷ درصد از متغیر وابسته EVA را توضیح دهد و علاوه بر این مؤلفه، سایر مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی نیز در توضیح متغیر EVA تأثیرگذار خواهند بود.

فرضیه ۵: حسابرسی داخلی با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارد. متغیر حسابرسی داخلی با مقدار ۲/۸۴۸، برای آماره  $t$  و سطح معناداری ۰/۰۰۵ در سطح خطای ۵٪ معنادار است. همچنین به واسطه مثبت بودن مقدار  $\beta$ ، می‌توان بیان کرد که این متغیر با متغیر وابسته رابطه مستقیم

#### جدول (۶) فرضیه ۵

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۱/۱۱۵۵۷	۰/۰۵۸	۰/۰۶۶	۰/۲۵۸

MRA استفاده کردند. در این روش، فرض می‌شود که شیب معادله رگرسیون خطی تابعی از یک متغیر دیگر مانند  $Z$  است، که برای مقادیر متفاوت از  $Z$ ، رابطه بین متغیر مستقل و متغیر وابسته تغییر می‌کند [۳۰]. به منظور آزمون این فرضیه، از معادله رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$(A) \text{EVA} = \alpha + (\beta_1 + \beta_2 \text{AGE}) \text{CGI} + \varepsilon$$

یا:

$$\text{EVA} = \alpha + \beta_1 \text{CGI} + \beta_2 \text{AGE} \cdot \text{CGI} + \varepsilon$$

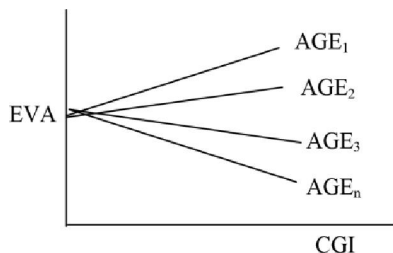
که در آن، حاصل ضرب مؤلفه حاکمیت شرکتی (CGI) و متغیر تعدیل کننده (AGE) در معادله

فرضیه ۲: عمر شرکت بر رابطه میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است. به منظور آزمون این فرضیه، تأثیر متغیر عمر شرکت، بر رابطه بین هر یک از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی سنجیده شده است. بدین منظور از روش  $MRA^1$  استفاده شده است. بیدین ماسون<sup>۲</sup> (۱۹۷۹) به منظور تعیین این که آیا اعتماد به عنوان یک متغیر تعدیل گر مهم، رابطه بین ریسک پذیرفته شده و برتری را تعدیل می‌کند یا نه، از روش

1. Moderated Regression Analysis  
2. Bearden, Mason

متغیر مستقل متفاوت باشد (مطابق شکل ۱). خلاصه نتایج آزمون فرضیه در جدول ۷ ارائه شده است.

رگرسیون خطی به عنوان متغیر مستقل وارد شده است که به ازای مقادیر متفاوت AGE، ممکن است رابطه بین EVA به عنوان متغیر وابسته و CGI به عنوان مؤلفه



شکل (۱) تأثیر متغیر تعدیل کننده بر رابطه متغیر مستقل و متغیر وابسته [۳۰]

شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی سنجیده شده است. بدین منظور از معادله رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$(۹) \text{EVA} = \alpha + (\beta_1 + \beta_2 \text{SIZE}) \text{CGI} + \varepsilon$$

خلاصه نتایج آزمون فرضیه در جدول ۸ ارائه شده است.

فرضیه ۳: اندازه شرکت بر رابطه میان ساختار حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی مؤثر است.

به منظور آزمون این فرضیه، تأثیر متغیر اندازه

شرکت بر رابطه بین هر یک از مؤلفه‌های حاکمیت

جدول (۷) خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم

نوع رابطه	نتیجه آزمون	ضریب تعیین	مقدار معناداری	مؤلفه حاکمیت شرکتی
مستقیم	تأیید	۰/۰۵۲	۰/۰۴۱	مالکیت نهادی
-	رد	۰/۰۲۱	۰/۱۵۲	درصد مالکیت سهامداران عمده
-	رد	۰/۰۳۱	۰/۳۱۱	نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره
مستقیم	تأیید	۰/۱۷۶	۰/۰۰۵	پاداش هیأت مدیره
-	رد	۰/۰۶۷	۰/۱۴۵	حسابرسی داخلی

جدول (۸) خلاصه نتایج آزمون فرضیه سوم

نوع رابطه	نتیجه آزمون	ضریب تعیین	مقدار معناداری	مؤلفه حاکمیت شرکتی
-	رد	۰/۱۸۵	۰/۰۰	مالکیت نهادی
معکوس	تأیید	۰/۱۷۶	۰/۰۰	درصد مالکیت سهامداران عمده
معکوس	تأیید	۰/۰۸۳	۰/۰۰۲	نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره
-	رد	۰/۱۹۸	۰/۱۲۸	پاداش هیأت مدیره
-	رد	۰/۱۸۰	۰/۰۰۱	حسابرسی داخلی

۱۰ بود، ازین رو مفروض‌های استفاده از رگرسیون برقرار نشد و فرضیه مورد تأیید قرار نگرفت.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم، با این که مقدار معناداری برای متغیر مالکیت نهادی و حسابرسی داخلی کمتر از ۵ درصد است، ولی چون مقادیر VIF بالاتر از

### تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه

$$EVA = \alpha + \beta_1 Inst-own + \beta_2 Bonus + \beta_3 BrdInd + \beta_4 Owncon + \beta_5 Inaudit + \beta_6 Age + \beta_7 Size + \varepsilon$$

در این بخش به تجزیه و تحلیل رابطه بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی (متغیر مستقل) و متغیرهای تعدیل کننده، با ارزش افزوده اقتصادی به عنوان متغیر وابسته، پرداخته شده است. به این منظور از مدل رگرسیون چندگانه زیر استفاده شده است:

در جدول ۹، نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه ارائه شده است. جدول ۱۰، بیانگر جدول تخمین آزمون است.

جدول (۹) نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه

متغیر	معناداری	نتیجه	نوع رابطه
مالکیت نهادی	۰/۰۸۴	رد	-
تمرکز مالکیت	۰/۷۹۷	رد	-
نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره	۰/۳۷۳	رد	-
پاداش هیأت مدیره	۰/۰۰	تأیید	مستقیم
حسابرسی داخلی	۰/۰۱۱	تأیید	مستقیم
عمر شرکت	۰/۳۶۱	رد	-
اندازه شرکت	۰/۰۰۱	تأیید	مستقیم

جدول (۱۰) جدول تخمین رگرسیون چندگانه

خطای معیار تخمین	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین	ضریب همبستگی
۰/۹۴۶۵۷	۰/۳۲۲	۰/۳۶۳	۰/۶۰۳

### نتیجه گیری

هدف این پژوهش بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی است. در این پژوهش، ارزش افزوده اقتصادی به عنوان معیار ارزیابی عملکرد و مالکیت سهامداران نهادی، مالکیت سهامداران عمده، نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره، پاداش هیأت مدیره و حسابرسی داخلی به عنوان مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده است.

نمی‌تواند تأثیر چندانی در بهبود عملکرد داشته باشد. نتایج این پژوهش به نتایج پژوهش اشمیت و زیمرمن<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، مبنی بر عدم وجود رابطه بین عملکرد شرکت و مالکیت نهادی، نزدیک است، ولی با نتایج حاصل از پژوهش تسای و گو (۲۰۰۷) و ابراهیمی کردلر (۱۳۸۹) مبنی بر وجود رابطه قوی بین این دو متغیر، یکسان نیست.

نتایج نشان داد که مالکیت نهادی از طریق نظارت و تأثیر بیشتر بر مدیران و با هدف کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیران و کاهش مشکلات نمایندگی،

حضور سهامداران عمده، به عنوان یک ویژگی نظارتی حاکمیت شرکتی در ساختار مالکیت، نمی‌تواند

وجود واحد حسابرسی داخلی، به عنوان یک ساز و کار نظارتی، می‌تواند از طریق فعالیت‌های مشاوره‌ای، شناسایی و کنترل اثربخش ریسک‌ها، ارزیابی عملکرد مدیران، کنترل و اصلاح فرایندهای سازمانی و افزایش کارایی آن‌ها، باعث بهبود عملکرد و افزایش ارزش افزوده اقتصادی شرکت شود. نتایج این پژوهش با نتیجه پژوهش قنبری (۱۳۸۶) مبنی بر وجود رابطه معنادار و مستقیم بین حسابرسی داخلی و ارزش افزوده اقتصادی، مطابقت دارد، ولی با نتیجه پژوهش رحیمیان (۱۳۸۸) که بیانگر وجود رابطه معکوس بین این دو متغیر است، تفاوت دارد.

همچنین، نتایج بیانگر این بود که عمر شرکت بر رابطه بین حسابرسی داخلی، تمرکز مالکیت و نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی، مؤثر نیست، ولی بر رابطه بین پاداش هیأت مدیره و مالکیت نهادی با EVA تأثیر گذار است. همچنین، اندازه شرکت بر رابطه بین مالکیت نهادی، حسابرسی داخلی و پاداش هیأت مدیره با ارزش افزوده اقتصادی مؤثر نیست، ولی بر رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره و تمرکز مالکیت با ارزش افزوده اقتصادی، تأثیر معکوس دارد.

### محدودیت‌های پژوهش

نتایج پژوهش حاضر، تحت تأثیر صحت اطلاعات موجود در صورت‌های مالی شرکت‌ها و به ویژه یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی است. این در حالی است که به نظر می‌رسد به طور نسبی در یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، بر مبنای استانداردهای حسابداری ایران، افشا و طبقه‌بندی کامل و مناسبی از اجزای حاکمیت شرکتی صورت نمی‌گیرد و حتی

باعث بهبود عملکرد شرکت از طریق کنترل بر دارایی‌ها، نظارت و تأثیر بیشتر بر مدیران به منظور کاهش مشکلات نمایندگی شود. نتایج این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش واعظ و همکارانش (۱۳۸۹)، شیفر و ویشنی (۱۹۸۶)، چن<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) و چو و وانگ<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) مطابقت ندارد، ولی با نتایج حاصل از پژوهش و کیلی‌فرد (۱۳۸۹) مبنی بر عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت سهامداران عمده و عملکرد شرکت، یکسان است.

نتایج نشان داد که بین نسبت اعضای غیر موظف در هیأت مدیره و ارزش افزوده اقتصادی، رابطه معناداری برقرار نیست. یکی از دلایل احتمالی نتیجه‌گیری فوق، مشارکت محدود اعضای غیر موظف هیأت مدیره در فعالیت‌های شرکت و در نتیجه عدم ایفای نقش نظارتی آنان بر عملیات شرکت است. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش قنبری (۱۳۸۶) و پستما<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) مبنی بر عدم وجود رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با عملکرد شرکت، مشابه است، ولی با نتایج پژوهش فرث و همکاران (۲۰۰۲)، بالتر و همکاران (۱۹۹۱) و کلز و همکاران (۲۰۰۲)، مطابقت ندارد.

افزایش میزان پاداش هیأت مدیره، باعث بهبود عملکرد شرکت و افزایش ارزش افزوده اقتصادی از طریق کاهش تعارض بین مدیران و سهامداران، همسویی دیدگاه‌ها و عملکرد مباشران در راستای افزایش ثروت شرکت و نهایتاً کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود. نتایج این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش مورفی (۱۹۸۶)، لارکر و هالسون (۱۹۹۹) و هانلون و همکارانش (۲۰۰۳) مبنی بر وجود رابطه معنادار و مستقیم بین این دو متغیر مطابقت دارد.

1. Chen  
2. Xu, Wang  
3. Pastma



نمایندگی و در نهایت بهبود عملکرد شرکت، کمک کنند.

پیشنهاد می‌شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری نظام راهبري شرکت‌ها، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، سهامداران، مؤسسات حسابرسي، پژوهشگران و...، با مباحث مرتبط با نظام راهبري شرکت‌ها، بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در نظام راهبري شرکتي و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکت‌ها پردازند.

### پیشنهادهاي برای پژوهش‌های آتی

- استفاده از سایر معیارهای ارزیابی عملکرد مانند MVA، CVA، ROE و ...
- استفاده از ترکیب سایر سنج‌های حاکمیت شرکتي.
- بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی، تورم، بهای نفت و نرخ ارز بر رابطه بین ساختار حاکمیت شرکتي و عملکرد شرکت‌ها.
- تکرار پژوهش حاضر با استفاده از مدل‌یابی معادلات ساختاری به منظور تحلیل روابط متغیرها.
- پژوهش‌های آتی، می‌توانند از سایر متغیرهای تعدیل‌کننده از جمله نوع صنعت، اهرم مالی و... استفاده کنند. همچنین می‌توانند به منظور تعیین تأثیر این متغیرها از طبقه‌بندی شرکت‌های نمونه پژوهش به شرکت‌های بزرگ و کوچک و یا شرکت‌های جوان و مسن نیز استفاده کنند.

### منابع

- [۱] آقایی، محمدعلی، و پری چالاکي. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتي و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در

برخی رویه‌های موجود در این رابطه، توسط شرکت‌ها به طور صحیح و یکنواخت به کار گرفته نمی‌شود.

قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بازه زمانی بین سال‌های ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۱ بوده است. بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر باید با احتیاط عمل شود. در این پژوهش، مدیرانی که در شرکت سمت اجرایی ندارند، به عنوان مدیر غیر موظف تعریف شده‌اند و فرض شده است که مستقل از شرکت هستند، اما ممکن است واقعاً مستقل نباشند. بنابراین تفاوت‌های سنتی در تعریف مدیران اجرایی و غیر موظف ممکن است در شناسایی تضاد منافع بالقوه بین مدیران غیر موظف و شرکتي ناتوان باشد که در هیأت مدیره آن حضور دارند.

### پیشنهادها

#### پیشنهادها برای کاربران پژوهش

سیاست‌گذاران بازار باید توجه داشته باشند که حضور اعضای غیرموظف در هیأت مدیره به تنهایی کافی نیست و ممکن است توجه به سایر ویژگی‌های هیأت مدیره (بر حسب نتایج به دست آمده از حضور مدیران اجرایی)، مناسب‌تر باشد. شرکت‌ها با استقرار واحد حسابرسي داخلی از طریق کنترل، اصلاح فرایندها و بهره‌گیری از فعالیت‌های مشاوره‌ای در جهت بهبود عملکرد گام بردارند.

بر اساس نتایج، تشکیل کمیته پاداش و اختصاص مبالغی تحت عنوان پاداش هیأت مدیره در شرکت‌ها، می‌تواند باعث بهبود عملکرد شرکت شود.

بر اساس نتایج به دست آمده، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران نهادی و سهامداران عمده، نقش فعال‌تری در زمینه نظارت داشته باشند و به همسو شدن منافع سهامداران و مدیران در جهت کاهش مشکلات

- [۱۰] عاشقی اسکوئی، هوشنگ. (۱۳۹۰). مدلی برای کارآفرینی استراتژیک مبتنی بر حاکمیت شرکتی در کسب و کارهای تولیدی ایران (پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). رساله دکتری. دانشگاه علامه طباطبائی. ایران.
- [۱۱] علیزاده، مجید. (۱۳۸۸). ساختار مالکیت و رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی و ارزش ایجاد شده برای سهامداران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. ایران.
- [۱۲] قالیباف اصل، حسن و فاطمه رضایی. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *تحقیقات مالی*، ۹(۲۳)، ۴۸-۳۳.
- [۱۳] قنبری، فرحناز. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های سهامی پذیرفته شده در بورس تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه الزهراء. ایران.
- [۱۴] کبیرزاده، مسعود. (۱۳۸۷). سازه‌های مؤثر در تعیین پاداش هیأت مدیره. *پیک نور*، ۶(۱)، ۱۴۵-۱۲۷.
- [۱۵] کرراهی مقدم، سیروس و علیرضا مستوفی. (۱۳۸۶). نظام راهبری شرکت و حسابرسی داخلی. *مجله اقتصاد*، ۹(۹)، ۱۷-۱۲.
- [۱۶] کرمی، غلامرضا؛ محسن نظری و سید مجتبی شفیع پور. (۱۳۸۹). ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام. *تحقیقات مالی*، ۱۲(۳۰)، ۱۳۲-۱۱۷.
- [۱۷] کریمی، مجتبی. (۱۳۸۵). بررسی تغییرات ارزش افزوده بازار با ارزش افزوده اقتصادی و شاخص Q توین در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری*، ۲(۷)، ۵۱-۳۴.
- [۲] احمدوند، میثم. (۱۳۸۸). بررسی رابطه عوامل حاکمیت شرکتی با ارزش، عملکرد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. ایران.
- [۳] اعتمادی، حسین؛ امیر رسانیان، و حسین کردتبار. (۱۳۸۹). رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام. *مجله توسعه و سرمایه*، ۳(۵)، ۵۹-۳۱.
- [۴] بنویدی، مجید. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی تازه‌های جهان بیمه، (۹۶)، ۲۱-۳.
- [۵] حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. *فصلنامه حسابرس*، ۳۲(۳۲)، ۳۹-۳۲.
- [۶] حنیفه‌زاده، لطیف. (۱۳۸۹). ساختار مالکیت و کارایی شرکت‌های بیمه در ایران. *فصلنامه صنعت بیمه*، ۲۵(۲)، ۱۶۴-۱۳۹.
- [۷] خاکی، غلامرضا. (۱۳۹۰). روش پژوهش با رویکرد به پایان‌نامه‌نویسی. (ویرایش ۲). تهران: نشر بازتاب.
- [۸] رحیمیان، نظام الدین؛ سید حسن صالح نژاد و علی سالکی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶(۵۸)، ۸۶-۷۱.
- [۹] ستایش، محمدحسین؛ اصغر قربانی و مریم گل محمدی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هموارسازی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *تحقیقات حسابداری*، ۲(۷)، ۵۱-۳۴.

پذیرفته شده در بورس تهران. *مجله مطالعات مالی*،  
(۸)، ۱۴۰-۱۱۹.

- [25] Beiner, S., Drobetz, W., Schmid, F. & Zimmerman, H. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?. *Kyklos*, 57, 327-357.
- [26] Chung, K.H. & Zheng, H. (2009). Corporate Governance and Institutional Ownership. *Journal of Financial and Quantitative Analysis; Forthcoming*, 1-53.
- [27] Firth, M., Fung, M. & Rui, M.O. (2002). Simultaneous Relationship among Ownership, Corporate Governance and Firm Performance. *Faculty of Business and Information Systems, Hong Kong Polytechnic*, 3-14.
- [28] Krechovská, Michaela., taušal procházcová, petra. (2014). Sustainability and its Integration into Corporate Governance Focusing on Corporate Performance Management and Reporting. *Procedia Engineering*, 69, 1144-1151.
- [29] Martani, Dwi and Saputra, Yudi Eka. (2009). The Impact of Corporate Governance to the Economic Value Added Listed Company in BEI 2003-2004. *ChinaUsa Business Review*. 8(3), 1-18.
- [30] Subhash, Sh., Richard, M., Durand & Oded Gur-Arie. (1981). Identification and Analysis of Moderated Variables. *Journal of Marketing Research*, 291-300.
- [31] Tsai, H. & Gu, Z. (2007). The Relationship between Institutional Ownership and Casino firm Performance. *Hospitality Management*, 26, 517-530.
- [32] Vitzic, Neda. (2009). Corporate Governance in Emerging Economy and their Impact on Enterprise Performance: a Case of Croatia. *University of Rijeka Faculty of Economics*, 1-14.
- [33] Xu, X. & Wang, Y. (1997). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance; the case of Chinese Stock Companies. *World Bank Policy Research Working Paper*, No 1794.

بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. ایران.

- [۱۸] گنج‌خانلو، هادی. (۱۳۸۷). بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی، بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده دارایی‌ها با بازده غیر عادی سهام. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. ایران.
- [۱۹] [مشایخی، بیتا و مهدی محمدآبادی. (۱۳۹۰). رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت سود. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۲)، ۳۲-۱۷.
- [۲۰] مؤمنی، منصور و علی فعال قیومی. (۱۳۹۰). تحلیل‌های آماری با استفاده از SPSS (ویرایش ۳). تهران: عطا.
- [۲۱] مهدوی، غلامحسین و کمال گوینده. (۱۳۸۸). رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام. *پژوهش‌نامه حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱(۲)، ۸۶-۶۱.
- [۲۲] نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵(۵۳)، ۸۳-۱۰۰.
- [۲۳] واعظ، سیدعلی؛ سیروس کرراهی مقدم و مهدی الهائی سحر. (۱۳۸۹). بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۲(۷)، ۱۳۵-۱۱۴.
- [۲۴] و کیلی فرد، حمیدرضا و لیدا باوندپور. (۱۳۸۹). تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های

**پیوست**

الف: نتیجه آزمون کولموگوروف-اسمیرنوف

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		EVA
N		116
Normal Parameters <sup>a</sup>	Mean	.0571
	Std. Deviation	1.14953
Most Extreme Differences	Absolute	.071
	Positive	.071
	Negative	-.044
Kolmogorov-Smirnov Z		.764
Asymp. Sig. (2-tailed)		.604

a. Test distribution is Normal.

ب: نتایج آزمون هم خطی

ب-۱: فرضیه ۲

Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.196	.160		-1.229	.222		
	INST.AGE	-.020	.018	-.216	-1.145	.255	.235	4.260
	INSTOWN	1.404	.678	.391	2.071	.041	.235	4.260

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.502	.382		-1.315	.191		
	OWN.AGE	-.003	.011	-.027	-.242	.809	.712	1.405
	OWNCON	.877	.609	.159	1.441	.152	.712	1.405

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	.951	.558		1.704	.091		
	BRD.AGE	-.013	.012	-.106	-1.045	.298	.839	1.192
	BRDIND	-.948	.931	-.103	-1.018	.311	.839	1.192

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-.329	.126		-2.625	.010		
	BONUS	1.430E-9	.000	.665	2.879	.005	.137	7.325
	BON.AGE	-1.349E-11	.000	-.278	-1.203	.232	.137	7.325

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.196	.160		-1.229	.222		
INST.AGE	-.020	.018	-.216	-1.145	.255	.235	4.260
INSTOWN	1.404	.678	.391	2.071	.041	.235	4.260

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.199	.138		-1.445	.151		
INAUDIT	.752	.513	.282	1.466	.145	.223	4.492
INA.AGE	-.002	.013	-.028	-.146	.884	.223	4.492

a. Dependent Variable: EVA

ب-۲: فرضیه ۲

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.187	.148		-1.265	.208		
1 INSTOWN	-9.406	2.289	-2.623	-4.109	.000	.018	56.465
INST.SIZE	.374	.084	2.850	4.466	.000	.018	56.465

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.454	.349		-1.302	.196		
1 OWNCON	-5.789	1.505	-1.049	-3.848	.000	.098	10.195
OWN.SIZE	.243	.053	1.257	4.610	.000	.098	10.195

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.828	.543		1.525	.130		
1 BRDIND	-5.150	1.607	-.560	-3.204	.002	.266	3.760
BRD.SIZE	.021	.008	.483	2.768	.007	.266	3.760

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.257	.124		2.077	.040		
BONUS	-2.238E-9	.000	-1.041	1.534	.128	.015	64.961
BON.SIZE	1.103E-10	.000	1.459	2.150	.034	.015	64.961

a. Dependent Variable: EVA

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-.207	.129		1.601	.112		
1 INAUDIT	-5.562	1.598	-2.088	3.481	.001	.020	49.565
INA.SIZE	.231	.058	2.370	3.951	.000	.020	49.565

a. Dependent Variable: EVA

ب-۳: تجزیه و تحلیل رگرسیون چند گانه:

Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	-3.050	.944		3.230	.002		
BRDIND	-.642	.717	-.070	-.895	.373	.971	1.030
INAUDIT	.542	.210	.204	2.589	.011	.953	1.049
OWNCON	.121	.470	.022	.258	.797	.812	1.231
INSTOWN	.500	.287	.140	1.743	.084	.921	1.086
BONUS	7.811E-10	.000	.363	4.600	.000	.945	1.058
AGE	-.006	.007	-.072	-.917	.361	.962	1.040
SIZE	.111	.032	.294	3.484	.001	.826	1.211

a. Dependent Variable: EVA