

The Investigation of the Relationship between Corporate Governance Mechanisms and Value-based Financial Performance Measures

Hasanali Sinaei^۱
Ali Mehrabi^۲
Marjan Behfarnia^۳

Abstract

In this study, the relationship between corporate governance mechanisms (ownership concentration, institutional ownership, CEO duality, the size of the Board and kind of auditor) with value-based financial performance measures (market value added (MVA), economic value added (EVA), cash value added (CVA)) is investigated. The statistical population is composed of listed companies in Tehran Stock Exchange and the sample of study was selected using random sampling including ۱۰۱ firms for the period ۲۰۰۶ to ۲۰۱۱. The hypotheses were examined by multiple panel regression methods and research hypotheses were estimated in three separate models. The results of market value added model show that there is a significant negative relationship between ownership concentration, CEO duality and kind of audit mechanisms with market value added, while no relationship was found between institutional ownership and size of the board with market value added. EVA model results indicate a significant negative relationship between ownership concentration and CEO duality task with economic value added. In this model, no significant relationship was found between the measures of institutional ownership, size of the board and type of audit with economic value added. An examination of cash value added model indicates that there seems a positive relationship between ownership concentration, institutional ownership and the size of the Board with cash value added while there is no relationship between CEO duality and cash value added.

^۱. Associate Professor, Department of Management, Shahid Chamran University, Corresponding Author, Ha_sinaei@yahoo.com

^۲. Assistant Professor, Department of Management, Shahid Chamran University, a.mehrabi@gmail.com

^۳. Master Business Management, Department of Management, Shahid Chamran University, marjan.behfarnia@gmail.com

Keywords: Mechanisms of corporate governance, value-based financial performance, market value added, economic value added, cash value added.

JEL: G۳۴, L۲۵, G۳۰

بررسی ارتباط میان ساز و کارهای راهبری شرکتی و معیارهای عملکرد مالی ارزش محور

حسنعلی سینایی^{۲۶}، علی مهرابی^{۲۷} و مرجان بهفرنیا^{۲۸}

چکیده

در این پژوهش ارتباط میان ساز و کارهای راهبری شرکتی با معیارهای عملکرد مالی مبتنی بر ارزش، مورد بررسی قرار گرفته است. جامعه آماری مورد مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و نمونه پژوهش با استفاده از نمونه‌گیری تصادفی انتخاب شده است که ۱۰۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۳ تعیین شد. به منظور آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندگانه پانل استفاده شده است و فرضیه‌های پژوهش با استفاده از سه مدل جداگانه مورد تخمین قرار گرفتند. نتایج مدل ارزش افزوده بازار نشان می‌دهد که میان معیارهای تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نوع حسابرس با ارزش افزوده بازار ارتباط منفی معناداری وجود دارد، اما میان اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده بازار ارتباطی مثبت وجود دارد. نتایج مدل ارزش افزوده اقتصادی حاکی از وجود ارتباط منفی میان تمرکز مالکیت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش افزوده اقتصادی است. در این مدل میان معیارهای مالکیت نهادی، اندازه هیأت مدیره و نوع حسابرس با ارزش افزوده اقتصادی رابطه‌ای وجود ندارد. تخمین مدل ارزش افزوده نقدی نشان می‌دهد که معیارهای تمرکز مالکیت و اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده نقدی ارتباط مثبت معنی داری دارد و میان نوع حسابرس با ارزش افزوده نقدی ارتباط منفی معناداری وجود دارد، در حالی که میان معیار دوگانگی وظیفه مدیرعامل و مالکیت نهادی با ارزش افزوده نقدی رابطه‌ای وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی ارزش محور، ارزش افزوده بازار،

ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقدی

طبقه‌بندی موضوعی: G34, L25, G30

۲۶. دانشیار گروه مدیریت دانشگاه شهید چمران اهواز، نویسنده مسول (Ha_sinaei@yahoo.com)

۲۷. ستادیار گروه مدیریت دانشگاه شهید چمران اهواز (a.mehrabi@gmail.com)

۲۸. کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، گروه مدیریت، دانشگاه شهید چمران اهواز (marjan.behfarnia@gmail.com)

مقدمه

حوادث گسترده مالی اخیر در شرکت‌هایی چون انرون^۱، ورلد کام^۲، آدلفی^۳، تیکو^۴ و افزایش بحران‌ها و جرایم مالی در موارد مشابه دیگر در سطح جهان، مربوط به مسئله نمایندگی و در سایه ضعف حاکمیت شرکتی می‌باشد (بادآورنهدی، ۱۳۹۱، ص ۲؛ سیتاک^۵ و همکاران، ۲۰۱۲، ص ۲۲۴). در واقع به دنبال جدایی مالکیت از مدیریت، قراردادی میان مدیران و سهامداران شرکت‌ها بر پایه تئوری نمایندگی شکل می‌گیرد. در این قرارداد، سهامداران، اداره امور شرکت را به نمایندگان (مدیران) می‌سپارند و در مقابل، حق پاسخ‌خواهی در خصوص عملکرد مدیران را برای خود حفظ می‌کنند. در این قراردادها همواره این امکان وجود دارد که مدیران منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند که این امر موجب بروز تضاد منافع در روابط نمایندگی می‌شود. از سوی دیگر، سهامداران برای اطمینان از عملکرد مدیران در راستای منافع آنها، متحمل هزینه‌هایی می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود (مقدم و مؤمنی یانسری، ۱۳۹۱، ص ۱۲۴). بر همین اساس، برای کاهش جرایم مالی و بهبود عملکرد شرکت‌ها باید سازوکارهای نظارتی ایجاد شود تا با اجرای آن، فاصله ایجاد شده بین مالکیت و مدیریت کاهش یابد. از جمله چنین سازوکارهای نظارتی، طراحی و اجرای نظام حاکمیت شرکتی در شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی است (قائمی و شهریاری، ۱۳۸۸، ص ۱۱۴). همچنین با توجه به موج جهانی خصوصی‌سازی و ضرورت اجرای اصل ۴۴ قانون، دستیابی به نتایج قابل اطمینان و یکسان در این زمینه و تدوین و بکارگیری اصول نظام راهبری شرکتی در کشور ما نیز برای توسعه بازار سرمایه، مهم و اجتناب‌ناپذیر است.

برخی از مطالعات به بررسی ارتباط بین سازوکارهای راهبری شرکتی و عملکرد مالی در شرکت‌ها پرداخته‌اند. در هر یک از این مطالعات، معیارهای عملکرد متفاوتی در ارتباط با حاکمیت شرکتی مورد استفاده قرار گرفته است. به طور کلی دو گروه معیارهای عملکرد مالی می‌توان در نظر گرفت: گروه نخست، معیارهای عملکرد حسابداری محور سنتی مانند بازده دارایی‌ها (ROA) و بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و ... می‌باشد و گروه دوم، معیارهای عملکرد مالی ارزش‌محور است که شامل معیارهای ارزش افزوده نقدی (CVA)^۶، ارزش افزوده اقتصادی (EVA)^۷ و ارزش افزوده بازار (MVA)^۸ می‌باشد

۱. Enron

۲. Worldcom

۳. Adelphi

۴. Tyco

۵. Citak

۶. Cash Value Added

۷. Economic Value Added

(MVA) می‌باشد (سیتاک و همکاران، ۲۰۱۲). در شاخص‌های سنتی ارزیابی عملکرد فقط به سود حسابداری توجه می‌شود و هزینه منابع سرمایه شرکت‌ها مورد توجه قرار نمی‌گیرد (طالب‌نیا و شجاع، ۱۳۹۰، ص ۴۸). این معیارها برای کمک به تصمیم‌گیری در شرایط فعلی کافی نیست که سرعت تغییرات زیاد است و رقابت بسیار نزدیک میان بنگاه‌های اقتصادی وجود دارد. ضمن اینکه سهامداران همانند گذشته منتظر کسب بازده توسط مدیران نمی‌شوند، بلکه از مدیران می‌خواهند تدابیری بیندیشند تا ارزش سرمایه‌گذاری آنها به بیشترین حد خود برسد (شهیک‌تاش و همکاران، ۱۳۹۱). زیرا به دلیل پیشرفت‌های صورت گرفته در تئوری مالی طی سال‌های اخیر، "بیشینه کردن ارزش" به عنوان هدف نهایی شرکت‌ها مورد توجه قرار گرفته است و ایجاد ارزش به عنوان هدفی مهم برای همه ذی‌نفعان تبدیل شده است. از این رو، معیارهای عملکرد شرکت‌ها تغییر یافته و معیارهای عملکرد مالی ارزش محور مورد توجه قرار گرفته‌اند (سیتاک و همکاران، ۲۰۱۲، ص ۲۲۶). بنابراین با توجه به سرعت زیاد تغییرات و رقابت بالا میان شرکت‌ها، در این مطالعه از معیارهای ارزش محور ارزیابی عملکرد یعنی ارزش افزوده نقدی (CVA)، ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش افزوده بازار (MVA) استفاده شده است. بنابراین برای اینکه ارزش شرکت برای سهامداران بیشینه شده و همچنین پاسخگویی و شفافیت بهبود یابد، شرکت‌ها ملزم به اجرای اصول حاکمیت شرکتی هستند. اجرای این سازوکارهای راهبری شرکتی به بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌انجامد. از این رو به بررسی ارتباط مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با معیارهای ارزش محور پرداخته شده است. ضمن اینکه ارتباط حاکمیت شرکتی با معیارهای نوین ارزش محور در داخل و خارج از کشور به ندرت مورد بررسی قرار گرفته است و از این جنبه با سایر پژوهش‌ها در این زمینه متفاوت می‌باشد.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

تعاریف داده شده برای حاکمیت شرکتی متنوع است اما به عنوان یک تعریف جامع می‌توان گفت که حاکمیت شرکتی، قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌هایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود (حساس یگانه، ۱۳۸۵). نظام حاکمیت شرکتی با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و همچنین اهداف جمعی و فردی سر و کار دارد و موجب ترغیب بکارگیری کارآمد منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه

مباشرت برای اداره منابع شرکت می‌شود (قالیباف اصل و رضایی، ۱۳۸۶، ص ۳۴). در واقع نظام راهبری شرکتی بیش از هر چیز، حیات بنگاه اقتصادی در دراز مدت را هدف قرار داده و در صدد حمایت از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌هاست (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸، ص ۷۷). نظام حاکمیت شرکتی دارای سازوکارهای گوناگونی است که ما در این مقاله به بررسی ارتباط برخی از آنها با عملکرد پرداخته‌ایم. این مکانیزم‌ها عبارتند از: تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، نوع حسابرس.

تمرکز مالکیت: نقش تمرکز مالکیت در مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به طور وسیع در مطالعات متعددی مورد بحث قرار گرفته است. نظارتی که توسط سهامداران عمده صورت می‌گیرد، به کاهش مسائل نمایندگی کمک می‌کند (جنسن و مک‌لینگ، ۱۹۷۶). هر قدر سهم یک سهامدار از شرکت کمتر باشد، منافع حاصل از نظارت بر رفتار مدیر کمتر خواهد بود. بنابراین تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت طلبی مدیر را به همراه خواهد داشت. یعنی سهامداران عمده شرکت، از قدرت رأی‌دهی خود در جهت نظارت فعال بر عملیات شرکت و تصمیم‌گیری استفاده می‌نمایند (مشایخ و عبدالهی، ۱۳۹۰، ص ۷۳). البته خود تمرکز مالکیت می‌تواند گاهی مشکل‌ساز باشد و نه تنها تعارض بین مدیر و سهامداران را کاهش ندهد، بلکه موجب افزایش آن شود. زیرا سهامداران عمده^۱ اغلب به دنبال منافع خود بوده و در این جهت ممکن است منافع سهامداران جزء را نادیده گرفته و به گونه‌ای عمل کنند که حقوق آن‌ها را به نفع خود قبضه نمایند (شلیفر و ویشنی، ۱۹۹۷، ص ۷۳۹).

مالکیت نهادی: سرمایه‌گذاران نهادی به طور معمول با در اختیار داشتن درصد قابل توجهی از سهام شرکت‌ها و همچنین حرفه‌ای بودن در امر سرمایه‌گذاری، توان و انگیزه لازم برای نظارت بر شرکت‌ها را دارند (ابراهیمی کردلر و همکاران، ۱۳۸۹، ص ۳). نظارت بر شرکت توسط سرمایه‌گذاران نهادی می‌تواند رفتار مدیران را محدود کند. در واقع، سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ، فرصت، منابع و توانایی لازم به منظور نظارت و نظم بخشیدن و اعمال نفوذ بر مدیران را دارند و می‌توانند آنها را به تمرکز بیشتر بر عملکرد و کاهش رفتار فرصت‌طلبانه یا خودخواهانه وادار کنند (مشایخی و بزاز، ۲۰۰۸، ص ۶۱). اما فرضیه همراستایی استراتژیک بیان می‌کند که همکاری سهامداران نهادی و مدیران شرکت، منفعی را برای هر دو ایجاد می‌کند و این همکاری باعث

۱. Majority shareholders

کاهش نظارت و در نتیجه کاهش محتوای اطلاعاتی سود شده و سبب ارتباط منفی بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت می‌شود (عرب‌مازیار یزدی و علیزاده، ۱۳۹۰، ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۱).

دوگانگی وظیفه مدیرعامل: دوگانگی وظیفه مدیرعامل به حالتی اطلاق می‌شود که مدیرعامل، رئیس هیأت مدیره نیز باشد. جدایی نقش مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره به طور عمده مبتنی بر تئوری نمایندگی است (دالتون و همکاران، ۱۹۹۸). وجود هیأت مدیره به دلیل الزام مدیریت به پاسخگو بودن در قبال قدرت بسیار زیادی است که بدست آورده است. اگر رئیس هیأت مدیره و مدیرعامل یک شخص نباشد، مدیر به بدنه مدیریت پاسخگو می‌شود. بنابراین در جدایی نقش مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره اعتقاد بر این است که این امر به ارزیابی عینی تر مدیرعامل و ایجاد محیطی با پاسخگویی بیشتر می‌انجامد (مانکس و مینو، ۲۰۰۴). ریچنز و دالتون (۱۹۹۱) نیز از این دیدگاه حمایت و بیان می‌کنند که ترکیب نقش‌ها نشانه‌ای از قدرت مدیرعامل است که ممکن است اثر منفی بر عملکرد داشته باشد. بر اساس مطالعات جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶)، هیأت مدیره‌های هوشیار از ساختار تفکیک شده طرفداری می‌کنند. ترکیب نقش رهبری باعث می‌شود مدیر به قدرتی غیرقابل تقسیم دست یابد که به رفتارهای فرصت طلبانه و ناکارآمدی می‌انجامد و ثروت سهامداران را کاهش می‌دهد (هیئتینگالا، ۲۰۱۱، صص ۳۲-۳۰).

اندازه هیأت مدیره: فاما و جنسن (۱۹۸۳) اشاره می‌کنند که مهمترین کارکرد یک هیأت مدیره، کنترل هزینه نمایندگی حاصل از جدایی مالکیت و کنترل است. برخی صاحب‌نظران مانند دالتون و همکاران^۲ (۱۹۹۸) معتقدند که هیأت مدیره‌های بزرگ به دلیل تجربیات گوناگون در تصمیم‌گیری هیأت مدیره ارزشمند و مفید هستند. همچنین هیأت مدیره‌های بزرگتر در جلوگیری از شکست شرکت‌ها مؤثر هستند (مشایخی و بزاز، ۲۰۰۸، صص ۶۰). در مقابل الاینکا^۳ (۲۰۱۰) بیان می‌کند که هیأت مدیره‌های بزرگ اثربخشی کمتری دارند و کنترل آنها برای مدیرعامل آسان‌تر است. زمانی که هیأت مدیره خیلی بزرگ می‌شود، هماهنگی پردازش و حل و فصل مشکلات استراتژیک دشوار می‌شود (جاشوا و همکاران^۴، ۲۰۱۳، صص ۵۸).

نوع حسابرس: با افزایش تعارض‌های نمایندگی، میزان تقاضا برای کیفیت خدمات حسابرسی و اعتباردهی به اطلاعات افشا شده توسط مدیریت افزایش می‌یابد (مهدوی و همکاران، ۱۳۹۰، صص ۱۳۷). زیرا حسابرسی از ارکان اساسی فرایند پاسخگویی است و پاسخگویی مستلزم وجود

۱. Monks & Minow

۲. Dalton et al

۳. Olayinka

۴. Joshua et al

۴۶ راهبرد مدیریت مالی سال چهارم شماره سیزدهم، تابستان ۱۳۹۵

اطلاعات معتبر و اتکاپذیری است و اتکاپذیری اطلاعات مستلزم بررسی آنها توسط شخصی مستقل از تهیه کننده اطلاعات است. در واقع گزارش حسابرس مستقل، اعتماد سرمایه گذاران را افزایش داده، هزینه سرمایه را کمتر و ارزش شرکت را افزایش می دهد. از این رو، کیفیت حسابرس به طور مستقیم با حاکمیت شرکتی و سازوکارهای نظارتی رابطه معناداری دارد (سبزعلی پور و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۱۳۰). همچنین خوش نامی و شهرت نهاد حسابرسی تأثیر زیادی بر اعتماد و اعتبار اطلاعات و داده های حسابداری دارد. در مبانی تئوریک، اندازه مؤسسه حسابرسی تأثیر مستقیمی بر شهرت و اعتبار آن مؤسسه خواهد داشت (بادآور نهدی و همکاران، ۱۳۹۱، ص ۵).

جدول ۱. پیشینه پژوهش

متغیرها	نام پژوهشگران	نوع ارتباط
تمرکز مالکیت	سیتاک و همکاران (CVA) (۲۰۱۲)، حاجیها و قاسمپور فراهانی (۱۳۹۱)، شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱)، مشایخ و عبدالهی (۱۳۹۰)	مثبت
	صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷)، اونگور ^۱ (۲۰۱۱)، یورتگلو ^۲ (۲۰۰۰) و سیتاک و همکاران (MVA, EVA) (۲۰۱۲)	منفی
	دمستز و لن (۱۹۸۵)، دمستز و ویالونگا (۲۰۰۱)	عدم ارتباط
مالکیت نهادی	ویتیلیا و قرقاینا ^۳ (۲۰۱۲)، مرادی و همکاران (۱۳۸۷)، بادآور نهدی و همکاران (۱۳۹۱)، شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱)، ایزدی نیا و رسانیان (۱۳۸۹)، حاجیها و قاسمپور فراهانی (۱۳۹۱)	مثبت
	نمازی و کرمانی (۱۳۹۰)، عرب مازار یزدی و علیزاده (۱۳۹۰) و خدادادی و تاکر (۱۳۹۱)	منفی
	مدرس و همکاران (۱۳۸۸)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) و حسینی (۱۳۸۶)	عدم ارتباط
دوگانگی وظیفه مدیر	سیتاک و همکاران (۲۰۱۲)	مثبت
	علی گل و همکاران (۲۰۱۳)، فولادی چغادری (۲۰۱۱) و خدادادی و تاکر (۱۳۹۱)	منفی
	بادآور نهدی و همکاران (۱۳۹۱)، گو و کومارا (۲۰۱۲)، بالیگا (۱۹۹۶)، فخاری و همکاران (۱۳۹۱)	عدم ارتباط

۱. Ongore

۲. Yurtoglu

۳. Vintilia & Gherghina

بررسی ارتباط میان سازوکارهای راهبری شرکتی و... ۴۷

مثبت	ویتیلیا و قرقاینا (۲۰۱۲) و فوزی و لاک (۲۰۱۲)	اندازه هیأت مدیره
منفی	اوکانل و کرامر (۲۰۱۰)، گوست (۲۰۰۹) و گو و کومار (۲۰۱۰)	
عدم ارتباط	سیتاک و همکاران (۲۰۱۲)، آدجود و همکاران (۲۰۰۷)، کولز و همکاران (۲۰۰۱)، قباین (۲۰۱۲)، رشید و همکاران (۲۰۱۰)، فولادی چغادری (۲۰۱۱)، انصاری و همکاران (۱۳۹۱)	
مثبت	فرانسیس و سیمون (۱۹۸۷)، دی (۱۹۹۳)، یانگ جاناتان و لین (۱۹۹۳)، هوگان و جتر (۱۹۹۷)	نوع حسابرس
منفی	آذین فر (۱۳۸۶)، بکر و همکاران (۱۹۹۸)	
عدم ارتباط	بادآورنهدی و همکاران (۱۳۹۱)، قباین (۲۰۱۲)	

در جدول ۱، پیشینه پژوهش در بررسی ارتباط مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و عملکرد آورده شده است. در این جدول، مکانیزم‌های بکار رفته پژوهش و نوع ارتباط آنها (اعم از مثبت، منفی، عدم ارتباط) با معیارهای عملکرد در سایر مطالعات داده شده است که به دلیل کمبود پژوهش در زمینه ارتباط راهبری شرکتی و معیارهای ارزش محور به مطالعات صورت گرفته پیرامون ارتباط مکانیزم‌های راهبری شرکتی با معیارهای عملکرد سنتی نیز اشاره شده است.

فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش ۳ مدل جداگانه در نظر گرفته شده است که فرضیه‌های هر یک از مدل‌ها به صورت زیر است:

فرضیه‌های مدل ارزش افزوده بازار (MVA)

۱. بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده بازار، ارتباط معناداری وجود دارد.
۲. بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده بازار، ارتباط معناداری وجود دارد.
۳. بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش افزوده بازار، ارتباط معناداری وجود دارد.
۴. بین اندازه هیأت مدیره و ارزش افزوده بازار، ارتباط معناداری وجود دارد.
۵. بین نوع حسابرس و ارزش افزوده بازار، ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه‌های مدل ارزش افزوده اقتصادی (EVA)

۱. بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط معناداری وجود دارد.
۲. بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط معناداری وجود دارد.

۳. بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۴. بین اندازه هیأت مدیره و ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۵. بین نوع حسابرس و ارزش افزوده اقتصادی، ارتباط معناداری وجود دارد.
- فرضیه‌های مدل ارزش افزوده نقدی (CVA)
۱. بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده نقدی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۲. بین مالکیت نهادی و ارزش افزوده نقدی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۳. بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ارزش افزوده نقدی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۴. بین اندازه هیأت مدیره و ارزش افزوده نقدی، ارتباط معناداری وجود دارد.
 ۵. بین نوع حسابرس و ارزش افزوده نقدی، ارتباط معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

در این پژوهش متغیرهای مستقل مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و متغیرهای وابسته معیارهای عملکرد مالی ارزش محور می‌باشند و دو متغیر اندازه شرکت و اهرم مالی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده‌اند. نحوه محاسبه و نام این متغیرها در جدول ۲ داده شده است.

جدول ۲. متغیرهای پژوهش و نحوه سنجش آنها

نوع متغیر	نام متغیر	نحوه محاسبه متغیر	نماد متغیر
متغیرهای مستقل	تمرکز مالکیت	مجموع درصد مالکیت افراد یا موسسات با داشتن سهام بالاتر از ۱۰ درصد کل سرمایه شرکت	Owncon
	مالکیت نهادی	مجموع سهام یک شرکت سهامی که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان و نهادها و شرکت‌های دولتی باشد.	Insown
	دوگانگی وظیفه مدیرعامل	زمانی که مدیرعامل، رئیس هیأت مدیره باشد، عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود (متغیر موهومی).	Dual
	اندازه هیأت مدیره	لگاریتم تعداد اعضای هیأت مدیره	Bsize
	نوع حسابرس	اگر حسابرس سازمان حسابرسی باشد، عدد ۱ و در غیر اینصورت صفر می‌باشد.	Aud

بررسی ارتباط میان سازوکارهای راهبری شرکتی و... ۴۹

EVA	$EVA = NOPAT - (WACC \times Capital)$	ارزش افزوده اقتصادی	متغیرهای وابسته
MVA	(ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) - (ارزش بازار حقوق صاحبان سهام)	ارزش افزوده بازار	
CVA	هزینه سرمایه نقدی - سود نقدی عملیاتی پس از کسر مالیات	ارزش افزوده نقدی	
Fsize	لگاریتم کل دارایی‌ها	اندازه شرکت	متغیرهای کنترل
LR	تقسیم کل بدهی‌ها به دارایی‌ها	اهرم مالی	

در محاسبه ارزش افزوده اقتصادی، NOPAT^۱ = سود خالص عملیاتی بعد از مالیات، WACC^۲ = میانگین موزون هزینه سرمایه و Capital = سرمایه‌یبه‌کار گرفته شده می‌باشد (پتل^۳ و پتل ۲۰۱۲).

در این پژوهش با توجه به اینکه ۳ متغیر وابسته وجود دارد، از سه مدل رگرسیونی جداگانه برای تخمین‌ها استفاده شده است. بنابراین سه پانل ارزش افزوده بازار، ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی داریم. به این مدل‌ها در جدول ۳ اشاره شده است.

جدول ۳. مدل‌های پژوهش

فرمول رگرسیونی	نوع مدل
$+ \beta_1 (OWNCON_{it}) + \beta_2 (INSOWN_{it}) + \beta_3 (DUAL_{it}) + \beta_4 (BSIZE_{it}) + \beta_5 (AUD_{it}) + \beta_6 (FSIZE_{it}) + \beta_7 (LR_{it}) + \varepsilon_{it}$	مدل رگرسیونی ارزش افزوده بازار

۱. Net Operating Profit After Tax

۲. Weighted Average Cost of Capital

۳. Patel

$+ \beta_1(OWNCON_{it}) + \beta_2(INSOWN_{it}) + \beta_3(DUAL_{it}) + \beta_4(BSIZE_{it}) + \beta_5(AUD_{it}) + \beta_6(FSIZE_{it}) + \beta_7(LR_{it}) + \varepsilon_{it}$	مدل رگرسیون ارزش افزوده اقتصادی
$+ \beta_1(OWNCON_{it}) + \beta_2(INSOWN_{it}) + \beta_3(DUAL_{it}) + \beta_4(BSIZE_{it}) + \beta_5(AUD_{it}) + \beta_6(FSIZE_{it}) + \beta_7(LR_{it}) + \varepsilon_{it}$	مدل رگرسیون ارزش افزوده نقدی

جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است. به منظور انتخاب جامعه آماری هدف در این پژوهش، معیارهای زیر برای شرکت‌ها در نظر گرفته شده است:

۱. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده باشند و تا سال ۱۳۹۳ عضویت آن‌ها تداوم داشته باشد.
 ۲. دوره مالی شرکت منتهی به پایان سال شمسی باشد.
 ۳. جزء بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشند.
 ۴. اطلاعات مورد نیاز متغیرهای پژوهش در دسترس باشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق، حدود ۱۴۰ شرکت به عنوان جامعه آماری هدف پژوهش تعیین شد. در این مقاله از نمونه‌گیری تصادفی و برای تعیین تعداد نمونه از فرمول کوکران استفاده شده است.

$$n = \frac{\frac{Z^2 pq}{a^2}}{1 + \frac{1}{N}(\frac{Z^2 pq}{a^2} - 1)} \quad (1)$$

در این فرمول n : حجم نمونه، N : حجم جمعیت آماری، P : نسبتی از جمعیت که فاقد صفت معین هستند، q : نسبتی از جمعیت که فاقد آن صفت در جامعه هستند، d : مقدار خطای مجاز، Z : مقدار متغیر نرمال واحد استاندارد است. همانطور که در قسمت قبل گفته شد، N برابر با ۱۴۰ است. P و q برابر با ۰/۵ در نظر گرفته شد. D برابر با ۰/۰۵ در نظر گرفته شده است و Z در سطح اطمینان ۹۵ درصد برابر با ۱/۹۶ است. با جایگذاری اعداد در فرمول، حجم نمونه تقریباً برابر با ۱۰۳ شرکت می‌شود.

در این پژوهش برای گردآوری اطلاعات مربوط به ادبیات پژوهش از روش کتابخانه‌ای و کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین بهره گرفته شده است و استخراج داده‌های پژوهش از طریق مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های پیوست موجود در سایت اینترنتی "مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار"^۱ و استفاده از گزارش "نصمیم‌های مجمع عمومی عادی سالیانه" موجود در سایت کدال^۲ و همچنین مافزاره‌آوردنویین استفاده شده است. به منظور آزمون فرضیه‌ها با توجه به نوع داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل آماری موجود، از روش رگرسیون اقتصادسنجی داده‌های ترکیبی استفاده شده است. زیرا ارزش کمی متغیرهای مستقل و وابسته از یک سو، مربوط به شرکت‌های مختلف بوده و از سوی دیگر، دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۵ را در بر می‌گیرد. بدین معنی که داده‌ها هم مقطعی هستند و هم سری زمانی. به همین خاطر، در چنین حالتی برای حصول نتایج منطقی، از روش داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. برای آزمون فرضیه‌ها از نرم‌افزار Eviews^۶ استفاده شده است.

تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا در روش‌های اقتصادسنجی به بررسی مانایی متغیرها می‌پردازند. برای بررسی مانایی از آزمون مانایی لوین لین استفاده کردیم و از آنجایی که برخی متغیرها مانا نبودند، آزمون همجمعی گرفته شد و هر سه مدل همجمع بودند. بنابراین رگرسیون کاذب بدست نمی‌آید و می‌توان به آزمون فرضیه‌ها پرداخت.

قبل از تخمین مدل‌ها باید نوع مدل را با استفاده از آزمون‌های تشخیصی تعیین نمود. برای تعیین نوع مدل مورد استفاده در داده‌های ترکیبی از آزمون‌های مختلفی استفاده می‌شود. رایج‌ترین

۱. www.Rdis.ir

۲. www.Codal.ir

۵۲ راهبرد مدیریت مالی سال چهارم شماره سیزدهم، تابستان ۱۳۹۵

آنها، آزمون چاو^۱ است که از آن در گزینش مدل‌های مناسب‌تر داده‌های یکپارچه^۲ یا پنل برای آزمون فرضیه‌های پژوهش و تخمین مدل مناسب‌تر استفاده می‌شود. نتایج آزمون چاو برای هر سه مدل در جدول ۴ داده شده است. در سطح اطمینان ۹۵ درصد، فرضیه H_0 یعنی داده‌های یکپارچه (Pool) بودن رد می‌شود و داده‌ها در هر سه مدل پژوهش پنل می‌باشند. در واقع چون در هر سه مدل احتمال (prob) کمتر از ۰/۰۵ است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه H_0 رد و فرضیه H_1 یعنی پنل بودن داده‌ها پذیرفته می‌شود.

جدول ۴. نتایج آزمون چاو

نتیجه	prob	آماره F	مدل
رد H_0	۰/۰۰۰۰	۶/۹۴۷۵۱۹	MVA
رد H_0	۰/۰۰۷۱	۱/۴۴۸۲۸۰	EVA
رد H_0	۰/۰۲۵۹	۱/۳۴۲۷۵۶	CVA

با توجه به نتایج بدست آمده، باید برای تعیین نوع مدل پنل مورد نیاز در تخمین، آزمون هاسمن برای هر سه مدل به کار رود تا تشخیص داده شود که مدل از نوع اثر تصادفی است یا مدل اثر ثابت می‌باشد. نتایج آزمون هاسمن در جدول ۵ آورده شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن

نتیجه	معناداری	درجه آزادی	آماره خی دو	مدل
رد H_0	۰/۰۰۰	۷	۱۸۲/۷۶۶۳۷۸	MVA
رد H_0	۰/۰۰۰	۷	۵۹/۷۱۳۹۹۷	EVA
رد H_0	۰/۰۰۰	۷	۶۹/۶۷۳۲۵۹	CVA

۱. Chow

۲. Pooled models

همانطور که ملاحظه می شود، معناداری در هر سه حالت صفر است و این بدین معنی است که در سطح اطمینان ۹۹ درصد فرض H_0 به عنوان فرض مدل اثر تصادفی رد و فرض H_1 یعنی مدل اثر ثابت پذیرفته می شود. بدین ترتیب تمامی مدل های در نظر گرفته شده را می بایست به صورت مدل اثر ثابت در نظر گرفت.

جدول ۶. نتایج برآورد مدل ارزش افزوده بازار

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری (prob)
owncon	-۰/۲۰۹۳۱۹	۰/۱۰۳۹۳۶	-۲/۰۱۳۹۲۳	۰/۰۴۵۴
insown	-۰/۳۱۷۵۸۵	۰/۰۱۸۹۹۸	-۱۶/۷۱۷۰۲	۰/۰۰۰۰
dual	-۲۵۳/۱۹۰۸	۳۴/۴۷۵	-۷/۳۴۴۱۸۶	۰/۰۰۰۰
bsize	۱۱۴/۷۷۱۸	۵۷/۱۱۸۰۳	۲/۰۰۹۳۷۹	۰/۰۴۵۹
aud	-۷/۵۲۴۵۶۷	۲/۹۱۷۱۲	-۲/۵۷۹۴۵	۰/۰۱۰۶
fsize	۳۷/۹۴۲۸	۸/۰۴۷۶۱۹	۴/۷۱۴۷۸۵	۰/۰۰۰۰
lr	-۲۹/۹۸۵۴۸	۷/۱۹۳۷۶	-۴/۱۷۰۲۲۴	۰/۰۰۰۰
کل مدل رگرسیون	آماره F	معناداری F	آماره دوربین و اتسون	ضریب تعیین R^2
	۴۲/۱۷۸۶۱	۰/۰۰۰۰	۲/۱۷	۰/۹۵

پس از انجام آزمون های چاو و هاسمن و انتخاب مدل اثر ثابت به تخمین مدل می پردازیم. نتایج برآورد مدل در جدول ۶ نشان داده شده است. آماره R^2 ضریب تعیین و بیانگر قدرت توضیح دهندگی مدل و برابر با ۹۵ درصد است. این بدین معنی است که ۹۵ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل توضیح داده شده است. آماره R^2 برای این مدل در سطح بالایی بوده و حاکی از قدرت توضیح دهندگی خوب مدل می باشد. آماره F بیانگر معناداری کل رگرسیون است. با توجه به اینکه معناداری این آماره صفر شده است، فرضیه رد می شود که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می توانند صفر باشند و کل رگرسیون معنی دار است. دوربین و اتسون بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطای مدل و برای تشخیص خودهمبستگی مرتبه نخست

است. هر چه نزدیک تر بودن این آماره به عدد ۲ بهتر و بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، خودهمبستگی وجود ندارد. آماره دورین واتسون در این مدل ۲/۱۷ است که در محدوده مطلوب قرار گرفته است. نتایج تخمین مدل نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت با ارزش افزوده بازار در سطح اطمینان ۹۵ درصد ارتباط معناداری دارد. زیرا معناداری (prob) کمتر از ۰/۰۵ است. ارتباط منفی حاکی از این است که با افزایش تمرکز مالکیت، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد. مالکیت نهادی با ارزش افزوده بازار ارتباط منفی دارد. بدین معنی که با افزایش درصد مالکیت نهادی، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد. دوگانگی وظیفه مدیرعامل نیز دارای ارتباط منفی معنادار است. بدین معنی که اگر مدیرعالی سازمان و رئیس هیأت مدیره یک شخص باشد، عملکرد کاهش می‌یابد و با جدایی این دو نقش، عملکرد افزایش می‌یابد. اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده بازار ارتباط مثبت معنادار دارد و بیانگر این است که با افزایش تعداد اعضای هیأت مدیره، عملکرد بهبود می‌یابد. مرجع حسابرسی با ارزش افزوده بازار ارتباط منفی معناداری دارد. یعنی اگر مرجع سازمان حسابرسی (مرجع دولتی) و نوع حسابرس بزرگ باشد، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد. اندازه شرکت به عنوان متغیر کنترل با ارزش افزوده بازار در سطح اطمینان ۹۹ درصد دارای ارتباط مثبت است. این بدین معنی است که بزرگ‌تر بودن اندازه شرکت بر معیار ارزش افزوده بازار تأثیر مثبت دارد و آن را افزایش می‌دهد. متغیر کنترل اهرم مالی با ارزش افزوده بازار دارای ارتباط مثبت معناداری است. یعنی هرچه اهرم مالی افزایش یابد، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد.

مدل ارزش افزوده اقتصادی نیز از نوع مدل پنل و اثر ثابت است و به صورت اثر ثابت این مدل تخمین زده شده است که نتایج آن در جدول ۶ آورده شده است. همانطور که در جدول ملاحظه می‌شود، ضریب تعیین ۲۷ درصد است. یعنی ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل توضیح داده شده است. دورین واتسون در این حالت ۱/۶۶ و در محدوده مطلوب بین ۱/۵ تا ۲/۵ است که نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی بین اجزای خطا می‌باشد. آماره F (که نشان‌دهنده معناداری کل رگرسیون است) بیان می‌دارد که کل رگرسیون معنادار است. زیرا احتمال آن کمتر از ۵ درصد است.

همانگونه که در جدول مشاهده می‌شود، تمرکز مالکیت با ارزش افزوده اقتصادی دارای ارتباط منفی و معناداری در سطح اطمینان ۹۵ درصد است و زمانی که تمرکز مالکیت افزایش یابد، ارزش افزوده اقتصادی کاهش می‌یابد. دوگانگی مسئولیت مدیر عالی سازمان که مدیر عالی و رئیس هیأت مدیره یک شخص باشد، با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط منفی دارد. بدین معنی که وقتی یک شخص، هر دو پست را همزمان بر عهده داشته باشد، ارزش افزوده اقتصادی کاهش

بررسی ارتباط میان سازوکارهای راهبری شرکتی و... ۵۵

می‌یابد. اما یافته‌های تحلیل نشان‌دهنده عدم وجود ارتباط میان متغیرهای اندازه هیأت مدیره، مالکیت نهادی و مرجع حسابرسی با ارزش افزوده اقتصادی است. متغیر کنترلی اندازه شرکت با ارزش افزوده اقتصادی در سطح ۱۰ درصد دارای ارتباط مثبت است و با افزایش اندازه شرکت ارزش افزوده اقتصادی افزایش می‌یابد. اما اهرم مالی با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معناداری ندارد.

جدول ۷. نتایج برآورد مدل ارزش افزوده اقتصادی

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری (prob)
owncon	-۰/۹۴۱۲	۰/۳۰۴۹۶	-۲/۴۷۳۶۰۹	۰/۰۱۳۸
insown	۰/۰۵۹۸۷۱	۰/۲۹۶۴۴۷	۰/۲۰۱۹۶	۰/۸۴۰۱
dual	-۳۹/۹۶۰۴	۱۶/۵۸۰۴۶	-۲/۴۱۰۰۸۸	۰/۰۱۶۴
bsize	۱۹/۲۸۰۳	۶۲/۳۹۷۲۶	۰/۳۰۸۹۹۳	۰/۷۵۷۵
aud	۰/۸۱۹۰۷۵	۱۳/۴۲۳۸۹	۰/۰۶۱۰۱۶	۰/۹۵۱۴
fsize	۳۰/۸۶۰۰۶	۱۶/۹۱۴۴۷	۱/۸۲۴۴۷۷	۰/۰۶۸۸
lr	-۱۵/۷۹۹۹	۲۰/۶۴۳۶۶	-۰/۷۶۵۳۶۳	۰/۴۴۴۵
کل مدل رگرسیون	آماره F	معناداری F	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین R^2
	۱/۴۱۹۱۵۲	۰/۰۰۸۸۰۵	۱/۶۶	۰/۲۷

مدل ارزش افزوده نقدی نیز با توجه به آزمون‌های تشخیصی به صورت اثر ثابت تعیین و تخمین زده شده است و نتایج تخمین مدل در جدول ۸ آورده شده است. مدل برآوردی دارای ضریب تعیین ۷۱ درصد و نشان‌دهنده قدرت بالای توضیح‌دهندگی مدل است. این بدین معنی است که ۷۱ درصد تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیر مستقل توضیح داده شده است. در این مدل، دوربین واتسون برابر با ۲/۰۸ و حاکی از عدم وجود خود همبستگی مدل و بسیار نزدیک به ۲ است. نتایج نشان می‌دهد که مدل برآوردی از نظر شاخص‌های آماری در وضعیت مناسبی قرار دارد. آماره F بیانگر معناداری کل رگرسیون است. به عبارتی این فرضیه رد می‌شود که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می‌توانند صفر باشند و کل رگرسیون معنی دار است.

یافته‌های پژوهش حاکی از این است که تمرکز مالکیت در سطح ۱ درصد دارای ارتباط مثبت با ارزش افزوده نقدی است. بدین معنی که با افزایش تمرکز مالکیت، ارزش افزوده نقدی نیز افزایش می‌یابد. اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده نقدی دارای رابطه معنادار و مثبت است. در سطح ۵ درصد اگر تعداد اعضای هیأت مدیره افزایش یابد، معیار عملکرد ارزش افزوده نقدی نیز افزایش می‌یابد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که مرجع حسابرسی دولتی بر ارزش افزوده نقدی اثر منفی معنی‌داری دارد. یعنی اگر سازمان حسابرسی به عنوان حسابرس شرکت باشد، ارزش افزوده نقدی کاهش می‌یابد. اما از میان متغیرهای این مدل، میان دوگانگی وظیفه مدیر عالی سازمان و مالکیت نهادی با ارزش افزوده نقدی ارتباطی وجود ندارد. متغیرهای کنترلی این مدل یعنی اندازه شرکت و اهرم مالی، ارتباط معکوس با ارزش افزوده نقدی دارند. بدین معنی که در سطح ۱ درصد، با افزایش اندازه شرکت و اهرم مالی، ارزش افزوده نقدی کاهش می‌یابد.

جدول ۸. نتایج برآورد مدل ارزش افزوده نقدی

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری (prob)
owncon	۰/۰۸۵۴۸۵	۰/۰۲۲۳۳۱	۳/۸۲۸۱۷۴	۰/۰۰۰۱
insown	۰/۰۱۰۴۷۲	۰/۰۱۰۳۱۷	۱/۰۱۴۹۳۸	۰/۳۱۰۸
dual	-۰/۲۲۵۹۴	۰/۸۴۶۲۳۴	-۰/۲۶۶۹۹۹	۰/۷۸۹۶
bsize	۴/۶۶۳۲۴۸	۲/۰۷۸۵۷۷	۲/۲۴۳۴۸	۰/۰۲۵۴
aud	-۰/۲۸۱۷۳	۰/۱۴۴۹۷۳	-۱/۹۴۳۳۲۶	۰/۰۵۲۷
fsize	-۱/۳۲۶۴۶	۰/۳۰۰۹۲۴	-۴/۴۰۷۹۵۴	۰/۰۰۰۰
lr	-۳/۳۷۹۹۳	۰/۶۳۴۱۳۷	-۵/۳۲۹۹۷۴	۰/۰۰۰۰
کل مدل رگرسیون	آماره F	معناداری F	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین R^2
	۹/۰۸۵۳۳۱	۰/۰۰۰۰	۲/۰۸	۰/۷۱

نتیجه گیری و بحث

به دلیل اینکه مفهوم ارزش افزوده بازار از ارزش افزوده اقتصادی حاصل می‌شود، به نتایج مشابهی تقریبی در این دو مدل دست یافته ایم. همانگونه که در قسمت قبل دیده شد، تمرکز مالکیت با ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی دارای ارتباط منفی است. با توجه به این موضوع که تمرکز مالکیت در ایران بالاست و ساختار مالکیت بسیار متمرکزی وجود دارد، این امر

می‌تواند دلیلی بر این موضوع باشد که سهامداران عمده شرکت به دنبال منافع خود بوده و منافع سهامداران خرد را نادیده بگیرند و از این طریق تأثیر منفی بر ارزش شرکت داشته باشند. این امر مطابق با یافته‌های صادقی شریف و پنجه شاهی (۱۳۸۷)، اونگور (۲۰۱۱)، یورتگلو (۲۰۰۰) و سیتاک و همکاران (۲۰۱۲) است.

در مدل ارزش افزوده نقدی به دلیل تفاوت حدودی جنس این معیار با دو معیار دیگر، نتایج متفاوتی به دست آمده است. نتایج این مدل نشان می‌دهد که بین تمرکز مالکیت و ارزش افزوده نقدی ارتباط مثبت وجود دارد. یعنی با متمرکز بودن مالکیت، نظارت بر جریان‌های نقدی و ارزش افزوده نقدی افزایش می‌یابد. تمرکز در سهام، نظارت بیشتر بر رفتار مدیر و کاهش فرصت‌طلبی را به همراه خواهد داشت و این امر به شکل بالقوه می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش مؤسسه را افزایش دهد. این نتیجه مشابه با نتایج سیتاک و همکاران (۲۰۱۲)، حاجیها و قاسمپور فراهانی (۱۳۹۱)، شهیکی تاش و همکاران (۱۳۹۱)، مشایخ و عبدالهی (۱۳۹۰) است. مالکیت نهادی با ارزش افزوده بازار دارای ارتباط منفی می‌باشد. فرضیه همراستایی استراتژیک بیان می‌کند که همکاری سهامداران نهادی و مدیران شرکت، منفعی را برای هر دو ایجاد می‌کند و این همکاری باعث کاهش نظارت می‌شود که ممکن است به کاهش محتوای اطلاعاتی سود بینجامد و سبب ارتباط منفی بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت شود (عرب‌مازیار یزدی و علیزاده، ۱۳۹۰، ستایش و ابراهیمی، ۱۳۹۱). این نتیجه مشابه با نتایج نمازی و کرمانی (۱۳۹۰)، عرب‌مازار یزدی و علیزاده (۱۳۹۰) و خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) است. اما مالکیت نهادی با ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده نقدی دارای ارتباط معناداری نیست.

از دلایل رد این فرضیه می‌توان به این موارد اشاره کرد: ۱) عدم انگیزه و یا تأثیر سهامداران نهادی برای دخالت در امور شرکتها به دلیل عدم رعایت حقوق سهامداران در ایران. ۲) وابستگی عمده سهامداران نهادی به دولت و مؤسسه‌های شبه دولتی که موجب کاهش انگیزه و نظارت مؤثر می‌شود. ۳) عدم تقسیم مالکین نهادی به گروه‌های فعال و منفعل. ۴) عدم انگیزه سهامداران نهادی به دلیل وقت‌گیر و پرهزینه بودن دخالت در امور شرکتها.

برخی از مطالعات انجام گرفته در ایران توسط مدرس و همکاران (۱۳۸۸)، حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۸) و حسینی (۱۳۸۶) نیز حاکی از عدم وجود رابطه بین مالکیت نهادی و عملکرد می‌باشند. دوگانگی وظیفه مدیر عالی سازمان با ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی دارای ارتباط منفی است. ریچتر و دالتون (۱۹۹۱) نیز از این دیدگاه حمایت کرده و بیان می‌دارند که

ترکیب نقش‌ها نشانه‌ای از قدرت مدیرعامل است و نظارت مدیریت بر هیأت مدیره بی‌تأثیر می‌شود. زیرا ترکیب نقش رهبری، به مدیرعامل اختیاری رسمی داده می‌شود که قدرتی غیرقابل تقسیم دارد و به رفتارهای فرصت‌طلبانه و ناکارآمد می‌انجامد که ثروت سهامداران را کاهش می‌دهد. این نتیجه با نتایج علی گل و همکاران (۲۰۱۳) و فولادی چغادری (۲۰۱۱)، خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) سازگار است. اما دوگانگی وظیفه مدیرعامل با ارزش افزوده نقدی ارتباطی ندارد. به عبارتی مسئولیت یک شخص برای هر دو پست سازمانی مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره تأثیری بر افزایش یا کاهش ارزش افزوده نقدی ندارد. این نتیجه با نتایج بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۱)، گو و کومارا (۲۰۱۲)، بالیگا (۱۹۹۶)، فخاری و همکاران (۱۳۹۱) مشابه است. از دلایل رد این فرضیه می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: ۱) تمرکز مالکیت دولتی ممکن است باعث عدم تأثیرگذاری تفکیک نقش‌ها شود. ۲) عدم پاسخگویی در هر دو حالت ترکیب یا تفکیک نقش‌ها می‌تواند باعث رد این فرضیه شده باشد. بین اندازه هیأت مدیره با ارزش افزوده نقدی و ارزش افزوده بازار ارتباط مثبت وجود دارد. در واقع هرچه اندازه هیأت مدیره بزرگتر باشد، نظارت افزایش یافته و ارزش حاصل از جریان‌های نقدی افزایش می‌یابد. این نتایج با نتایج پژوهش‌های وینتیلیا و قرقاینا (۲۰۱۲) و فوزی و لاک (۲۰۱۲) سازگار است. اما میان اندازه هیأت مدیره ارزش افزوده اقتصادی ارتباطی وجود ندارد. این نتایج با نتایج سیتاک و همکاران (۲۰۱۲)، آدجود و همکاران (۲۰۰۷)، کولز و همکاران (۲۰۰۱)، قباین (۲۰۱۲)، رشید و همکاران (۲۰۱۰)، فولادی چغادری (۲۰۱۱)، انصاری و همکاران (۱۳۹۱) سازگار است. دلایل رد این فرضیه می‌تواند عواملی مانند موارد زیر باشد:

۱) کوچک بودن اندازه هیأت مدیره‌ها در ایران. ۲) طبق گزارش مرکز ترویج حاکمیت شرکتی بیشتر اعضای هیأت مدیره‌ها امضاکنندگان صرف هستند. مرجع حسابرسی بر ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده نقدی تأثیر منفی می‌گذارد. این امر نشان می‌دهد که وقتی مرجع حسابرسی دولتی است، ارزش افزوده بازار کاهش می‌یابد. با توجه به اینکه بیشتر شرکت‌های بورسی ایران دارای تمرکز مالکیت دولتی و یا شبه‌دولتی می‌باشند، حسابرسی تحت تأثیر نوع مالکیت قرار گیرد و تأثیر منفی بر عملکرد می‌گذارد. از سوی دیگر، سازمان حسابرسی دارای مرجع دولتی است. به همین دلیل به نهادی پاسخگو نیست، اما گزارش‌های مؤسسه‌های حسابرسی عضو جامعه حسابداران رسمی در کنترل کیفیت مورد بررسی دقیق قرار می‌گیرد که این امر نیز ممکن است در منفی شدن ارتباط نوع حسابرس و عملکرد مالی مؤثر باشد. این نتیجه مشابه با نتایج آدین فر (۱۳۸۶) و بکر و

همکاران (۱۹۹۸) است. اما میان مرجع حسابرسی با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط معناداری وجود ندارد. نتایج پژوهش بادآورنده و همکاران (۱۳۹۱) نیز نشان می‌دهد که ارتباطی بین نوع حسابرسی و ارزش افزوده اقتصادی وجود ندارد. عوامل تأثیرگذار در عدم ارتباط بین نوع حسابرسی و ارزش افزوده اقتصادی به شرح زیر می‌باشند:

۱) مالکیت گسترده دولتی در شرکت‌های سهامی ایران، ممکن است در بدست آمدن این نتیجه دخیل باشد. ۲) شرایط تورمی ایران بر ارزش افزوده اقتصادی تأثیرگذار است و ممکن است باعث تحریف نتایج آن شود. ۳) موهومی بودن متغیر نوع حسابرسی ممکن است در این نتیجه مؤثر باشد.

همانگونه که ملاحظه می‌شود، نتایج مدل‌های گوناگون با یکدیگر متفاوت است. دلیل تفاوت نتایج مدل‌ها در این است که این ۳ معیار با یکدیگر دارای تفاوت‌هایی هستند. ارزش افزوده بازار معیار خارجی ارزیابی عملکرد و از دیدگاه سرمایه‌گذار است. در حالیکه، ارزش افزوده اقتصادی معیاری درونی برای ارزیابی عملکرد است و ارزش افزوده نقدی بر وجوه نقد تأکید دارد. مبنای ارزش افزوده نقدی با ارزش افزوده اقتصادی و بازار متفاوت است. ارزش افزوده نقدی مبنای حسابداری نقدی و بر مبنای سود نقدی است و از صورت جریان وجوه نقد به دست می‌آید. اما ارزش افزوده بازار و ارزش افزوده اقتصادی بر مبنای سود تعهدی و با استفاده از صورت سود و زیان و ترازنامه بدست می‌آید.

با توجه به نتایج پژوهش ملاحظه می‌شود که سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر معیارهای ارزش محور تأثیر مثبت قابل توجهی نداشته است. یکی از دلایل ناکارآمدی این سازوکارهای راهبری شرکتی در ایران، عدم اطلاع و آگاهی سرمایه‌گذاران از حقوق خود و همچنین قابلیت‌های این معیارها برای ایجاد محیطی شفاف و پاسخگوست. براساس دلیل احتمالی دیگر، این اصول توسط شرکت‌ها به طور دقیق و اصولی، اجرا و پیاده‌سازی نشده است و در زمینه راهبری شرکتی باید در ایران فرهنگ‌سازی و آموزش و اطلاع‌رسانی صورت گیرد. بدین طریق شرکت با علم به اهمیت این اصول و پیاده‌سازی صحیح آنها در شرکت می‌تواند به هدف رعایت حقوق ذینفعان و از این طریق پیشرفت و بهبود عملکرد شرکت دست یابد.

منابع

- ابراهیمی کردلر، علی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی. (۱۳۸۹). «تأثیر نوع مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۸۵-۱۳۷۷)»، تحقیقات

۰ **عراهربردمدیریت مالی سال چهارم شماره سیزدهم، تابستان ۱۳۹۵**

- آذین فر، کاوه. (۱۳۸۶). «رابطه بین کیفیت حسابرسی و اندازه حسابرس»، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی.
- انصاری، عبدالمهدی، دری، مصطفی، ابراهیمی، خدیجه. (۱۳۹۱). «بررسی ارتباط معیارهای راهبری شرکتی و شاخص های ارزیابی عملکرد با توجه به معیار ارزش آفرینی»، *حسابداری و راهبری شرکتی (دهمین همایش ملی حسابداری ایران)*، تهران، دانشگاه الزهراء، جلد سوم، صص ۲۰-۱.
- ایزدی نیا، ناصر، رسائیان، امیر. (۱۳۸۹). «رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد»، *دانش حسابداری*، شماره ۱، صص ۷۲-۵۳.
- بادآور نهندی، یونس، برادران حسن زاده، رسول، حسین بابایی، قادر. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین برخی از مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی»، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۲، صص ۱۶-۱.
- حاجیها، زهرا، قاسمپور فراهانی، مریم. (۱۳۹۱). «بررسی تاثیر ساختار مالکیت بر ایجاد ارزش افزوده اقتصادی»، *مالیه و بازار سرمایه (دهمین همایش ملی حسابداری ایران)*، تهران، دانشگاه الزهراء، جلد هفتم، صص ۲۴-۱.
- حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۵). «حاکمیت شرکتی در ایران»، *نشریه حسابرس*، شماره ۳۲، صص ۳۲-۳۹.
- حساس یگانه، یحیی، رئیسی، زهره، حسینی، مجتبی. (۱۳۸۸). «رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، شماره ۱۳، صص ۱۰۰-۷۵.
- حسینی، سید مجتبی. (۱۳۸۶). «بررسی اثر میزان سهامداری نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- خدادادی، ولی، تاگر، رضا. (۱۳۹۱). «تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱۵، صص ۱۸۹-۱۶۸.

- سبزعلی پور، فرشاد، قیطاسی، روح اله، رحمتی، سلمان. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دقت پیش بینی سود»، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، شماره ۲، صص ۱۴۰-۱۲۳.
- ستایش، محمدحسین، ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر محتوای اطلاعاتی سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله دانش حسابداری*، شماره ۸، صص ۴۸-۳۱.
- شهیک تاش، محمدنبی، کاظمی، مهدی، امینی، موسی. (۱۳۹۱). «بررسی رابطه بین ساختار مالکیت و عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانی دیتا»، *مجله اقتصادی- دو ماهنامه بررسی مسائل و سیاست های اقتصادی*، شماره های ۹-۱۰، صص ۲۴-۵.
- صادقی شریف، جلال، کفاش پنجه شاهی، محمد. (۱۳۸۸). «تأثیر ترکیب سهامداران بر بازدهی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۶، شماره ۵۵، صص ۶۶-۵۱.
- طالب نیا، قدرت اله، شجاع، اسماعیل. (۱۳۹۰). «رابطه بین ارزش افزوده بازار (MVA) به سود حسابداری و نسبت ارزش افزوده اقتصادی (EVA) به سود حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله حسابداری مدیریت*، شماره ۸، صص ۶۰-۴۷.
- عرب مازیار یزدی، محمد، علیزاده، مجید. (۱۳۹۰). «ساختار مالکیت و رابطه بین ارزش افزوده اقتصادی (EVA) و ارزش ایجاد شده برای سهامداران (CVS)»، *چشم انداز مدیریت مالی*، شماره ۴، صص ۵۸-۴۵.
- = قائمی، محمدحسین، شهریاری، مهدی. (۱۳۸۸). «حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها»، *پیشرفت حسابداری دانشگاه شیراز*، شماره اول، صص ۱۲۸-۱۱۳.
- قالیباف اصل، حسن، رضایی، فاطمه. (۱۳۸۶). «بررسی تأثیر ترکیب هیأت مدیره بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *نشریه تحقیقات مالی*، شماره ۲، صص ۴۸-۳۳.
- مدرس، احمد، حسینی، مجتبی، رئیسی، زهره. (۱۳۸۸). «بررسی اثر سهامداران نهادی به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر بازده سهامداران شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۵، صص ۲۵۰-۲۲۳.

۲. گزارش مدیریت مالی سال چهارم شماره سیزدهم، تابستان ۱۳۹۵

- مرادی، محمد، حساس یگانه، یحیی، اسکندر، هدی. (۱۳۸۷). «بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت»، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۲.
- مشایخ، شهناز، عبدالهی، مهین. (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت و سیاست تقسیم سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *مجله پژوهش های حسابداری مالی*، شماره ۴، صص ۷۱-۸۶.
- مقدم، عبدالکریم، مؤمنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۱). «بررسی تأثیر برخی ویژگی های نظام راهبری شرکت بر تصمیم های ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۹، شماره ۲، صص ۱۳۶-۱۲۳.
- مهدوی، غلامحسین، منفرد مهارلوئی، محمد، ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۰). «بررسی تأثیر نظام راهبردی شرکتی بر اندازه مؤسسه حسابرسی منتخب شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره ۱۳، صص ۱۵۵-۱۳۵.
- نمازی، محمد، کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). «تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *بررسی های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۸۳-۱۰۰.
- Adjaoud, F., D. Zeghal, and S. Andaleeb (۲۰۰۷). "The effect of board quality on performance: A study of Canadian firms", *Corporate Governance: An International Review*, vol ۱۵, pp ۶۲۳-۶۳۵.
- Ali Gull, Ammar, Saeed, Asif, Abid, Ammar. (۲۰۱۳). "Corporate Governance and Performance: An Empirical Evidence from Textile Sector of Pakistan", *African Journal of Business Management*, Vol ۷, PP ۲۱۱۲-۲۱۱۸.
- Becker, C, Defond, M, Jiambalvo, J, and Subramanyam, K,R. (۱۹۹۸). "The effect of audit quality on earning management", *Journal of contemporary accounting research*, vol ۱۵, pp ۱-۲۴.
- Chaghadari, Masood Fooladi. (۲۰۱۱). "Corporate Governance and Firm Performance", *International Conference on Sociality and Economics Development IPEDR*, Vol ۱۰, pp ۴۸۴-۴۸۹.
- Citak, Levent, Bayrakdaroglu, Ali, Ersoy, Ersan. (۲۰۱۲). "Is There a Relationship Between Corporate Governance and Value-based Financial

- Performance Measures? A Study of Turkey as an Emerging Market”, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, NO ۴۱, pp ۲۲۴-۲۳۹.
- Coles, J. W, McWilliams, V. B., Nilanjan, Sen. (۲۰۰۱). “An examination of the relationship of governance mechanisms to performance”, *Journal of Management*, vol ۲۷, No ۲۳-۵۰.
 - Dalton, Dan R, Daily, Catherine M, Ellstrand, Alan E, Johnson, Jonathan L. (۱۹۹۸). “Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Financial Performance”, *Strategic Management Journal*, vol ۱۹, pp ۲۶۹-۲۹۰.
 - Demsetz, H, & Lehn, K. (۱۹۸۵). “The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequens”, *Journal of Political Economy*, vol ۹۳, pp ۱۱۵۵-۱۱۷۷.
 - Demsetz, H., and B. Villalonga. (۲۰۰۱). “Ownership structure and corporate performance”, *Journal of Corporate Finance*, Vol ۷, pp ۲۰۹-۲۳۳.
 - Fama, E, Jensen, M.C. (۱۹۸۳). “Sepration of Ownership and Control”, *Journal of Low and Economics*, Vol ۲۶, No ۲, pp۳۰۱-۳۲۵.
 - Fauzi, Fitria, Locke, Stuart. (۲۰۱۲). “Board Structure, Ownership Structure And Firm Performance: A Study Of New Zealand Listed Firms”, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol ۸, No۱, PP ۴۳-۶۷.
 - Ghabayen, Mohammad Ahid. (۲۰۱۲). “Board Characteristics and Firm Performance: Case of Saudi Arabia”, *International Journal of Accounting And Financial Reporting*, Vol ۲, No ۲, PP ۱۶۸-۲۰۰.
 - Guest, Paul M. (۲۰۰۹). “The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence From the UK”, *The European Journal of Finance*, Vol ۱۵, pp ۳۸۵-۴۰۴.
 - Guo, Zhaoyang, Kumara, Udaya. (۲۰۱۲). “corporate Governance and Firm Performance of Listed Firms in Sri Lanka”, *Perocedia-Socil and Behavioral Sciences*, Vol ۴۰, PP ۶۶۴-۶۶۷
 - Heenetigala, Kumudini. (۲۰۱۱). *Corporate Governance Practices and Firm Performance of Listed Companies in Sri Lanka*, doctor of Business Administration, Faculty of Business and Law, Victoria University Melbourne.

- Jensen, Michael c, mekling, William H. (۱۹۷۶). "Theory of the Firm: Managerial Behavior Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol ۳, No ۴, pp ۳۰۵-۳۶۰.
- Joshua, Okpanachi, Gambo Joshua, Samuel, Tauhid, Suleiman. (۲۰۱۳). "Corporate Governance Principles Application and the Financial Performance of Deposit Money Banks in Nigeria: An Impact Assessment", *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol ۴, No ۲, PP ۵۳-۶۴.
- Mashayekhi, Bitā, Bazaz, Mohammad S. (۲۰۰۸). "Corporate Governance and Firm Performance in Iran", *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, Vol ۴, No ۲, PP ۱۵۶-۱۷۲.
- Monks, RAG, Minow, N. (۲۰۰۴). *Corporate Governance*, Blackwell Publishing, MA.
- O'Cannell, Vincent, Cramer, Nicole. (۲۰۱۰). "the relationship between firm performance and board characteristics in Ireland", *European management journal*, vol ۲۸, pp ۳۸۷-۳۹۹.
- Olayinka, MarteUadiale. (۲۰۱۰). "Impact of Board Structure on Corporate Financial Performance in Nigeria", *International Journal of Business and Management*, vol ۵, No ۱۰, pp ۱۵۵-۱۶۶.
- Ongore, Vincent O. (۲۰۱۱). "The Relationship Between Ownership Structure And Firm Performance: An Emprical Analysis of Listed Companies in Kenya", *African Journal of Business Management*, Vol ۵, pp ۲۲۰-۲۲۸.
- Patel, P. (۲۰۱۲). "Impact of Economic value added (EVA) on Share price: A study of Indian Private Sector banks". *International Journal of Contemporary Business Studies*. Vol: ۳, No: ۱.
- Rashid, A, De Zoysa, A, Lodh, S, Rudkin, K. (۲۰۱۰). "Board Composition and Firm Performance: Evidence From Bangladesh", *Australasian Accounting Business and Finance Journal*, Vol ۴, pp ۷۵-۹۵.
- Rechner, P, Dalton, D. (۱۹۹۱). "CEO Duality and Organisational Performance: Longitudinal study", *Strategic Management Journal*, vol ۱۲, No ۱۵۵-۱۶۰.

- Vintilia, G, Gherghina, S.C. (۲۰۱۲). "An Empirical Investigation of the Relationship Between Corporate Governance Mechanisms, CEO Characteristics And Listed Companys' performance", *International Business, Research*, Vol ۵, No ۱۰, pp ۱۷۵-۱۹۱.
- Yurtoglu, B. Burcin. (۲۰۰۰). "Ownership, control and performance of Turkish listed firms." ,*Empirica*, Vol ۲۷, No ۲, pp ۱۹۳-۲۲۲.

