

بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

ناهید عابدی، دانشجوی دکتری حسابداری

مریم زین‌الدینی میمند، دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رفسنجان

چکیده - هدف از انجام تحقیق حاضر بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه و تاثیر آن بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌ها می‌باشد. درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، وجود حسابرس مستقل، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، نفوذ مدیرعامل، نسبت حضور مدیران غیرموظف در هیأت مدیره و ثبات مدیرعامل از جمله مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده در این تحقیق هستند و ساختار سرمایه شامل نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت بر دارایی‌ها، نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها بر دارایی‌ها می‌باشد. متغیر وابسته تحقیق ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده است. با نمونه‌ای مشتمل بر ۹۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با به‌کارگیری داده‌های سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۴ و با استفاده از تکنیک رگرسیون فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، مؤید تأیید فرضیه‌های تحقیق دارد؛ به عبارتی بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین متغیر ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

کلمات کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده.

مقدمه

حاکمیت شرکتی^۱ یا نظام راهبری شرکتی در سال‌های اخیر در کشور ایران بسیار شهرت یافته است. حاکمیت شرکتی شامل مکانیزم‌هایی است که به وسیله آن‌ها بر عملکرد مدیران نظارت صورت می‌گیرد. زیرا سهامداران اختیار تصمیم‌گیری در مورد سرمایه خود را به مدیران واگذار می‌کنند، بنابراین نیاز به مکانیزم‌هایی دارند که

^۱ Corporate Governance

به‌وسیله آن‌ها اطمینان حاصل کنند مدیران حقوق‌شان را رعایت خواهند کرد. اگرچه شرکت‌های سهامی به‌منظور افزایش ثروت و رفاه جوامع به وجود آمده‌اند، اما باید نظارتی بر حاکمیت آن‌ها وجود داشته باشد تا این شرکت‌ها از موقعیت خود سوءاستفاده نکنند (بادآورنهدی و همکاران، ۱۳۹۵). به‌طور طبیعی طرح این موضوع توسط یک نهاد نظارتی مانند سازمان بورس اوراق بهادار در یک چارچوب کلی یعنی حاکمیت شرکتی و با هدف فراهم ساختن بستر لازم برای حمایت هر چه بیشتر و بهتر از حقوق سهامداران، به ویژه سهامداران خرد صورت می‌گیرد. برای اندازه‌گیری این‌که این واحدها تا چه اندازه در رسیدن به هدف خود که همان حقوق سهامداران بوده موفق عمل نموده‌اند، همواره معیارهای مناسبی موردنیاز می‌باشد. استیوارت^۱ (۱۹۹۰)، مفهوم ارزش افزوده اقتصادی^۲ را به‌عنوان یک معیار واقعی اندازه‌گیری عملکرد شرکت و ارزیابی مدیر اجرایی معرفی کرد (اولی و همکاران، ۱۳۹۳). از سویی دیگر استیوارت (۱۹۹۱) بیان می‌دارد علی‌رغم مزایای ارزش افزوده اقتصادی به‌عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد، یک ضعف برای استفاده از آن وجود دارد. برخلاف نرخ رشد سود و نرخ‌های بازده، استفاده از ارزش افزوده اقتصادی برای مقایسه شرکت‌های مختلف با اندازه‌های گوناگون مشکل است اما این ضعف را می‌توان برطرف کرد. در تلاش برای رفع نقص بالا، صاحب‌نظران مالی شکل پالایش شده‌ای از ارزش افزوده اقتصادی را با عنوان ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده^۳ (تعدیل شده) مطرح کردند که به‌جای تأکید بر قابلیت اتکاء اطلاعات، بر مربوط بودن^۴ آن‌ها تأکید می‌کند (گوینده، ۱۳۸۶). از طرفی، مجموعه تصمیمات مالی مدیران در زمینه تعیین ساختار سرمایه بهینه بسیار مهم است. مدیریت شرکت تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه خود را در جهت حداکثر کردن ارزش شرکت اتخاذ می‌کنند؛ در حالی که مدیران سطوح متفاوت اهرمی را پیش روی خود دارند و در تلاش‌اند تا به بهترین ساختار سرمایه دست پیدا کنند (سلیم و یادا^۵، ۲۰۱۲). از آنجایی که ایجاد ارزش و افزایش ثروت سهامداران در بلندمدت، از جمله مهم‌ترین اهداف شرکت‌ها به‌شمار می‌رود و افزایش ثروت فقط در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد، حداکثر شدن ارزش شرکت وقتی تحقق می‌یابد که شرکت سلامت مالی داشته باشد؛ بدان معنی که منابع مالی آن به‌درستی انتخاب شده و به شکل صحیحی استفاده شود. در نتیجه تغییر

¹ Stewart

² Economic Value Added (EVA)

³ Refined Economic Value Added (REVA)

⁴ Relevance

⁵ Salim & Yadav

ساختار مالی شرکت‌ها می‌تواند بر ارزش شرکت و ارزش افزوده اقتصادی تأثیر گذارد. از این رو با توجه به اهمیت موضوع، در تحقیق حاضر تلاش می‌شود که میزان تأثیر نظام حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده مورد بررسی قرار گیرد.

چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

از مسائل مهمی که در سال‌های اخیر در پی رسوایی‌های گسترده مالی، در سطح شرکت‌های بزرگ مورد توجه پژوهشگران بوده و به‌عنوان یکی از موضوع‌های مهم برای سرمایه‌گذاران مطرح شده، موضوع حاکمیت شرکتی است که به لزوم نظارت بر مدیریت شرکت و به تفکیک واحد اقتصادی از مالکیت آن و در نهایت حفظ حقوق سرمایه‌گذاران و ذینفعان می‌پردازد (جلالی جلال‌آبادی و همکاران، ۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی، شامل فرآیندهایی برای راهبری تلاش‌های شرکت در راستای ایجاد ارزش برای سهامداران است و به‌عنوان فلسفه و سازوکاری در جهت حمایت از منافع گروهی و فردی تمام مدعیان و ذینفعان شرکت محسوب می‌شود (حسن و بات^۱، ۲۰۰۹). از طرفی ساختار سرمایه یکی از مهم‌ترین مشخصه‌های شرکت است. تئوری‌های متعددی این چنین بیان نموده‌اند که تغییر در ساختار سرمایه، تغییر یا تجدیدنظر در ارزش شرکت را نشان می‌دهد که می‌بایست بر ارزش سهام شرکت نیز مؤثر باشد (حسین و گول^۲، ۲۰۱۱). در نظریه‌های متعارف مالی، فرض بر این است مدیران در راستای افزایش ارزش شرکت به انجام فعالیت‌ها و تصمیم‌های مالی می‌پردازند، اما در دنیای واقع همیشه این نظر صادق نیست. جدایی مدیریت از مالکیت در واحدهای تجاری، مشکلاتی را برای آن‌ها پدید آورده است که ناشی از تعارض میان اهداف و منافع مدیران و مالکان شرکت است. از این پدیده تحت عنوان مشکلات نمایندگی یاد می‌شود. به عبارتی مشکلات نمایندگی در نتیجه تعارض‌های ناشی از ارتباط میان مدیران و سرمایه‌گذاران، زمانی به وجود خواهد آمد که مدیران به‌طور کامل در راستای افزایش ثروت مالکان فعالیت نکنند (آبور و بیکپ^۳، ۲۰۰۹). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران نیز با توجه به جدایی مالکیت از مدیریت، نیاز به منابع مالی وسیع در شرکت‌ها و هم‌چنین علاقه دارند گان منابع مالی به استفاده از منابع خود جهت افزایش ثروت، به تجزیه و تحلیل عملکرد شرکت‌ها و ساختار سرمایه آن‌ها می‌پردازند تا به سرمایه-

¹ Hasan & Butt

² Hussain and Gull

³ Abor, J & Biekpe

گذاری صحیح دست یابند (ویجی کومران^۱، ۲۰۱۵). این در حالی است که تعیین ارزش واحدهای اقتصادی و عملکرد مدیریت آن‌ها یکی از مباحث پیچیده و دشوار مالی به‌شمار می‌رود. برای ارزیابی عملکرد به‌صورت سنتی از مدل‌های حسابداری استفاده می‌شود که از آن‌جمله می‌توان به بازده سهام، سود هر سهم^۲ و نسبت قیمت به سود هر سهم^۳ اشاره کرد. با توجه به این‌که امروزه ثروت آفرینی برای سهامداران به‌عنوان هدف اصلی واحدهای تجاری محسوب می‌شود. یکی از معیارهای ارزیابی ثروت آفرینی برای سهامداران که به نظر می‌رسد در مقایسه با سایر معیارها از مطلوبیت بیشتری برخوردار باشد، ارزش افزوده اقتصادی^۴ است که نخستین بار در سال ۱۹۵۴ میلادی به‌وسیله سوجانن^۵ مطرح شد و به‌طور رسمی در سال ۱۹۶۵ با نام سود باقیمانده معرفی شد (حسینی ازان آخاری، ۱۳۸۵). ارزش افزوده اقتصادی معیاری است که هزینه فرصت همه منابع به‌کار گرفته شده در شرکت را از سود خالص عملیاتی کسر می‌کند. به‌علاوه، ارزش افزوده اقتصادی عاملی مؤثر در جهت ایجاد انگیزش در مدیران جهت ایجاد ارزش برای سهامداران می‌باشد. با وجود مزایایی از جمله قابلیت اتکا در تصمیم‌گیری، به‌نظر می‌رسد که این معیار عاری از نقص نباشد. فارغ از مشکلات مربوط به محاسبه آن‌که مستلزم دسترسی به اطلاعات زیاد و انجام محاسبات پیچیده است، ایرادی اساسی که به ارزش افزوده اقتصادی وارد می‌شود، اتکاء آن بر ارقام تاریخی است. هر چند که ارزش افزوده اقتصادی از اطلاعات قابل اتکاتری استفاده می‌کند اما این اطلاعات لزوماً مربوط نیستند. به‌عبارت دیگر، ارزش افزوده اقتصادی هزینه فرصت منابع به‌کار گرفته شده را بر مبنای ارزش دفتری آن‌ها محاسبه می‌کند. در تلاش برای رفع این نقص، صاحب‌نظران مالی شکل پالایش (تعدیل شده) شده‌ای از ارزش افزوده اقتصادی را با عنوان ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده^۶ مطرح کرده‌اند که به‌جای تأکید بر قابلیت اتکاء اطلاعات، بر مربوط بودن آن‌ها تأکید می‌کند. به‌عبارت دیگر، این معیار هزینه فرصت منابع به‌کار گرفته شده را بر مبنای ارزش بازار آن‌ها محاسبه می‌کند (تمجیدی و فروزش، ۱۳۹۵). با توجه به مطالب فوق ملاحظه می‌شود که به لحاظ نظری از جهات مختلف می‌توان بین نظام حاکمیت مناسب و ساختار سرمایه و عوامل مربوط به عملکرد شرکت رابطه تعریف نمود.

¹ Vijayakumaran

² Earnings per share (EPS)

³ Price/Earnings (P/E)

⁴ Economic Value Added (EVA)

⁵ Soujanen

⁶ Refined Economic Value Added (REVA)

هاات و همکاران^۱ (۲۰۰۸) حاکمیت شرکتی، شفافیت و عملکرد شرکت‌های مالزیایی را مورد ارزیابی قرار دادند؛ در تحقیق آن‌ها داده‌های ۱۴۱ شرکت مورد بررسی قرار گرفت. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی که آن‌ها مدنظر قرار دادند عبارتند از: ترکیب هیأت مدیره (نسبت اعضای غیرموظف)، جدایی مالک و مدیر، مالکیت داخلی، مالکیت خارجی، کیفیت حسابرسی و افشاء. پس از تحلیل داده‌ها ثابت شد تنها مالکیت خارجی با عملکرد رابطه مثبت و معناداری دارد و رابطه منفی و معناداری بین حق‌الزحمه حسابرسی و عملکرد شرکت وجود دارد و دیگر فرضیه‌ها مورد تأیید قرار نگرفت.

موتاری و همکاران (۲۰۱۰) تأثیر حاکمیت شرکتی، تصمیمات تأمین مالی شرکت و ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت با استفاده از پنل دیتا مورد بررسی قرار دادند. نمونه آماری این تحقیق مشتمل بر ۸۰ شرکت پذیرفته شده در فاصله زمانی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۸ بود. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت با استفاده از دو معیار عملکرد شرکت شامل ROA و Q توبین رابطه وجود دارد. این تحقیق دریافت که مالکیت شرکتی رابطه مثبت بااهمیتی با ROA دارد. هم‌چنین نتایج تحقیق نشان داد که انواع سهامداران تا حدی بر ارزش شرکت تأثیر بااهمیتی می‌گذارد. تنها دو متغیر مالکیتی (سهامداری دولتی و سهامداری فردی) تأثیر منفی و بااهمیتی بر ارزش شرکت دارند؛ هم‌چنین شواهدی در این مورد پیدا شد که ساختار سرمایه و سیاست تقسیم سود تأثیر مثبت و بااهمیتی بر ارزش شرکت داشت.

ساماها و همکاران^۲ (۲۰۱۲) رابطه بین افشای اختیاری و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در مصر را مورد بررسی قرار دادند. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به کار گرفته شده در این تحقیق عبارتند از ترکیب هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، مالکیت مدیران، مالکیت سهامداران عمده و وجود کمیته حسابرسی. نتایج تحقیق از این مسئله حمایت می‌کرد که شرکت‌ها اطلاعات حاکمیت شرکتی را برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی و برای افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری گزارش شده افشا می‌کنند.

قنبری (۱۳۸۶) اثر نسبت حضور اعضای غیرموظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرس داخلی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان معیارهایی از حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داد.

¹ Haat et al

² Samaha

نتایج تحقیق نشان داد که فقط حضور سرمایه‌گذاران نهادی و وجود حسابرس داخلی بر عملکرد شرکت تأثیر داشت.

عابدی (۱۳۸۸) در پژوهش خود به بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها پرداخت. معیار ارزیابی عملکرد متغیر ارزش افزوده اقتصادی بود. نسبت مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره، درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره، تمرکز قدرت و وجود حسابرس داخلی به‌عنوان مکانیزم‌های درونی، اندازه مؤسسه حسابرسی و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی از جمله مکانیزم‌های بیرونی و متغیرهای مستقل تحقیق بودند. شرکت‌های مورد مطالعه این پژوهش ۹۸ شرکت و طی سال‌های ۸۶-۸۲ (قلمرو زمانی ۵ ساله) بود. یافته‌های پژوهش نشان داد رابطه مثبت و معناداری بین نسبت مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره و عملکرد وجود دارد. ضمن این که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، درصد مالکیت اعضای هیأت‌مدیره، وجود حسابرس داخلی، اندازه مؤسسه حسابرسی و تمرکز قدرت، با عملکرد شرکت، رابطه معناداری که منطبق با مبانی نظری موجود باشد، مشاهده نشد.

در تحقیق نیکبخت و همکاران (۱۳۸۹) تأثیر ویژگی‌های هیأت‌مدیره بر عملکرد شرکت مورد بررسی قرار گرفت. بدین منظور اطلاعات موردنیاز تحقیق از ۷۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ استخراج گردید. نتایج پژوهش نشان داد که هیأت‌مدیره در بازار سرمایه ایران به‌صورت کارا به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل ننموده و تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد. رجیبی و گنجی (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین نظام راهبری با عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. تعداد نوزده مکانیزم شناخته شده راهبری که در هفت گروه طبقه‌بندی شده به همراه چهارده شاخص ارزیابی عملکرد مالی که در شش گروه طبقه‌بندی شدند، مورد آزمون قرار گرفتند. نتایج پژوهش نشان داد که از هفت گروه کلی مکانیزم مؤثر بر راهبری شرکت‌ها، مکانیزم‌های متعلق به پنج گروه با برخی از شاخص‌های عملکرد مالی رابطه دارد. به‌علاوه، نتایج نشان داد سیستم راهبری شرکت‌ها در ایران بیش از آن که از ویژگی‌های یک سیستم برون سازمانی برخوردار باشد با سیستم‌های درون سازمانی همخوانی بیشتری دارد.

ولی‌زاده (۱۳۹۰) به بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظام حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در تحقیق وی معیار ارزیابی عملکرد، متغیر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده بود. درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، نسبت حضور مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت‌مدیره و وجود حسابرس داخلی متغیرهای مستقل تحقیق بودند.

شرکت‌های مورد مطالعه شامل ۵۰ شرکت و طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۲ بودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین نسبت مدیران غیرموظف در هیأت‌مدیره و عملکرد وجود دارد. ضمن این که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، وجود حسابرس داخلی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و اندازه هیأت‌مدیره با عملکرد شرکت، رابطه معناداری که منطبق با مبانی نظری موجود باشد، مشاهده نشد.

در تحقیق پوراآقاجان و دوستعلی‌زاده (۱۳۹۳) ارتباط بین حاکمیت شرکتی با ارزش افزوده اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بودند که با روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک ۸۰ شرکت بین سال‌های ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۰ در نمونه آماری این پژوهش مورد بررسی قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندگانه بهره گرفته شد؛ نتایج تحقیق نشان داد که از میان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این پژوهش، رابطه معناداری بین سه متغیر مستقل تمرکز مالکیت، دوگانگی نقش رئیس هیأت‌مدیره و تعداد اعضای هیأت‌مدیره با ارزش افزوده اقتصادی یافت نشد. در صورتی که بین متغیر کنترلی اندازه شرکت و ارزش افزوده اقتصادی رابطه منفی معناداری وجود داشت.

فرضیه‌های تحقیق

۱. بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.
۲. بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی تحقیق

تحقیق حاضر به دلیل این که بر پایه داده‌های واقعی صورت می‌گیرد، از نوع تحقیقات شبه تجربی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری می‌باشد و از این دیدگاه که نتایج به‌دست آمده می‌تواند برای استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی مورد استفاده واقع شود، کاربردی است. هم‌چنین این تحقیق از نوع توصیفی تحلیلی است که در آن از جمع‌آوری اطلاعات برای توصیف و تجزیه و تحلیل روابط بین متغیرها استفاده می‌شود. هم‌چنین این تحقیق از نوع همبستگی است. برای گردآوری داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از منابع و پایگاه‌های

اطلاعاتی مختلف به‌ویژه نرم‌افزار تدبیرپرداز، ره‌آورد نوین و پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استفاده شده است. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشند که از ابتدای سال ۱۳۸۵ لغایت ۱۳۹۴ در بورس فعال بودند. برای انتخاب نمونه آماری مناسب از روش حذفی سیستماتیک استفاده شده است. برای این منظور ۵ معیار در نظر گرفته شد و در صورتی که یک احراز کلیه معیارها به‌عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب شده است؛ معیارهای مذکور به شرح زیر می‌باشند:

- ۱- شرکت باید در گروه شرکت‌های واسطه‌گری‌های مالی یا شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد.
- ۲- بیش از ۶ ماه وقفه در انجام معاملات شرکت وجود نداشته باشد.
- ۳- سال مالی شرکت پایان اسفند ماه باشد و شرکت نباید در طول سال‌های مورد بررسی تغییر سال مالی داده باشد.
- ۴- به دلیل استفاده از روش گوردون برای محاسبه هزینه سهام عادی، شرکت‌ها باید سودآور باشند.
- ۵- اطلاعات کامل و تفصیلی صورت‌های مالی سالانه شرکت برای دوره‌ای که شرکت مورد بررسی قرار می‌گیرد، موجود باشد.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد نمونه مورد نظر ۹۴ شرکت با تعداد مشاهدات ۹۴۰ سال - شرکت در نظر گرفته شد. برای تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار اکسل و برای انجام آزمون‌های آماری از نرم‌افزار SPSS21 استفاده شده است. برای تجزیه و تحلیل رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده مدل رگرسیون چندگانه (مدل ۱) و برای تجزیه و تحلیل رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده مدل رگرسیون چندگانه (مدل ۲) به کار گرفته شده است.

$$REVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 INSOWN_{it} + \beta_2 MSO_{it} + \beta_3 NXRATIO_{it} + \beta_4 BRDSZE_{it} + \beta_5 EAUDIT_{it} + \beta_6 DUALITY_{it} + \beta_7 CEOCON_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (1)}$$

$$REVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 \frac{STD_{it}}{ASSETS_{it}} + \beta_2 \frac{LTD_{it}}{ASSETS_{it}} + \beta_3 \frac{TD_{it}}{ASSETS_{it}} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (1)}$$

در جدول شماره (۱)، متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها ارائه گردیده است.

برای محاسبه ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده از رابطه (۱) استفاده می‌شود:

$$REVA = NOPAT - WACC (Mcapital_{t-1}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

که:

NOPAT: سود خالص عملیاتی پس از کسر مالیات در پایان دوره t
 WACC: میانگین موزون نرخ هزینه سرمایه و
 $(M_{capital,t-1})$: ارزش بازار شرکت در ابتدای دوره t پایان دوره $t-1$ می‌باشد (مهدوی و گوینده، ۱۳۸۸).

جدول شماره (۱): متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها

نام متغیر	نماد متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه‌گیری
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	REVA	نسبت	ارائه شده در رابطه (۱)
درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	INSOWN	مستقل (نشان‌دهنده ویژگی‌های شرکت‌ها)	سرمایه‌گذاران نهادی موضوع بند ۲۷ ماده یک قانون بازار اوراق بهادار عبارتند از: بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار، هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمی اوراق بهادار در دست انتشار ناشر را خریداری کند، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی و شرکت‌های دولتی (نصراللهی و همکاران، ۱۳۹۰)
اندازه مؤسسه حسابرسی	EAUDIT		متغیر مصنوعی است به طوری که اگر حسابرسی شرکت توسط سازمان حسابرسی انجام گرفته مقدار آن یک و در غیر این صورت صفر.
اندازه هیأت مدیره	BRDSZE		تعداد تمامی اعضای هیأت مدیره (ساماها و همکاران، ۲۰۱۲)
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	DUALITY		متغیری باینری است به نحوی که اگر مدیرعامل، رئیس هیأت مدیره نیز باشد، عدد یک و در غیر این صورت صفر
نفوذ مدیرعامل	MSO		شرکت‌هایی که رئیس هیأت مدیره آن‌ها عضو موظف باشد، عدد یک در غیر این صورت عدد صفر (کمالیان و همکاران، ۱۳۹۰)
نسبت مدیران غیرموظف در هیأت مدیره	NXRATIO		نسبت تعداد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره شرکت به کل اعضای هیأت مدیره (ساماها و همکاران، ۲۰۱۲)
ثبات مدیرعامل	CEOCON		اگر مدیرعامل در دو سال گذشته تغییر کرده باشد، عدد یک در غیر این صورت عدد صفر (مهرانی و صفرزاده، ۱۳۹۰)
نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر دارایی‌ها			نسبت

<p>که: STD_{it} : بدهی‌های کوتاه مدت شرکت i در سال t و</p> <p>$ASSETS_{it}$: کل دارایی‌های شرکت i در سال t (اربابیان و صفری گرایلی، ۱۳۸۸)</p>		
<p>$\frac{LTD_{it}}{ASSETS_{it}}$</p> <p>که: LTD_{it} : بدهی‌های بلندمدت شرکت i در سال t و</p> <p>$ASSETS_{it}$: کل دارایی‌های شرکت i در سال t (اربابیان و صفری گرایلی، ۱۳۸۸)</p>		<p>نسبت بدهی‌های بلندمدت بر دارایی‌ها</p>
<p>$\frac{TD_{it}}{ASSETS_{it}}$</p> <p>که: TD_{it} : کل بدهی‌های شرکت i در سال t و</p> <p>$ASSETS_{it}$: کل دارایی‌های i در سال t (اربابیان و صفری گرایلی، ۱۳۸۸)</p>		<p>نسبت کل بدهی‌ها بر دارایی‌ها</p>

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی

با استفاده از برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، از قبیل میانه، میانگین، انحراف معیار، ضریب چولگی و کشیدگی، ویژگی‌های توصیفی متغیرهای تحقیق، مورد بررسی قرار گرفت. متغیرهای مورد بررسی در این تحقیق شامل حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده می‌باشد. در جدول شماره (۲) آمار توصیفی تمامی متغیرهای تحقیق ارائه شده است.

جدول شماره (۲): شاخص‌های توصیفی (مرکزی و پراکندگی) متغیرهای اعمال شده در تحقیق

متغیر	شاخص آماری					
	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی
الکیمین شرکت	۷۰۰	۷۹,۶۶	۸۲,۸۹	۱۴,۵۲	-۱,۶۹	۰,۶۸
	۷۰۰	۰,۲۹	۰,۰۰	۰,۴۵	۰,۹۴	-۱,۱۳
	۷۰۰	۵,۱۰	۵,۰۰	۰,۴۲	۲,۹۷	۰,۳۸
	۷۰۰	۰,۰۵	۰,۰۰	۰,۲۲	۴,۰۷	۰,۶۱
	۷۰۰	۰,۲۵	۰,۰۰	۰,۴۴	۱,۱۳	-۰,۷۲
	۷۰۰	۰,۵۶	۰,۶۰	۰,۲۷	-۰,۷۶	-۰,۱۳
	۷۰۰	۰,۷۳	۱,۰۰	۰,۴۵	-۱,۰۱	-۰,۹۸
سازمان	۷۰۰	۰,۵۲	۰,۵۵	۰,۱۷	-۰,۲۸	-۰,۳۴
	۷۰۰	۰,۰۷	۰,۰۴	۰,۰۸	۲,۵۰	۰,۴۶
	۷۰۰	۰,۵۹	۰,۶۱	۰,۱۵	-۰,۳۴	-۰,۰۴
	۷۰۰	-۱۹۷۸۳۴,۰۰	-۱۹۱۳,۵۶	۳۰۰۴۳۲۷,۰۰	-۰,۹۸	۰,۴۰
ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA)						

یافته‌های جدول شماره (۲) نشان‌دهنده شاخص‌های توصیفی (گرایش مرکزی و پراکندگی) می‌باشد که از میان شاخص‌های محاسبه شده میانگین شاخص گرایش به مرکز و انحراف معیار شاخص گرایش پراکندگی نرمات می‌باشد. ضریب چولگی کم‌تر از ۰/۵ برای متغیرهای تحقیق بیانگر آن است که این متغیرها از لحاظ چولگی در وضعیت خوبی قرار داشته و تقریباً شبیه منحنی نرمال می‌باشند. هم‌چنین از آن‌جا که میزان ضریب کشیدگی در بعضی از متغیرها بیشتر از ۰/۵ می‌باشد توزیع این متغیرها از نظر کشیدگی دارای تفاوتی با توزیع نرمال هستند. هم‌چنین از آن‌جایی که در انجام این تحقیق به منظور پیش‌بینی ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده از تحلیل رگرسیون چندمتغیره استفاده می‌گردد و این روش بر این فرض استوار است که متغیرهای تحقیق دارای توزیع نرمال باشند، توزیع غیرنرمال نمونه منجر به تخطی از مفروضات همبستگی پیرسون و

تحلیل رگرسیون چندمتغیره می‌شود. لذا متغیرها قبل از تحلیل نرمال شدند و با استفاده از نرم‌افزار SPSS، ماتریس همبستگی از روابط بین متغیرهای مشاهده شده بر مبنای نمره‌های نرمال شده محاسبه شد.

آمار استنباطی

قبل از انجام آزمون فرضیه‌های تحقیق، آن‌چه که باید در نظر گرفته شود، مباحث مربوط به رعایت کردن و بررسی کردن فرض‌های آماری است؛ از جمله پیش فرض‌هایی که در آزمون پارامتریک ضریب همبستگی پیرسون و تحلیل رگرسیون چند متغیره منظور می‌گردد، فرض نرمال بودن توزیع با استفاده از آزمون (KST)¹ یا کولموگروف - اسمیرنوف است. در جدول شماره (۳) نتایج این آزمون گزارش گردیده است.

جدول شماره (۳): آزمون فرض نرمال بودن توزیع متغیرها

سطح معنی‌داری sig	Kolmogorov-Smirnov Z	شاخص آماری
		متغیر
۰/۴۲	۰/۸۰	حاکمیت شرکتی
۰/۳۵	۰/۸۵	ساختار سرمایه
۰/۰۸	۱/۰۲	ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده (REVA)

بنا به یافته‌های جدول (۳)، از آن‌جا که سطح معنی‌داری به دست آمده در آزمون (K-S)، در هر سه متغیر بیش از ۰/۰۵ می‌باشد در نتیجه می‌توان گفت که توزیع متغیرهای مورد بررسی در نمونه آماری داری توزیع نرمال می‌باشد. حال فرضیه‌های تحقیق مورد آزمون قرار می‌گیرد. نتایج ضریب رگرسیون چندمتغیره فرضیه اول تحقیق در جدول شماره (۴) ارائه گردیده است.

جدول شماره (۴): نتایج ضریب رگرسیون چند متغیره در فرضیه اول تحقیق

سطح معناداری (P)	تعداد	R ²	R	شاخص آماری
				متغیر
۰/۰۰۱	۷۰۰	۰/۰۳۴	۰/۱۸۳	حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده

¹ Kolmogorov -Smirnov Test

همان‌طور که جدول (۴) نشان می‌دهد با استفاده از ضریب رگرسیون چندمتغیره، رابطه خطی معنی‌داری بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مقدار ۰/۱۸۳ وجود دارد و متغیرهای مستقل حاکمیت شرکتی می‌توانند ۳/۴۰ درصد تغییرات مربوط به متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده را پیش‌بینی کنند. هم‌چنین از آن‌جائی که سطح معناداری به دست آمده (۰/۰۰۱) کوچک‌تر از سطح معناداری (۰/۰۱) می‌باشد پس بین این متغیرها رابطه خطی معناداری با ۹۹ درصد اطمینان وجود دارد. حال در ادامه به بررسی آزمون تجزیه و تحلیل رگرسیون در خصوص ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل از این آزمون پرداخته می‌شود.

جدول شماره (۵): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون در خصوص ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل در فرضیه اول

a + ثبات مدیر β_7 + نسبت مدیران β_1 + نفوذ مدیر β_6 + دوگانگی β_4 + تعداد اعضا β_3 + اندازه مؤسسه β_2 + مالکیت نهادی β_1			
REVA = β_1 مالکیت نهادی			
متغیر توضیحی	ضریب متغیر	آماره t	p-value
مقدار باقی مانده (a)	-۰,۰۲۵۱	-۱,۱۴	۰,۲۶
مالکیت نهادی	۰,۰۲	۰,۵۲	۰,۶۰
اندازه مؤسسه حسابداری	-۰,۰۷۸	-۱,۹۵	۰,۰۵
تعداد اعضای هیأت مدیره	۰,۰۲۵	۰,۶۳	۰,۵۳
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	-۰,۰۱۹	-۰,۴۹	۰,۶۳
نفوذ مدیرعامل	-۰,۰۶۷	-۱,۲۰	۰,۲۳
نسبت مدیران غیرموظف	۰,۰۶۳	۱,۰۸	۰,۲۸
ثبات مدیرعامل	۰,۱۰۱	۲,۶۸	۰,۰۱
آماره F		۳/۴۲	
p-value		۰/۰۰۱	
R ² تعدیل شده		۰/۰۲۴	
Durbin-Watson		۱/۷۱	

همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، آماره t در متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی برابر $1/95 - p$ و $0/05$ value برابر $0/05$ و در متغیر ثبات مدیرعامل برابر $2/68$ و p -value برابر $0/01$ است که در سطح خطای $0/05$ معنی‌دار می‌باشند. آماره F برابر $3/42$ و p -value برابر $0/001$ بیان می‌کند که این آماره در سطح خطای $0/01$ معنی‌دار است. ضریب R^2 تعدیل‌شده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی می‌توانند $2/4\%$ از کل تغییر در ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده را توضیح دهند. از نظر آزمون خودهمبستگی بین مشاهدات، چنان‌چه مقدار آماره "دوربین - واتسن" نزدیک به عدد 2 باشد می‌توان بیان داشت که خودهمبستگی بین مشاهدات وجود نخواهد داشت یا به عبارت دیگر، جزء خطای یک مشاهده تحت تأثیر جزء خطای مشاهده دیگر نمی‌باشد. آماره دوربین - واتسون بیانگر وجود عدم خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق است. بنابراین با در نظر گرفتن تأیید فرضیه تحقیق می‌توان گفت، از بین متغیرهای مستقل حاکمیت شرکتی دو متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی و ثبات مدیرعامل می‌توانند ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را پیش‌بینی کنند.

نتایج ضریب رگرسیون چندمتغیره فرضیه دوم تحقیق در جدول شماره (۶) ارائه گردیده است.

جدول شماره (۶): نتایج ضریب رگرسیون چندمتغیره فرضیه دوم تحقیق

متغیر	شاخص آماری	R	R^2	تعداد	سطح معناداری (P)
ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده	$0/207$	$0/042$	700	$0/0001$	

همان‌طور که جدول (۶) نشان می‌دهد با استفاده از ضریب رگرسیون چندمتغیره، رابطه خطی معنی‌داری بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با مقدار $0/207$ وجود دارد و متغیرهای مستقل ساختار سرمایه می‌توانند $4/2$ درصد تغییرات مربوط به متغیر وابسته ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده را پیش‌بینی کنند. هم‌چنین از آن‌جائی که سطح معناداری به‌دست آمده ($0/0001$) کوچکتر از سطح معناداری ($0/01$) می‌باشد پس بین این متغیرها رابطه خطی معناداری با 99 درصد اطمینان وجود دارد. حال در ادامه به بررسی آزمون تجزیه و تحلیل رگرسیون درخصوص ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل از این آزمون پرداخته می‌شود. نتایج آزمون تحلیل رگرسیون درخصوص ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل فرضیه دوم در جدول شماره (۷) گزارش شده است.

همان‌طور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود، آماره t در متغیر نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر دارایی برابر $۲/۵۲$ و p -value برابر $۰/۰۲$ و در متغیر نسبت کل بدهی بر کل دارایی برابر $۲/۶۳$ و p -value برابر $۰/۰۰۳$ است که در سطح خطای $۰/۰۵$ معنی‌دار می‌باشند. آماره F برابر $۴/۷۱$ و p -value برابر $۰/۰۰۰۱$ بیان می‌کند که این آماره در سطح خطای $۰/۰۱$ معنی‌دار است. ضریب R^2 تعدیل‌شده نشان می‌دهد که متغیرهای توضیحی می‌توانند $۴/۵۰\%$ از کل تغییر در ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده را توضیح دهند.

جدول شماره (۷): نتایج آزمون تحلیل رگرسیون در خصوص ضرایب هر یک از متغیرهای مستقل فرضیه دوم تحقیق

a + نسبت کل بدهی بر دارایی β_3 + نسبت بدهی بلندمدت بر دارایی β_2 + نسبت بدهی کوتاه بر دارایی β_1			
REVA =			
متغیر توضیحی	ضریب متغیر	آماره t	p-value
مقدار باقی‌مانده (a)	-۰,۰۱۴	-۱,۰۱	۰,۳۵
نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر دارایی	۰,۰۸۹	۲,۵۲	۰,۰۲
نسبت بدهی بلندمدت بر دارایی	-۰,۰۱۷	-۰,۷۵	۰,۰۸
نسبت کل بدهی بر کل دارایی	۰,۱۲	۲,۶۳	۰,۰۰۳
آماره F	۴/۷۱		
p-value	۰/۰۰۰۱		
R^2 تعدیل‌شده	۰/۰۴۵		
Durbin-Watson	۱/۸۸		

از نظر آزمون خودهمبستگی بین مشاهدات، چنان‌چه مقدار آماره "دوربین - واتسن" نزدیک به عدد ۲ باشد می‌توان بیان داشت که خودهمبستگی بین مشاهدات وجود نخواهد داشت یا به عبارت دیگر، جزء خطای یک مشاهده تحت تأثیر جزء خطای مشاهده دیگر نمی‌باشد آماره دوربین - واتسون بیانگر وجود عدم خودهمبستگی بین متغیرهای مستقل و وابسته تحقیق است. بنابراین با در نظر گرفتن تأیید فرضیه تحقیق می‌توان گفت، از بین متغیرهای مستقل ساختار سرمایه دو متغیر نسبت بدهی کوتاه‌مدت بر دارایی و نسبت کل بدهی بر کل دارایی می‌توانند ارزش افزوده اقتصادی تعدیل‌شده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را پیش‌بینی کنند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

براساس نتایج تجزیه و تحلیل انجام شده در فرضیه اول تحقیق، رابطه مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده مشاهده شد. این یافته نتایج تحقیقات ارکنز و همکاران (۲۰۱۲)، ساماها و همکاران (۲۰۱۲)، موتاری و همکاران (۲۰۱۰) و هات و همکاران (۲۰۰۸) را تأیید می‌کند. در ایران نیز عابدی (۱۳۸۸)، رجبی و گنجی (۱۳۸۹)، ولی‌زاده (۱۳۹۱) و پورآقاجان و دوستعلی‌زاده (۱۳۹۳) به این نتیجه رسیدند که شرکت‌های با سطح راهبری شرکتی بالاتر از عملکرد بهتری برخوردار هستند. از دیدگاه نظری انتظار می‌رود که عملکرد شرکت با اعمال حاکمیت مناسب رابطه مستقیم داشته باشد زیرا حاکمیت اثربخش موجب می‌شود پیامدهای نامناسب ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران کاهش یافته و مدیران با توجه و دقت بیشتری در راستای منافع سهامداران حرکت کنند. اقدامات مفید و مؤثر مدیران موجب بهبود عملکرد شرکت و افزایش ثروت سهامداران خواهد شد. همچنین براساس نتایج تجزیه و تحلیل انجام شده در فرضیه دوم تحقیق، رابطه مثبت و معناداری بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده مشاهده شد. در ایران عنایتی (۱۳۹۰) به این نتیجه رسید که رابطه مثبت و معناداری بین ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده و ساختار سرمایه شرکت‌ها وجود دارد. وجود ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده به این دلیل است که ساختار سرمایه، ترکیب منابع وجوه بلندمدت مورد استفاده شرکت است و با توجه به هدف مدیر مالی که افزایش ثروت سهامداران است، هدف از تعیین ترکیب منابع مالی حداکثر کردن ثروت سهامداران می‌باشد. از نظر مدیر مالی، تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی شرکت اهمیت بسیار زیادی دارد؛ زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و ارزش کل شرکت تأثیر گذاشت. با توجه به نتایج به‌دست آمده از تحقیق، پیشنهادات زیر ارائه می‌شود:

- ۱- از آنجایی که نتایج حاصل از تحقیق نشان داد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش افزوده اقتصادی تعدیل شده شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد به سازمان بورس اوراق بهادار، به‌عنوان یک نهاد ناظر و سیاست‌گذار پیشنهاد می‌شود که تدوین آیین‌نامه‌های لازم در این زمینه را در دستور کار خود قرار داده و شرکت‌ها را ملزم به رعایت آن نماید.
- ۲- به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که شرکت‌ها را ملزم به افشای بیشتر درخصوص وضعیت حاکمیت شرکتی خود نماید.

منابع

۱. اولی، محمدرضا؛ قائمی اصل، مهدی؛ امین‌زادگان، سعیده؛ عظیمی، الناز؛ ۱۳۹۳، تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش افزوده اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مدیریت، دوره ۷، شماره ۲۱.
۲. بادآورنهندی، یونس؛ زینالی، مهدی؛ نیکویان، الهه؛ ۱۳۹۵، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارآیی اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۹.
۳. تمجیدی، نیما؛ فروزش، رضا؛ ۱۳۹۵، بررسی رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA) با سود هر سهم (EPS) در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۳۹۵، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره ۲، شماره ۱.
۴. جلالی جلال‌آبادی، مژگان؛ دستگیر، محسن؛ گوگردچیان، احمد؛ ۱۳۹۵، تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر شاخص واحد کارآیی مدیریت سرمایه در گردش در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی سال چهارم، شماره اول، شماره پیاپی (۱۲) بهار ۱۳۹۵. ۳۵.
۵. رجبی، روح‌الله؛ گنجی، عزیزالله؛ ۱۳۸۹، بررسی رابطه بین نظام راهبری و عملکرد مالی شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۲، شماره ۲.
۶. حسینی ازان‌آخاری، مهدی؛ ۱۳۸۵، ارتباط بین ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده و سود هر سهم و نسبت قیمت به سود، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی ص ۱ تا ۶۰.
۷. عابدی، ناهید؛ ۱۳۸۸، بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکت‌ها بر عملکرد آن‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد، دانشکده علوم انسانی، ص ۱۳ تا ۵۰.
۸. قنبری، فرحناز؛ ۱۳۸۶، بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی (گرایش مالی) دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد، ص ۴ تا ۱۶.

۹. گوینده، کمال؛ ۱۳۸۶، مقایسه محتوای اطلاعاتی ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده (REVA) در رابطه با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، مدیریت و علوم اجتماعی، ص ۱ تا ۲۰. ۶۳.
۱۰. مهدوی، غلامحسین؛ کمال، گوینده؛ ۱۳۸۸، رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱، شماره ۲. ۶۶.
۱۱. مهرانی، کاوه؛ صفرزاده، محمدحسین؛ ۱۳۹۰، تبیین ارتباط بین حاکمیت شرکتی و کیفیت سود با رویکرد بومی، دانش حسابداری، دوره ۲، شماره ۷. ۷۱.
۱۲. نیکبخت، محمدرضا؛ سیدی، عزیز؛ هاشم ابوالحسنی، روزبه؛ ۱۳۸۹، بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر عملکرد شرکت، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره دوم، شماره اول، ص ۲۷۰ تا ۲۷۱.
۱۳. ولی‌زاده، احمد؛ ۱۳۹۱، تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را بر عملکرد شرکت‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد دهقان.
۱۴. کمالیان، امین‌رضا؛ نیک‌نفس، علی‌اکبر، افشاری‌زاده، امید؛ غلامعلی‌پور، رضا؛ ۱۳۹۰، تعیین مهم‌ترین عوامل مؤثر بر رتبه افشای اطلاعات شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد بومی، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۱، ص ۱۴۴-۱۲۵.
15. Haat, M. H. C., Rahman, R. A., & Mahenthiran, S. 2008. Corporate governance, transparency and performance of Malaysian companies. *Managerial Auditing Journal*, 23(8).pp50-75.
16. Hasan, A., & Butt, S. A. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies." *International journal of business and management*, 4 (2) , 50-57.
17. Hussain, M. N. and Gull, S. (2011). Impact of Capital Structure on Stock Price of Cement Sector in Pakistan, *Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 3, No. 3, pp,778-798.
18. Mutairi, M .A., & Hasan, A. P.H. 2010 . The Effect of Corporate Governance, Corporate Financing Decision and Ownership Structure on Firm Performance: A Panel Data Approach from Kuwait Stock Exchange. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1716051>, pp 1-27.

19. Samaha,k., Dahawy,k., Hussainey,k., Stapleton,s.2012, The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. www.sciencedirect.com
20. Vijayakumaran,R. (2015).Capital structure decisions, agency conflicts, and corporate performance:evidence from Srilanka listed manufacturing firm.