Archive of S

Journal of Financial Management Strategy
Alzahra University
Vol. 9, No. 32, Spring 2021
pp. 1-24

The Impact of External Financing Requirements on Corporate Governance Index and Company Value: Evidences from Tehran Stock Exchange

Research Paper

Saman Rahmani Noroozabad[1], Ali Asghar Anvary Rostamy[2], Karam Khalili[3], Esfandiyar Modhammadi[4]

Received: 2019/06/20 Accepted: 2020/01/04

Abstract

This study investigates the effects of external financing requirement on corporate governance index and the value of companies listed on Tehran Stock Exchange. This research in nature is a descriptive - correlational research. The sample consists of 180 companies during 2013 to 2017. The hypotheses were tested by multivariable regression panel data. The results show that the corporate governance have an insignificant effect on the company's' value. However, the need for external financing has significant effects on both the value of the companies and corporate governance index. Based on the results, it is recommended that business managers seriously seek to enhance the quality of corporate governance in controlled entities if they seek to influence the factors that enhance capital structure. Capital structure selection is optimized.

Keywords: External Financing, Corporate Governance, Company Value.

JEL Classification: D92, G34.

1. PhD in Financial Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam Iran. Email:saman.rahmani7@yahoo.com
2. Professor of Finance, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran.(Corresponding Author), Email:anvary@modares.ac.ir
3. Assistant Professor of Management, Ilam Branch, Islamic Azad University, Ilam, Iran. Email:karam.khalili@yahoo.com
4. Associate Professor of Management Department, Ilam University, Ilam, Iran. Email:e.mohamadi@ilam.ac.ir

www.SID.ir

Archive of SID

فصلنامه راهبرد مدیریت مالی
دانشگاه الزهرا
سال نهم، شماره سی و دوم، بهار ۱۴۰۰
صفحات ۲۴-۱

تأثیر نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی بر شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران[۱]

مقاله پژوهشی

سامان رحمانی نوروزآباد[۲]، علی‌اصغر انواری رستمی[۳]، کرم خلیلی[۴] و اسفندیار محمدی[۵]

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۰/۱۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۲/۲۹

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی بر شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. روش مورد استفاده در این پژوهش روش توصیفی-همبستگی می‌باشد. نمونه پژوهش با استفاده از روش حذف سیستماتیک و با اعمال محدودیت‌ها، تعداد ۱۸۰ شرکت طی سال‌های (۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶) انتخاب شد. فرضیه‌ها با تکنیک آماری رگرسیون چند متغیره داده‌های تلفیقی (تابلویی) مورد آزمون قرار گرفته‌اند. تجزیه‌وتحلیل اطلاعات جمع‌آوری شده و آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر معناداری بر شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت دارد ولی شاخص حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. با توجه به نتایج به‌دست‌آمده، پیشنهاد می‌گردد مدیران واحدهای تجاری چنانچه به دنبال عوامل مؤثر بر افزایش ساختار سرمایه می‌باشند، زمینه‌های تقویت کیفیت حاکمیت شرکتی را به‌صورت جدی در واحدهای تجاری تحت کنترل خود فراهم آورند؛ زیرا این امر موجب انتخاب ساختار سرمایه بهینه می‌گردد.

واژگان کلیدی: تأمین مالی برون‌سازمانی، حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت.

طبقه‌بندی موضوعی: *D92, G34*

---

۱. کد DOI مقاله: 10.22051/jfm.2020.26819.2126

۲. دکتری مدیریت مالی، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران، **Email:**saman.rahmani7@yahoo.com

۳. استاد مالی دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران. نویسنده مسئول، **Email:**anvary@modares.ac.ir

۴. استادیار گروه مدیریت، واحد ایلام، دانشگاه آزاد اسلامی، ایلام، ایران، **Email:**karam.khalili@yahoo.com

۵. دانشیار گروه مدیریت بازرگانی، دانشگاه ایلام، ایلام، ایران، **Email:**e.mohamadi@ilam.ac.ir

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

ساختار سرمایه به‌عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری آن‌ها در بازار سرمایه مطرح است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری تا حدودی به ساختار سرمایه آن‌ها منوط ساخته است. این امر برنامه‌ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثر بر هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران نزدیک کرده است. همچنین سیاست تأمین مالی شرکت به‌شدت تحت تأثیر مشکلات نمایندگی شرکت قرار دارد. استدلال چنین است که سیستم حاکمیت شرکتی با کیفیت بالا سبب کاهش تنش میان مدیر و مالک می‌گردد و به همین جهت، باعث افزایش تمایل شرکت به تأمین مالی از روش‌هایی می‌شود که کمترین هزینه و بالاترین منفعت برای سهامداران را دارند. شیوه‌های حاکمیت شرکتی خوب به افزایش ارزش و عملکرد شرکت کمک می‌کند. همچنان‌که حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌شود از هزینه‌های که بر دوش صاحبان سهام است کم شده و سبب افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری وجوهشان در شرکت می‌گردد. همچنین حاکمیت شرکتی خوب و با کیفیت، هزینه تأمین مالی را نیز کاهش می‌دهد (اقبال و همکاران[1]، ۲۰۱۹). اولین و ارزان‌ترین گزینه برای تأمین مالی اول سود انباشته می‌باشد، پس از آن بدهی و به‌عنوان آخرین راه‌حل، صدور سهام می‌باشد. هزینه تأمین مالی برون‌سازمانی (در صورت عدم تقارن اطلاعات) بالاتر از هزینه وجوه داخلی[2] است. شرکت‌های با تأمین مالی برون‌سازمانی، از فرصت‌های سرمایه‌گذاری که برای آن‌ها در دسترس است استفاده می‌کنند. این امر باعث می‌شود که شرکت‌ها با استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودمند شیوه‌های حاکمیت شرکتی را بهبود بخشند و در نتیجه ارزش خود را افزایش دهند (رانجان داش و رئیتاتا[3]، ۲۰۱۹). نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیرات بسیار مهمی بر حاکمیت شرکتی دارد، اساساً به این دلیل که تأمین مالی برون‌سازمانی می‌تواند بسیار پرهزینه باشد و این به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن است. همچنین نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی می‌تواند مشوق‌هایی برای شرکت‌ها برای بهبود شیوه‌های حاکمیت شرکتی به دنبال داشته باشد (چن و همکاران[4]، ۲۰۱۰). با توجه به رابطه بین نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی، ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی، استدلال می‌شود که سطح بالایی از تأمین مالی برون‌سازمانی، ساختارهای حاکمیت شرکتی شرکت‌ها را تقویت می‌کند (النجار و النجار[5]، ۲۰۱۷). شرکت‌ها با شیوه‌های حاکمیتی خوب در موقعیتی هستند که بتوانند هزینه‌های تأمین مالی برون‌سازمانی را کاهش دهند و از این‌رو ارزش شرکت را افزایش دهند. دامنه وسیعی از شواهد تجربی مؤید این واقعیت هستند که شرکت‌هایی که دارای حاکمیت بهتری هستند از ارزش بازاری بالاتری برخوردارند (مهربانی و دادگر، ۱۳۹۲). مکانیسم‌های مناسب حاکمیت شرکتی می‌تواند به‌عنوان یک راه‌حل برای کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای که مربوط به تأمین مالی برون‌سازمانی است، باشد. از این‌رو، فرصت‌های تأمین مالی برون‌سازمانی با روش‌های خوب حاکمیت شرکتی می‌تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد (رضایی و ناظمی، ۱۳۹۸). بهبود حاکمیت شرکتی

1. Iqbal et al.
2. Cost of Internal Funds
3. Ranjan Dash & Raithatha
4. Chen et al.
5. Al-Najjar & Al-Najjar

www.SID.ir

Archive of SID

یکی از عوامل اصلی موفقیت در جذب منابع جدید سرمایه می‌باشد. عموماً افراد نسبت به سرمایه‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی دارای راهبری شرکتی ضعیف دچار تردید هستند (رضایی و ناظمی، ۱۳۹۸).

با توجه به اینکه تأثیر تأمین مالی برون‌سازمانی بر حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت موردبحث و سنجش قرار نگرفته است. بنابراین در پژوهش سؤال این است که تا چه اندازه نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی بر شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت مؤثر می‌باشد؟

مبانی نظری پژوهش

تأمین مالی برون‌سازمانی

تأمین مالی، هنر و علم مدیریت وجه نقد است. هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری، سودآوری، کاهش ریسک و برطرف کردن نیازهای اقتصادی و اجتماعی بنگاه است. سود ناشی از کسب کار بنگاه، از عوامل مهم تداوم فعالیت بنگاه اقتصادی تلقی گردیده و منبع مهمی برای تأمین مالی فعالیت‌های عملیاتی بنگاه در آینده است. منابع تأمین مالی بر اساس سیاست تأمین مالی شرکت‌ها به دو دسته قابل تقسیم است:

- تأمین مالی درون‌سازمانی (شامل جریان‌های نقدی حاصل از عملیات، وجوه حاصل از فروش دارایی‌های ثابت می‌باشد).
- تأمین مالی برون‌سازمانی (شامل استقراض و انتشار سهام می‌باشد) (النجار و النجار، ۲۰۱۷).

حاکمیت شرکتی

می‌توان گفت حاکمیت شرکتی به چگونگی اداره و کنترل شرکت‌ها به‌ویژه نقش هیئت‌مدیره در این رابطه پرداخته و چارچوب یک نظام پاسخگویی مؤثر را بیان می‌کند. حاکمیت شرکتی موضوعی چندبعدی است. یکی از درون‌مایه‌های مهم در حاکمیت شرکتی با حسابداری و مدیریت مالی سروکار دارد و به‌گونه‌ای اصولی از به‌کارگیری سیاست‌ها و مکانیسم‌هایی حمایت می‌کند که از رفتار درست اطمینان حاصل کرده و سهامداران را پشتیبانی کند. یک عنصر اصلی دیگر، دیدگاه کارایی اقتصادی است که سیستم حاکمیت شرکتی از راه آن باید هدف‌های اقتصادی را با در نظر گرفتن دقیق ثروت سهامداران، بهبود بخشد. دیدگاه‌های دیگری هم در زمینه حاکمیت شرکتی وجود دارد که ازجمله آن‌ها می‌توان به دیدگاه ذینفعان اشاره کرد که حسابرسی و توجه بیشتری را به ذینفعان طلب می‌کند (قوما و همکاران[1]، ۲۰۱۸).

ارزش شرکت

معیار کیوتوبین[2] در دهه ۱۹۷۰ مطرح و در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به‌طور گسترده توسط پژوهشگران مورد استفاده قرار گرفت. نسبت کیوتوبین توسط پروفسور جیمز توبین[3] در تجزیه‌وتحلیل‌های اقتصادی

1. Ghouma et al
2. Tobin-Q
3. James Tobin

www.SID.ir

Archive of SID

کلان به‌منظور پیش‌بینی آینده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری به وجود آمد هدف توبین برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص کیو و میزان سرمایه‌گذاری انجام‌شده به‌وسیله شرکت بود. نسبت کیوتوبین ازجمله معیارهای تلفیقی است که مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات بازار بوده است که به اعتقاد پژوهشگران زیادی به‌عنوان بهترین معیار برای سنجش عملکرد و ارزش شرکت می‌باشد (صراف و همکاران، ۱۳۹۷).

مروری بر پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی عوامل مؤثر بر ارزش شرکت، به‌ویژه عوامل سطح شرکت را موردبررسی قرار داده‌اند. چنین عواملی عبارت‌اند از: اندازه شرکت[1]، سودآوری[2]، بدهی[3] و فرصت‌های سرمایه‌گذاری[4]. اگراول و نوبر[5] (۱۹۹۶) دریافتند که درصد بالایی از مالکیت درونی[6] به افزایش ارزش شرکت کمک می‌کند. شواهد دیگر از ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی توسط ببچوک و همکاران[7] (۲۰۰۹) ارائه‌شده است. آن‌ها یک رابطه مثبت بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را مستند می‌کنند که نشان می‌دهد شرکت‌هایی با شاخص حاکمیت بهتر، احتمالاً عملکرد شرکت‌شان را بهبود می‌بخشند. آن‌ها معتقدند که سطح بدهی پایین‌تر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. گوپتا و همکاران[8] (۲۰۰۹) ارتباط احتمالی بین حاکمیت شرکت‌ها و ارزش شرکت را بررسی می‌کنند. نتایج آن‌ها هیچ ارتباطی بین شاخص حاکمیت (یا زیر شاخه‌های آن) و ارزش شرکت پشتیبانی نمی‌کند. دادگر و نادری[9] (۲۰۱۰)، حاکمیت شرکتی خوب را در بازار سرمایه کشورهای مسلمان بررسی کردند. کار این دو بر اساس الگویی است که بانک جهانی در مورد حاکمیت شرکتی ارائه کرده است. برای این کار ده کشور مسلمان و ده کشور غیر مسلمان را در نظر می‌گیرند. از مهم‌ترین فرضیات آن‌ها این است که حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد بازار سرمایه می‌شود که نتایج حاصله این فرضیه را تائید می‌کند. چن و همکاران (۲۰۱۰) نشان دادند که ارزش‌گذاری شرکت است که به شیوه‌های حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارد و نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی به تقویت نفوذ کیفیت شیوه‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت می‌انجامد. بوزک و بوزک[10] (۲۰۱۰) رابطه بین حاکمیت شرکت و هزینه سرمایه را به‌عنوان واسطه‌ای برای ارزش شرکت بررسی می‌کنند. تجزیه‌وتحلیل آن‌ها شواهد محکمی را نشان می‌دهد که با افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی، هزینه سرمایه کاهش می‌یابد. وی‌وک و همکاران[11] (۲۰۱۲)، میزان اثربخشی حاکمیت شرکتی و تأثیر آن بر تأمین مالی را با استفاده از نمونه‌ای بالغ بر ۲۰۰۰ سهام منتشر شده و بدهی

1. Firm Size
2. Profitability
3. Debt
4. Investment Opportunities
5. Agrawal and Knoeber
6. Insider Ownership
7. Bebchuk et al.
8. Gupta et al.
9. Dadgar & Naderi
10 . Bozec and Bozec
11 . Vivek et al.

www.SID.ir

Archive of SID

ایجادشده در ایالت متحده طی سال‌های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۶ با فرض انتخاب تأمین مالی از طریق سهام در مقایسه با تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی را بررسی نمودند یافته‌های پژوهش نشان داد میزان این ارتباط در شرکت‌های کوچکی که عدم تقارن اطلاعاتی میان مدیر و مالک وجود دارد بیشتر مشهود است و شرکت‌ها با سیستم نظارت قوی تأمین مالی از طریق سهام را نسبت به ایجاد بدهی ترجیح می‌دهند. سیگجیان و همکاران[1] (۲۰۱۳)، حاکمیت شرکتی، کیفیت گزارشگری و ارزش شرکت را بررسی کردند. یافته‌ها ارتباطات مثبت بین حاکمیت شرکتی و پراکندگی‌های مختلف ارزش شرکت را نشان می‌دهد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که نظارت بهتر حاکمیت شرکتی را به اجرا می‌گذارند ارزش‌های بالاتری دارند. سیدیکو[2] (۲۰۱۵) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بررسی کرد. نتایج بیانگر آن است که مکانیسم حاکمیت شرکتی برون‌سازمانی تأثیر مؤثری بر عملکرد شرکت دارد. ریپامونتی و کایو[3] (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل، به بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی بر هر دو بخش حقوق صاحبان سهام و بدهی در ساختار سرمایه مؤثر است. اگراول و همکاران (۲۰۱۶) این سؤال را مطرح می‌کنند که آیا اعمال حاکمیت شرکتی ارزش‌های بلندمدت شرکت و فرهنگ حاکمیتی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟ نتایج نشان می‌دهد که مجوزهای حاکمیت شرکتی می‌تواند شکاف بین ارزش شرکت‌های ضعیف و خوب را کاهش دهد، اما از بین نمی‌برد. کانلی و همکاران (۲۰۱۷)، ارتباط بین توسعه اقتصادی، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج حاکی از ارتباط مثبت بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت است. این یافته نشان می‌دهد که توسعه مالی و اقتصادی نقش مهمی را در افزایش مزایای حاکمیت شرکت‌ها در بازارهای نوظهور ایفا می‌کند. النجار و النجار (۲۰۱۷) رابطه بین تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که بین تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت رابطه مثبتی وجود دارد. به‌علاوه، اندازه شرکت و سودآوری به‌طور مثبتی با ارزش شرکت در ارتباط است. گلوریا و مانتوانی[4] (۲۰۱۷) در پژوهشی به نام ترکیب سهامداران و مکانیسم حکمرانی شرکتی می‌تواند به عملکرد شرکت کمک کند؟ به بررسی رابطهٔ بین ویژگی‌های مالکیت شرکت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطهٔ معناداری میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد، اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطهٔ قوی و معناداری برقرار است. آسانت‌دارکو[5] و همکاران (۲۰۱۸)، ساختارهای حاکمیتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار غنا را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که ارتباط معناداری بین اندازه هیئت‌مدیره و ارزش شرکت وجود ندارد. بات و همکاران[6] (۲۰۱۸) رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را در شرکت‌های دولتی و غیردولتی پاکستان بررسی کردند. یافته‌های نشان می‌دهد که استقلال هیئت‌مدیره رابطه معنی‌دار و مثبتی با ارزش

1. Siagian et al.
2. Siddiqui
3. Ripamonti & Kayo
4. Geloriya & Mantovani
5. Asante-Darko et al.
6. Bhat et al.

www.SID.ir

Archive of SID

شرکت فقط برای شرکت‌های دولتی دارد. ژسوپوا و همکاران [1] (۲۰۱۸)، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را در شرایط عدم ثبات اقتصادی بررسی کردند. بر اساس تحلیل همبستگی و رگرسیون، پژوهشگران دریافتند که هیچ دلیلی وجود ندارد که روابط قوی بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در شرایط عدم ثبات اقتصادی وجود داشته باشد. یافته‌های قوما و همکاران [2] (۲۰۱۸)، حاکی از کاهش استفاده از اوراق بدهی برای بهبود کیفیت کلی شاخص حاکمیت شرکتی اشاره دارد. وقتی تأثیر هر یک از زیر شاخص‌های حاکمیت شرکتی را مورد تجزیه‌وتحلیل قرار دادند، دریافتند که فقط کیفیت ترکیب و ساختار هیئت‌مدیره و همچنین کیفیت افشای اطلاعات برای دارندگان اوراق بهادار مهم است. همچنین آنان دریافتند که دارندگان اوراق قرضه، هیئت‌مدیره را از نظر ترکیب و ساختار قوی‌تری ارزیابی می‌کنند زیرا هیئت‌مدیره می‌تواند مشکلات نمایندگی را کاهش دهد و همچنین توجه ویژه‌ای به کیفیت سیاست‌های افشای بنگاه‌ها برای کاهش عدم تقارن اطلاعات می‌دهند. علاوه بر ترکیب هیئت‌مدیره و زیر شاخص‌های افشاگری، بین زیر شاخص حقوق سهامداران و هزینه بدهی رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. اقبال و همکاران (۲۰۱۹)، عملکرد مالی و حاکمیت شرکتی در مؤسسات تأمین مالی خرد در آسیا را بررسی کردند. نتایج ماهیت درون‌زای حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی را تائید می‌کند. نتیجه نشان داد که سودآوری و پایداری مؤسسات تأمین مالی خرد با شیوه‌های راهبری خوب بهبود می‌یابد و مؤسسات تأمین مالی خرد سودآور و پایدار دارای سیستم‌های حاکمیت بهتری هستند. رانجان داش رئیتاتا (۲۰۱۹)، رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت را بررسی کردند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد.

مدرس و فعلی (۱۳۷۸) رابطه نظام راهبری شرکتی با ارزش شرکت را موردمطالعه قرار دادند. یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد بین شاخص‌های موردمطالعه (سهامداران نهادی و وجود مدیران غیرموظف) و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج این پژوهش همسو با پژوهش‌های مشابه از این دیدگاه پشتیبانی می‌کند که وجود سهامداران نهادی و وجود مدیران غیرموظف در هیئت‌مدیره شرکت‌ها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. خدادادی و تاکر (۱۳۹۱) تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. یافته‌ها حاکی از آن بود که ساختار حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و عملکرد آن دارای رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری است. معین‌الدین و همکاران (۱۳۹۳) تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد و همچنین بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. زارعی و عبدالله زاده شقاقی (۱۳۹۷)، رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت را بررسی کردند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش حاکی از آن است که کیفیت افشای اطلاعات بر تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر مثبت و معناداری دارد؛ همچنین طبق نتایج، متغیر رشد شرکت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی برون‌سازمانی شرکت‌ها تأثیر مثبت و معناداری دارد. در ادامه طبق یافته‌های پژوهش، متغیر مالکیت نهادی بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر مثبت و معنادار دارد و متغیر تمرکز مالکیت بر رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر مثبت و معناداری دارد. فتاحی نافچی و خواجه‌وند کاجی (۱۳۹۷)، تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه

1. Zhussupova et al.
2. Ghouma et al.

www.SID.ir

Archive of SID

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی دارای ارتباط مثبتی با هم می‌باشند و سن شرکت با حاکمیت شرکتی ارتباط منفی و معناداری دارد اما با ساختار سرمایه و ارتباط حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ارتباط معناداری ندارد. در پژوهش حاضر برای سنجش شاخص حاکمیت شرکتی از چهار مؤلفه و شانزده شاخص استفاده شده است که اکثر پژوهش‌های انجام‌شده در این رابطه از شاخص‌های کمتری برای سنجش این متغیر استفاده کرده‌اند.

فرضیه‌های پژوهش

تأمین مالی برون‌سازمانی و حاکمیت شرکتی

بیشتر مطالعات تجربی حاکمیت شرکتی با رابطه بین مدیران و مالکان سروکار داشته‌اند. مدیران، به‌عنوان نماینده مالکان، انگیزه‌هایی برای پیگیری منافع خود دارند که در بیشتر موارد مغایر با منافع اصلی است. حاکمیت شرکت با هماهنگی منافع این دو بازیگر، به کاهش مشکلات نمایندگی کمک می‌کند. مکانیسم‌های مختلف مدیریتی برای دستیابی به آن هدف از قبیل هیئت‌مدیره، انتخاب حسابرس، ساختار مالکیت و غیره طراحی شده است. علیرغم رشد فزاینده بازارهای بدهی داخلی و بین‌المللی، فقط معدود مطالعات تأثیر تأمین مالی را بر کیفیت حاکمیت شرکتی بررسی کرده‌اند. ارزیابی چنین ارتباطی مطمئناً نقش مهمی را که بازیگران مختلف در بازارهای بدهی شرکت می‌توانند در شکل‌گیری حاکمیت شرکتی داشته باشند، نشان می‌دهد (قوما و همکاران، ۲۰۱۸). اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره هسته اصلی هیئت‌مدیره را در حاکمیت شرکتی مدرن تشکیل می‌دهد. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره در افزایش توانایی شرکت در دستیابی به اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی، نقش اساسی ایفا می‌کنند و این ریسک مربوط به واحد تجاری را کاهش داده و توانایی آن را در دستیابی به وجوه افزایش می‌دهد. هرچه تعداد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره بیشتر باشد منجر به نسبت‌های اهرمی بالاتر می‌شود

فرضیه اول: بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت

تعیین ارزش شرکت، از دسته عوامل مهم در فرایند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن تعیین می‌شود. از این‌رو سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از دسته عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تأمین مالی است.

فرضیه دوم: بین نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت رابطه وجود دارد.

حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت

حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهایی است که موجب تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت برای مالکان می‌شود. اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و درنهایت رشد و توسعه اقتصادی شود (فتاحی نافچی و خواجه‌وند کاجی، ۱۳۹۷). مدیران به‌عنوان نمایندگان سهامداران، می‌توانند فعالیت‌های را انجام دهند که

www.SID.ir

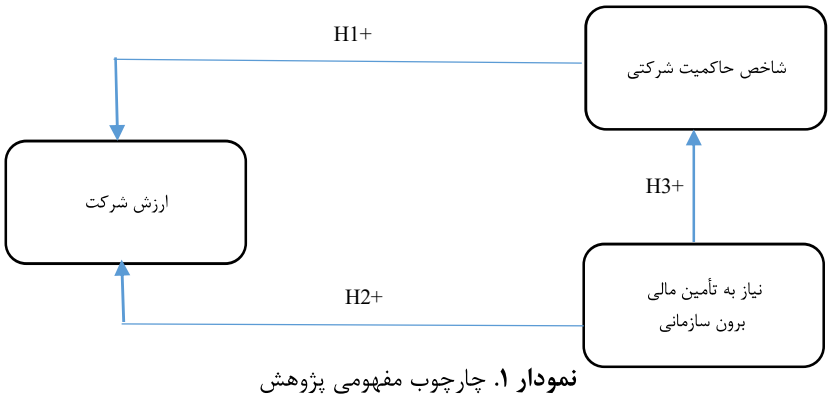
Archive of SID

منجر به کاهش ارزش بنگاه شود. به‌عنوان‌مثال، مدیران می‌توانند با پیروی از راهبردی که جایگزین کردن آن‌ها بسیار پرهزینه است، خود را به دام بیندازند مانند انجام قراردادهای اقتصادی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌هایی که آن‌ها بدون در نظر گرفتن تأثیر آن بر ارزش شرکت، این قراردادها را عملی می‌کنند. همچنین گزارش شده که مدیران، به دلیل اطلاعات برتر، قادر به استفاده از اختیار و قضاوت خود در گزارش اطلاعات مالی هستند. چنین فعالیت‌های مدیریتی فرصت‌طلبانه، درحالی‌که گمراه‌کننده هستند، تشخیص یا اثبات آن بسیار دشوار است. استدلال می‌شود که بین شاخص حاکمیت شرکتی و کیو توبین[1] رابطه مثبت وجود دارد. ببچوک و همکاران (۲۰۰۹) شواهدی ارائه می‌دهند که شاخص جبهه‌گیری[2] شرکت به‌طور کامل رابطه بین ارزش شرکت و شاخص حاکمیتی را نشان می‌دهد. کرمرز و نیر[3] (۲۰۰۵) دریافتند که شاخص حاکمیت شرکتی مانع از عملکرد شرکت و ارزش‌گذاری می‌شود.

فرضیه سوم: بین نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه وجود دارد.

چارچوب مفهومی پژوهش

چارچوب مفهومی پژوهش بر اساس مطالعات کاسپار (۲۰۰۷)؛ چن و همکاران (۲۰۱۰)؛ بوزک و بوزک (۲۰۱۰)؛ النجار و النجار (۲۰۱۷) و (صراف و همکاران، ۱۳۹۷) تدوین شده است.



نمودار ۱. چارچوب مفهومی پژوهش

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصاد سنجی صورت گرفته است. فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های ترکیبی آزمون شده است و تحلیل‌های آماری به کمک نرم‌افزار Eviews انجام‌شده است.

1. Q Tobin's
2. Firm Entrenchment Index
3. Cremers and Nair

www.SID.ir

Archive of SID

داده‌های مورد نیاز این پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های، بورسی، بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت‌های بورسی جمع‌آوری شده است. همچنین به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، از مدل مطالعه النجار و النجار (۲۰۱۷)، استفاده شده است. نمونه آماری پژوهش با توجه به معیارهای ذیل انتخاب شد:

- سال مالی شرکت موردبررسی، منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.
- فعالیت اصلی شرکت سرمایه‌گذاری، بانکداری، لیزینگ و نهادهای مالی نباشد.
- طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- اطلاعات مالی شرکت موردبررسی در دسترس باشد.

نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی

نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی به‌عنوان تأمین مالی بیرونی نیز تعریف می‌شود. این عامل در مطالعات تجربی قبلی مانند چن و همکاران (۲۰۱۰) و النجار و النجار (۲۰۱۷) مورد اشاره قرار گرفته است. النجار و النجار (۲۰۱۷) استدلال می‌کنند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، تأمین مالی برون‌سازمانی بیشتری را تولید می‌کنند. بنابراین، شرکت‌هایی که فرصت‌های مالی بیشتری را در اختیار دارند، تمایل به حاکمیت شرکتی بهتر دارند. همه این مطالعات نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی را به‌عنوان تفاوت نرخ رشد سالانه و نرخ رشد پایدار تعریف می‌کنند. نرخ رشد پایدار به‌عنوان نسبت (ROE / 1- ROE) محاسبه می‌شود.

رابطه ۱) نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی = نرخ رشد سالانه − نرخ رشد پایدار

رابطه ۲) $$\text{نرخ رشد سالانه} = \text{ROIC} \times \text{IR}$$

رابطه ۳) $$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}}$$

رابطه ۴) $$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{IC}}$$

رابطه ۵) $$\text{NOPLAT} = \text{NOP} - [\text{TAX} + \text{T}(\text{NOE} - \text{NOI})]$$

رابطه ۶) $$\text{IC} = \text{NCA} + \text{WC}$$

رابطه ۷) $$\text{IC} = \text{IR} = \frac{\Delta\text{WC} + \Delta\text{NCA} + \text{Dep}}{\text{NOPLAT} + \text{NCE} + \Delta\text{C} + \Delta\text{D}}$$

رابطه ۸) $$\text{نرخ رشد پایدار} = \frac{ROE}{1 - ROE}$$

در رابطه بالا داریم:

ROIC: بازده سرمایه به‌کاررفته

NOPLAT: سود خالص عملیاتی منهای مالیات تعدیلی

IC: سرمایه به‌کاررفته

www.SID.ir

Archive of SID

TAX: مالیات
T: نرخ مالیات شرکت
NOE: هزینه‌های غیرعملیاتی
NOI: درآمدهای غیرعملیاتی
NCA: دارایی‌های جاری غیرعملیاتی
WC: سرمایه در گردش عملیاتی
IR: نرخ سرمایه‌گذاری
Dep: استهلاک
NCE: هزینه استهلاک
ΔC: تغییر در سرمایه شرکت
ΔD: تغییر در تسهیلات مالی دریافتی کوتاه‌مدت و بدهی‌های غیر جاری شرکت
ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام

بنابراین، اگر حاصل تفریق بالا مثبت باشد، یعنی شرکت نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی دارد و برابر است با یک و در غیر این صورت برابر است با صفر (النجار و النجار، ۲۰۱۷).

شاخص حاکمیت شرکتی

شاخص حاکمیت شرکتی از عوامل متعددی تشکیل شده است، بنابراین در پژوهش حاضر از معیاری ترکیبی و چندبعدی جهت سنجش این متغیر استفاده گردیده است. استفاده از یک معیار چندبعدی و ترکیبی برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی دارای مزایایی همچون وارد نمودن یک متغیر در مدل رگرسیون به‌جای توجه جداگانه به هریک از مؤلفه‌های راهبری شرکتی، توجه به بهینگی سازوکارهای خاص در سطح شرکت‌ها (ببچوک و همکاران، ۲۰۰۸) و جلوگیری از تکرار و دوباره کاری مؤلفه‌ها است. به‌منظور عملیاتی کردن متغیر شاخص حاکمیت شرکتی از مدل ارائه‌شده توسط صفرزاده (۱۳۹۰) استفاده شده است. مدل مزبور که یکی از مدل‌های جامع حاکمیت شرکتی در محیط ایران می‌باشد، دربردارنده ۱۸ مؤلفه به قرار جدول (۱) است. این مؤلفه‌ها در ۴ سرفصل هیئت‌مدیره، حسابرسی، حقوق سهامداران و شفافیت و افشا طبقه‌بندی شده‌اند. سرفصل هیئت‌مدیره شامل ۵ مؤلفه، سرفصل حسابرسی شامل ۴ مؤلفه، سرفصل حقوق سهامداران شامل ۵ مؤلفه و سرفصل شفافیت و افشا شامل ۴ مؤلفه می‌باشد. از متدولوژی کدگذاری و انباشت کدها به‌منظور عملیاتی کردن متغیر شاخص حاکمیت شرکتی استفاده شد. بر اساس این متدولوژی به هرکدام از ۱۸ مؤلفه حاکمیت شرکتی که در شرکت‌های موردبررسی وجود داشته باشند، امتیاز صفر و یا یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام‌شده در جدول ۱) اختصاص‌یافته و از جمع زدن این امتیازها، نمره مربوط به هر شرکت در هر سال محاسبه گردید. کاسپار (۲۰۰۷)؛ چن و همکاران (۲۰۱۰)؛ بوزک و بوزک (۲۰۱۰)، النجار (۲۰۱۵) ازجمله پژوهشگرانی هستند که از شاخص ترکیبی حاکمیت شرکتی در پژوهش خود استفاده کرده‌اند.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۱. مؤلفه‌ها و شاخص‌های حاکمیت شرکتی

	نام مؤلفه	تعریف عملیاتی
شاخص هیئت‌مدیره	استفاده از اعضای غیرموظف	بیشتر بودن نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا از نسبت محاسبه‌شده برای کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت، یک.
	جدایی مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره	عدم تفکیک نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیر، صفر و در غیر این صورت، یک.
	ثبات مدیرعامل	تغییر مدیرعامل در ۲ سال گذشته، صفر و در غیر این صورت، یک.
	وجود اعضای متخصص مالی	عدم استفاده از متخصص مالی و حسابداری در هیئت‌مدیره، صفر و در غیر این صورت، یک.
	استفاده از خدمات مشاور	عدم استفاده هیئت‌مدیره از خدمات مشاوره تخصصی، صفر و در غیر این صورت، یک.
شاخص حسابرسی	چرخش شرکای موسسه حسابرسی	عدم‌تغییر شرکای امضاکننده گزارش حسابرسی شرکت در ۲ سال گذشته، صفر و در غیر این صورت، یک.
	اندازه موسسه حسابرسی	کمتر بودن درآمد حسابرس شرکت از متوسط درآمد مؤسسات عضو جامعه، صفر و در غیر این صورت، یک.
	تخصص موسسه حسابرسی در صنعت	عدم استفاده از حسابرس متخصص صنعت، صفر و در غیر این صورت، یک.
	وجود واحد حسابرسی داخلی	عدم وجود واحد حسابرس داخلی، صفر و در غیر این صورت، یک.
شاخص حقوق سهامداران	وجود سهامدار دارای حق کنترل	عدم وجود سهامدار دارای حق کنترل، صفر و در غیر این صورت، یک.
	تمرکز مالکیت	بیشتر بودن درصد سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت، یک.
	مالکیت یا سهامداری دولت	کمتر بودن درصد مالکیت دولت در شرکت از میانگین درصد کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت، یک.
	معامله با اشخاص وابسته	بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت، یک.
	دعاوی قانونی علیه شرکت	وجود دعاوی قانونی علیه شرکت در ۳ سال گذشته، صفر و در غیر این صورت، یک.
شاخص شفافیت و افشا	قابلیت اتکا (تعدیلات سنواتی)	وجود تعدیلات سنواتی خالص از مالیات، صفر و در غیر این صورت، یک.
	نوع اظهارنظر حسابرس	وجود اظهارنظر غیر مقبول، صفر و در غیر این صورت یک.
	وجود وب‌سایت اینترنتی	عدم وجود وب‌سایت اینترنتی، صفر و در غیر این صورت، یک.
	زمان‌بندی تهیه اطلاعات	امتیاز اطلاع‌رسانی کمتر از پنجاه، صفر و در غیر این صورت، یک.

منبع: صفرزاده (۱۳۹۳)؛ کاسپار (۲۰۰۷)؛ چن و همکاران (۲۰۱۰)؛ بوزک و بوزک (۲۰۱۰)، النجار (۲۰۱۵)

ارزش شرکت

برای به دست آوردن ارزش شرکت از کیو توبین استفاده شده است. نسبت کیو توبین، به‌عنوان ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام به‌اضافه بدهی بلندمدت تقسیم بر ارزش دفتری دارائی‌ها محاسبه و برآورد می‌گردد (صراف و همکاران، ۱۳۹۷).

رابطه ۹)

$$Q = \frac{M\vartheta a + B\vartheta d}{B\vartheta a}$$

www.SID.ir

Archive of SID

M9a: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

B9d: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت

B9a: ارزش دفتری دارایی‌های شرکت

مدل پژوهش

مدل‌های مورد استفاده در پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

رابطه ۱۰)

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 CGIndex_{it} + \beta_2 EFN_{it} + \beta_3 MOwn_{it} + \beta_4 InstOwn_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Lev_{it} + \beta_7 EBITS_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه ۱۱)

$$Tobin's\ Q_{it} = \beta_0 + +\beta_1 EFN_{it} + \beta_2 MOwn_{it} + \beta_3 InstOwn_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Lev_{it} + \beta_6 Capex_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه ۱۲)

$$\boldsymbol{CGIndex_{it} = \beta_0 + \beta_1 Tobin's\ q_{it} + \beta_2 EFN_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_7 Capex_{it} + \varepsilon_{it}}$$

که در آن؛

$Tobin's\ Q_{it}$: اشاره به ارزش شرکت دارد.

$CGIndex_{it}$: شاخص حاکمیت شرکتی می‌باشد.

EFN_{it}: نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی.

$MOwn_{it}$: نسبت تعداد سهام عادی نزد مدیران به کل سهام نزد سهامداران است.

$InstOwn_{it}$: درصد مالکیت سهامداران نهادی: در این پژوهش سهامدارانی که دارای بیش از پنج درصد کل سهام منتشره شرکت باشند، به‌عنوان سهامدار نهادی (عمده) در نظر گرفته می‌شود. برای اندازه-گیری درصد مالکیت سهامداران نهادی، میزان سهامی که توسط این گروه از سهامداران نگهداری می‌شود، بر کل سهام منتشره و به فروش رفته شرکت در بازار تقسیم می‌گردد (دیلمی و صفری‌گرایلی، ۱۳۹۵).

$Size_{it}$: از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های به‌عنوان یک نماینده برای اندازه شرکت استفاده می‌کنیم. بنگاه‌های بزرگ معمولاً دارایی‌های پایه بزرگی دارند که می‌تواند برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری و به حداکثر رساندن ارزش شرکت مورد استفاده قرار گیرد. بیک و همکاران[1] (۲۰۰۴) بیان می‌کنند که ارتباط مثبتی بین اندازه شرکت و ارزش شرکت وجود دارد. همچنین، چن و همکاران (۲۰۱۰) بیان می‌کنند که یک رابطه مثبت بین اندازه شرکت و کیو توبین وجود دارد. انتظار می‌رود یک رابطه مثبت بین اندازه شرکت و مکانیسم حاکمیت شرکتی وجود داشته باشد. دلیل آن این است که شرکت‌های بزرگ فرصت‌های بیشتری برای افزایش چارچوب‌های حاکمیت شرکتی دارند.

1. Baek et al.

www.SID.ir

Archive of SID

Lev_{it}: از نسبت بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها به‌عنوان شاخص اهرم استفاده می‌کنیم. بدهی می‌تواند به بهبود عملکرد شرکت (چن و همکاران، ۲۰۱۰) کمک کند. استولز[1] (۱۹۹۰) استدلال می‌کند این اهرم محرکی برای مدیریت برای افزایش ارزش است. در ارزیابی اثر ساختار بدهی بر شاخص حاکمیت شرکتی، استدلال می‌شود که بدهی‌های شرکت‌های بزرگ درنهایت منجر به افزایش رضایت در حاکمیت شرکت‌ها خواهد شد.

Capex[2]: شامل نسبت هزینه‌های سرمایه‌ای به فروش می‌باشد. استدلال می‌شود شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های سرمایه‌گذاری خوب هستند از مکانیسم‌های مناسب حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند.

$EBITS_{it}$: از نسبت سود قبل از بهره و مالیات بر فروش به‌عنوان شاخص سودآوری استفاده می‌کنیم. مطالعات قبلی، مانند برگر و آفک[3] (۱۹۹۵) از یک معیار مشابه استفاده می‌کنند. استدلال می‌شود که شرکت‌های بسیار سودآور احتمالاً ارزش‌های بالاتری دارند (چن و همکاران، ۲۰۱۰).

تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

قبل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها، پایایی متغیرها موردبررسی قرار گرفت.

جدول ۲. آزمون لوین، لین و چو (پایایی متغیرها)

متغیر	آماره	سطح معنی‌داری
تأمین مالی برون‌سازمانی	-۷/۴۰۵	۰/۰۰۰
شاخص حاکمیت شرکتی	-۲۷/۹۵۹	۰/۰۰۰
ارزش شرکت	-۴۵/۸۲۳	۰/۰۰۰
نسبت تعداد سهام عادی	-۹۴۳/۷۷۸	۰/۰۰۰
سهامداران نهادی	-۸۰۶۶/۴۴	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۳۱/۷۲۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۴۶/۷۷۴	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	-۱۹۱/۷۹۸	۰/۰۰۰
سود قبل از بهره و مالیات	-۲۰/۲۷۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج این آزمون نشان داد که مقدار سطح معنی‌داری برای تمامی متغیرها از ۵ درصد کمتر است، بنابراین تمامی متغیرهای پژوهش در دوره‌ی موردبررسی در سطح پایا هستند جدول ۳ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. همان‌طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، آماره‌های توصیفی شامل میانگین، میانه، کمینه، بیشینه و انحراف استاندارد است.

1. Stulz
2. Capital Expenditures Ratio
3. Berger and Ofek

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۳. توصیف آماری متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
تأمین مالی برون‌سازمانی	۰/۲۲۸	۰/۰۰	۱/۰۰	۰/۰۰	۰/۴۲۰
شاخص حاکمیت شرکتی	۸/۴۱۳	۹/۰۰	۱۴/۰۰	۲/۰۰	۱/۹۵۳
ارزش شرکت	۱/۱۳۸	۰/۹۴۱	۵/۹۴۲	۰/۱۱۹	۰/۷۶۶
نسبت تعداد سهام عادی	۶۵/۳۹۷	۷۰/۴۸۰	۹۹/۴۵۰	۰/۰۰	۲۳/۵۰۴
سهامداران نهادی	۵۵/۶۷۴	۶۵/۱۲۰	۹۹/۴۵۰	۰/۰۰	۳۱/۶۰۰
اندازه شرکت	۱۴/۲۱۷	۱۳/۹۴۸	۱۹/۱۴۹	۱۰/۴۹۲	۱/۵۶۹
اهرم مالی	۰/۵۳۴	۰/۵۲۷	۲/۶۳۳	۰/۰۶۷	۰/۲۲۲
مخارج سرمایه‌ای	۰/۱۳۵	۰/۰۳۰	۲۶/۹۱۷	۰/۰۰	۰/۹۳۶
سود قبل از بهره و مالیات	۰/۲۵۵	۰/۱۷۲	۴۱/۰۱۶	-۳/۳۷۶	۱/۳۹۱

منبع: یافته‌های پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. بیشترین مقدار میانگین مربوط به متغیر نسبت تعداد سهام عادی برابر با ۶۵/۳۹۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طورکلی پارامترهای پراکندگی معیاری برای تعیین پراکندگی داده‌ها از میانگین است که مهم‌ترین این پارامترها، انحراف معیار می‌باشد. مقدار این پارامتر برای متغیر نسبت مالکیت سهامداران نهادی شرکت ۳۱/۶۰۰ و برای متغیر اهرم مالی ۰/۲۲۲ می‌باشد که این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تلفیقی و داده‌های پنل از آزمون آماره F لیمر استفاده می‌شود؛ که خروجی آزمون در جدول ۴ ارائه‌شده است:

جدول ۴. نتایج آزمون F لیمر

فرضیه	آزمون اثرات	آماره F	درجه آزادی	سطح معناداری
اول	Cross-section F	۸۹/۹۲	۱۷۹	۰/۰۰۰
دوم	Cross-section F	۵۵/۰۱	۱۷۹	۰/۰۰۰
سوم	Cross-section F	۱۱/۵۸	۱۷۹	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

در این آزمون اگر سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد، روش انتخابی روش داده‌های تلفیقی و در غیر این صورت روش داده‌های پنل روش مناسب خواهد بود. بر این اساس و بر اساس خروجی آزمون که نشان می‌دهد سطح معناداری برای آماره F برابر ۰/۰۰۰ است، روش مورد استفاده در این مدل روش داده‌های پنل می‌باشد.

پس از آنکه مدل داده‌های تلفیقی انتخاب شد، برای تشخیص و شناخت درست مدل مورد استفاده و اینکه مدل اثرات ثابت است یا مدل اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده می‌نماییم؛ که خروجی آزمون در جدول ۵ ارائه‌شده است:

www.SID.ir

Archive of SID

جدول ۵. نتایج آزمون هاسمن

فرضیه	خلاصه آزمون	آماره خی‌دو	درجه آزادی خی دو	سطح معناداری
اول	Cross-section random	۳۹/۷۰	۷	۰/۰۰۰
دوم	Cross-section random	۳۲/۷۱	۶	۰/۰۰۰
سوم	Cross-section random	۱۷/۰۷	۵	۰/۰۰۴

منبع: یافته‌های پژوهش

خروجی این آزمون آماره خی‌دو آزمون هاسمن است که اگر سطح معناداری آن کوچک‌تر از ۰/۰۵ باشد، مدل اثرات ثابت در سطح ۹۵ درصد به بالا پذیرفته می‌شود. همان‌طور که از خروجی آزمون هاسمن داده‌های پژوهش بر می‌آید، سطح معناداری برابر است با ۰/۰۰۰ که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد و نشان می‌دهد مدل پژوهش به‌صورت اثرات ثابت می‌باشد.

تخمین مدل و تفسیر نتایج

نتایج تخمین مدل برای فرضیه اول در جدول ۶ ارائه‌شده است:

جدول ۶. نتایج تخمین مدل رگرسیون

نام متغیر	ضریب	خطای رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۱/۹۶۸	۰/۴۸۰	۴/۱۰۲	۰/۰۰۰
شاخص حاکمیت شرکتی	۰/۰۰۳	۰/۰۰۷	۰/۴۴۴	۰/۶۵۷
نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی	-۰/۱۱۵	۰/۰۲۰	-۶/۶۵۱	۰/۰۰۰
نسبت تعداد سهام عادی	-۰۰۶/	۰/۰۰۰	-۱/۴۷۵	۰/۱۴۰
درصد مالکیت سهامداران نهادی	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	-۳/۳۱۱	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	-۰/۰۱۷	۰/۰۳۳	-۰/۵۲۶	۰/۵۹۸
اهرم مالی	-۰/۷۲۰	۰/۰۶۸	-۱۰/۶۲۳	۰/۰۰۰
سود قبل از بهره و مالیات	۰/۰۳۰	۰/۰۱۳	۲/۳۶۱	۰/۰۱۸
ضریب تعیین	۰/۷۹۳	آماره F		۱۴/۷۶۸
ضریب تعیین اصلاح شده	۰/۷۴۰	سطح معناداری F		۰/۰۰۰
انحراف معیار رگرسیون	۰/۴۸۹	آماره دوربین واتسون		۲/۳۳۴

منبع: یافته‌های پژوهش

در بررسی معناداری ضرایب، از آنجا که سطح معنی‌داری برای ضریب شاخص حاکمیت شرکتی برابر با ۰/۶۵۷ می‌باشد و بزرگ‌تر از ۵ صدم است، تأثیر معنادار این متغیر بر ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. لازم به ذکر است که متغیر نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیری معنادار و منفی بر ارزش شرکت می‌گذارد. سطح معناداری نسبت تعداد سهام عادی نزد مدیران به کل سهام نزد سهامداران

www.SID.ir

Archive of SID

نیز نشان می‌دهد که این متغیرها بر ارزش شرکت تأثیری ندارند. متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی تأثیری معنادار و منفی را بر ارزش شرکت می‌گذارد و متغیر کنترلی اندازه شرکت نیز تأثیر معناداری را بر ارزش شرکت ندارد. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۷۹۳ است و این یعنی متغیرهای مستقل می‌توانند ۷۹ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۳۳۴ بوده و نشان‌دهنده این امر است که پسماندها با هم خود همبستگی ندارند.

نتایج تخمین مدل برای فرضیه دوم به شرح جدول ذیل است:

جدول ۷. نتایج تخمین مدل رگرسیون

نام متغیر	ضریب	خطای رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۲/۰۱۳	۰/۴۷۰	۴/۲۷۸	۰/۰۰۰
نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی	-۰/۱۲۰	۰/۰۱۹	-۶/۱۰۷	۰/۰۰۰
نسبت تعداد سهام عادی	-۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۱/۶۹۳	۰/۰۹۰
درصد مالکیت سهامداران نهادی	-۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	-۳/۳۴۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-۰/۰۱۸	۰/۰۳۲	-۰/۵۷۱	۰/۵۶۷
اهرم مالی	-۰/۷۱۹	۰/۰۶۴	-۱۱/۱۶۲	۰/۰۰۰
مخارج سرمایه‌ای	۰/۰۳۳	۰/۰۱۷	۱/۸۸۲	۰/۰۶۰
ضریب تعیین	۰/۷۹۹	آماره F		۱۵/۴۱۹
ضریب تعیین اصلاح شده	۰/۷۴۷	سطح معناداری F		۰/۰۰۰
انحراف معیار رگرسیون	۰/۴۹۰	آماره دوربین واتسون		۲/۳۳۵

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به سطح معنی‌داری به دست آمده برای متغیر نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی که کوچک‌تر از ۵ صدم است و همچنین مقدار آماره تی، می‌توان به این نتیجه رسید که نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر منفی و معناداری بر ارزش شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. متغیر نسبت تعداد سهام عادی تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. سطح معناداری نسبت تعداد سهام عادی نزد مدیران به کل سهام نزد سهامداران نیز نشان می‌دهد که این متغیرها بر ارزش شرکت تأثیری ندارند لازم به ذکر است که متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأثیری معنادار و منفی را بر ارزش شرکت می‌گذارد و متغیر کنترلی اندازه شرکت نیز تأثیر معناداری را بر ارزش شرکت ندارد. همچنین متغیر کنترلی اهرم مالی نیز تأثیر منفی و معناداری را بر ارزش شرکت دارد. نهایتاً متغیر کنترلی مخارج سرمایه‌ای نیز تأثیر معناداری را بر ارزش شرکت ندارد. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۷۹۹ است و این یعنی متغیرهای مستقل می‌توانند ۷۹ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۳۳۵ بوده و نشان‌دهنده این امر است که پسماندها با هم خود همبستگی ندارند.

www.SID.ir

Archive of SID

نتایج تخمین مدل برای فرضیه سوم در جدول ۸ بیان شده است:

جدول ۸. نتایج تخمین مدل رگرسیون

نام متغیر	ضریب	خطای رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	-۱/۴۲۷	۱/۳۰۲	-۱/۰۹۵	۰/۲۷۳
نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی	-۰/۲۱۵	۰/۰۸۴	-۲/۵۳۵	۰/۰۱۱
کیوتوبین	-۰/۰۷۵	۰/۰۵۷	-۱/۳۲۰	۰/۱۸۷
اندازه شرکت	۰/۷۳۲	۰/۰۹۰	۸/۱۴۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۸۲۶	۰/۲۵۱	-۳/۲۸۳	۰/۰۰۱
مخارج سرمایه‌ای	-۰/۰۰۵	۰/۰۴۲	-۰/۱۴۲	۰/۸۸۷
ضریب تعیین	۰/۸۶۶	آماره F		۲۵/۱۴۴
ضریب تعیین اصلاح شده	۰/۸۳۱	سطح معناداری F		۰/۰۰۰
انحراف معیار رگرسیون	۱/۰۷۹	آماره دوربین واتسون		۲/۱۲۵

منبع: یافته‌های پژوهش

مقادیر سطح معناداری و مقدار آماره تی به دست آمده برای نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی کوچک‌تر از ۵ صدم و بزرگ‌تر از ۲ است و این حاکی از این است که نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی تأثیر منفی و معناداری بر شاخص حاکمیت شرکتی در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. سطح معناداری کیو توبین نشان داد که این متغیر بر ارزش شرکت تأثیری ندارند. بر اساس مقدار ضرایب نیاز به تأمین مالی برون‌سازمانی بر ارزش شرکت تأثیری معنادار و منفی دارد. متغیر نسبت تعداد سهام عادی تأثیری بر ارزش شرکت ندارد. متغیر کنترلی اندازه شرکت نیز تأثیر مثبت و معناداری را بر ارزش شرکت دارد. همچنین متغیر کنترلی اهرم مالی نیز تأثیر منفی و معناداری را بر ارزش شرکت دارد. متغیر مخارج سرمایه‌ای تأثیر معناداری بر ارزش شرکت ندارد. مقدار ضریب تعیین برابر با ۰/۸۶۶ است و این یعنی متغیرهای مستقل می‌توانند ۸۶ درصد متغیر وابسته را توضیح دهند. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۲/۱۲۵ بوده و نشان‌دهنده این امر است که پسماندها با هم خود همبستگی ندارند.

پس از برآورد مدل به بررسی رابطه علیت بین متغیرها پرداخته و برای بررسی رابطه علیت بین متغیرها از آزمون علیت گرنجر (برای فرضیه سوم) استفاده خواهد شد که نتایج این آزمون در جدول (۹) آورده شده است.

جدول ۹. آزمون علیت گرانجری

فرض صفر	آماره F	سطح معنی‌داری
شاخص حاکمیت شرکت علیت گرنجری ارزش شرکت نیست	۱/۸۰۷	۰/۱۶۵
ارزش شرکت علیت گرنجری شاخص حاکمیت شرکتی نیست	۰/۹۰۹	۰/۴۰۳

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج آزمون علیت گرنجری، هیچ رابطه‌ی یک سویه و یا دو سویه‌ای بین شاخص حاکمیت شرکت و ارزش شرکت وجود ندارد.

www.SID.ir

Archive of SID

در جدول ۱۰ نتایج آزمون‌های واریانس ناهمسانی، خودهمبستگی و نرمال بودن گزارش شده است. بر اساس نتایج این جدول، با توجه به سطح معنی‌داری که بزرگ‌تر از مقدار خطای ۵ درصد می‌باشد، فرضیه همسانی واریانس در بین اجزاء اخلال را نمی‌توان رد نمود، بنابراین واریانس ناهمسانی در بین اجزاء اخلال وجود ندارد. همچنین با توجه به بزرگ بودن سطح معنی‌داری از مقدار خطای ۵ درصد فرض عدم وجود خودهمبستگی پیاپی در اجزاء اخلال را نمی‌توان رد نمود، بنابراین در بین اجزاء اخلال خودهمبستگی پیاپی وجود ندارد. همچنین با توجه به سطح معنی‌داری که بزرگ‌تر از مقدار خطای ۵ درصد می‌باشد، فرض نرمال بودن جزء خطاها تائید می‌شود.

جدول ۱۰. آزمون‌های تشخیصی مدل

	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خودهمبستگی		آزمون نرمال پذیری	
	آماره F	Prob	آماره F	Prob	آماره F	Prob
مدل اول	۱۹/۲۳	۰/۰۷۲	۸/۲۶	۰/۰۸۶	۲۱/۰۶	۰/۰۹۰
مدل دوم	۱۱/۵۵	۰/۰۷۷	۱۴/۱۲	۰/۰۶۵	۳۳/۲۸	۰/۱۲۱
مدل سوم	۲۷/۰۱	۰/۰۵۹	۱۷/۴۴	۰/۰۶۹	۳۶/۳۹	۰/۰۷۸

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری و بحث

نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل آماری اطلاعات جمع‌آوری شده مربوط به ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶، نشان‌دهنده آن است که بین نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت رابطه منفی و معناداری وجود دارد. همچنین رابطه نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و شاخص حاکمیت شرکتی منفی و معنادار می‌باشد. این در حالی است که شاخص حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیری معناداری ندارد.

نتایج تحلیل فرضیه اول نشان داد که شاخص حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیری ندارد که می‌تواند بیانگر این مورد باشد که سرمایه‌گذاران در بازار سهام ایران به معیارهای حاکمیت شرکتی در انتخاب سرمایه‌گذاری خود توجه نمی‌کنند و شاید دلیل توجه نکردن آن‌ها نیز نبودن رتبه‌بندی مناسب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس معیارهای حاکمیت شرکتی باشد و این نشان می‌دهد که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، در نمونه ما، فعال نیست. همچنین از دلایل ناکارآمدی سازوکارهای حاکمیت شرکتی در ایران، عدم آگاهی سرمایه‌گذاران از حقوق خود و همچنین قابلیت‌های این معیارها برای ایجاد محیطی شفاف و پاسخگوست. بر اساس دلیل احتمالی دیگر، این اصول توسط شرکت‌ها به‌طور دقیق و اصولی، اجرا و پیاده‌سازی نشده است. 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 ارزش شرکت دست یابد. نتایج این پژوهش مخالف با مطالعات ببچوک و همکاران (۲۰۰۹)؛ چن و همکاران (۲۰۱۰)؛ کانلی و همکاران (۲۰۱۷)؛ و معین‌الدین و همکاران (۱۳۹۳) می‌باشد ولی هم‌راستا با

www.SID.ir

Archive of SID

یافته‌های پژوهش دمستز[1] (۱۹۸۳)؛ کاسپار[2] (۲۰۰۷)؛ حساس یگانه و مولودی (۱۳۹۰)؛ گوپتا و همکاران (۲۰۰۹)؛ آسانت‌دارکوو همکاران (۲۰۱۸) و ژسوپوا و همکاران (۲۰۰۱۸) می‌باشد.

بر اساس تحلیل فرضیه دوم، بین نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت رابطه معنادار و منفی وجود دارد. در این رابطه می‌توان گفت که وجود این ارتباط به این دلیل است که ساختار سرمایه، ترکیب منابع وجوه بلندمدت مورد استفاده شرکت است. یکی از دلایل منفی بودن این رابطه را می‌تواند سیستم نظارت ضعیف در شرکت‌های موردبررسی عنوان کرد. بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند تأثیر مثبتی بر تأمین مالی داشته باشد. علاوه بر این، یافته دو کانال اصلی را برجسته می‌کند که از طریق آن‌ها شرکت‌ها می‌توانند از هزینه کمتری برای تأمین مالی برخوردار شوند. کانال اول کاهش مشکلات نمایندگی در بنگاه است. این امر می‌تواند از طریق ترکیب و ساختار بهتر هیئت‌مدیره حاصل شود. کانال دوم کاهش تقارن اطلاعات است. عدم تقارن اطلاعات را می‌توان از طریق یک سیاست افشای بهتر کاهش داد؛ اما چن و همکاران (۲۰۱۰)؛ النجار و النجار (۲۰۱۷)؛ قوما و همکاران (۲۰۱۹)؛ دریافتند که بین تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد.

نتیجه بررسی فرضیه سوم نشان داد که بین نیازهای تأمین مالی برون‌سازمانی و شاخص حاکمیت شرکتی رابطه معنادار و منفی وجود دارد. این نتیجه می‌تواند بیانگر این موضوع باشد که شرکت‌هایی که درصد و تعداد اعضای غیرموظف در آن‌ها بالاست به دلیل ارتباط و حضور کم آنان در شرکت نسبت به مدیران اجرائی و دسترسی آسان‌تر به منابع مالی خارجی، تمایل بیشتری به استفاده از تأمین منابع مالی خارج از شرکت از خود نشان می‌دهند. این نتایج منطبق با نتایج پژوهش‌های چن و همکاران (۲۰۱۰) می‌باشد؛ اما مخالف با نتایج پژوهش لن و همکاران (۲۰۰۷) می‌باشد. با توجه به این‌که یکی از مهم‌ترین تصمیماتی که در یک سازمان اتخاذ می‌گردد، نحوه تأمین مالی می‌باشد که این موضوع تعیین کننده ترکیب سرمایه شرکت بوده و هرکدام از راهکارهای تأمین مالی که انتخاب شود تأثیرات متفاوتی بر شرکت می‌گذارد؛ بنابراین، متغیرهای حاکمیت شرکتی می‌تواند تأثیر معناداری بر تصمیمات مرتبط با تأمین مالی داشته باشد.

با توجه به اهمیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین تأمین مالی برون‌سازمانی و ارزش شرکت، پیشنهاد این پژوهش برای اقدام عملی، تهیه و گزارش منظم رتبه‌بندی‌هایی از وضعیت حاکمیت شرکتی شرکت‌ها است. انتشار چنین رتبه‌بندی‌هایی دو اثر مثبت در بر خواهد داشت. اول اینکه موجب آگاهی بیشتر سهامداران از وضعیت حاکمیت شرکتی خواهد شد؛ و دوم باعث ایجاد انگیزه در مدیران جهت بهتر کردن وضعیت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های تحت مدیریت‌شان خواهد شد. مدیران واحدهای تجاری چنانچه به دنبال عوامل مؤثر بر افزایش ساختار سرمایه می‌باشند، به‌صورت جدی زمینه‌های تقویت کیفیت حاکمیت شرکتی را در واحدهای تجاری تحت کنترل را فراهم آورند؛ زیرا این امر موجب انتخاب ساختار سرمایه بهینه می‌گردد. بومی کردن مفاهیم حاکمیت شرکتی و انطباق آن با بستر فرهنگی و اقتصادی در ایران توسط مراجع که این اقدام موجب غنا و تقویت مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی در ایران می‌گردد. از نتایج

1. Demsetz
2. Caspar

www.SID.ir

Archive of SID

این پژوهش می‌توان در تدوین آیین‌نامه حاکمیت شرکت‌ها در ایران بهره برد. نتایج این پژوهش می‌تواند موردتوجه مجامع و هیئت‌مدیره‌های شرکت‌ها جهت شناخت راهکارهای افزایش سطح عملکرد قرار گیرد؛ و سرمایه‌گذاران می‌توانند با توجه به عوامل تأثیرگذار بر ارزش شرکت‌ها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند. همچنین به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی بر اساس نوع صنعت روابط بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی، تأمین مالی و ارزش شرکت را مورد آزمون قرار دهند. قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بازهٔ زمانی بین سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بوده است؛ بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر باید با احتیاط عمل شود.

همچنین به‌منظور دستیابی به نتایج جامع‌تر، پیشنهاد می‌شود تا پژوهش حاضر در سال‌های آتی با در نظر گرفتن محدوده زمانی گسترده‌تری صورت پذیرد چرا که این امر موجب افزایش تعداد مشاهدات و اعتبار بیشتر نتایج به‌دست‌آمده خواهد شد. این پژوهش را می‌توان در مورد رابطه سایر سازوکارهای حاکمیت شرکتی از قبیل کمیته حسابرسی و عملکرد بررسی نمود.

ملاحظات اخلاقی:

حامی مالی: مقاله حامی مالی ندارد.

مشارکت نویسندگان: تمام نویسندگان در آماده سازی مقاله مشارکت داشتند.

تعارض منافع: بنا براظهار نویسندگان در این مقاله هیچگونه تعارض منافعی وجود ندارد.

تعهد کپی رایت: طبق تعهد نویسندگان حق کپی رایت رعایت شده است.

www.SID.ir

Archive of SID

منابع

حســـاس یگانه، یحیی و مولودی، عبدالله. (۱۳۹۰). **رابطه حاکمیت شـــرکتی و ارزش ایجادشده برای سهامداران**. *مطالعات مدیریت صنعتی*، ۹(۳۳)، ۲۳۳-۲۶۱.

خدادادی، ولی و تاکر، رضا. (۱۳۹۱). **تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**. *تحقیقات حسـابداری و حسابرسی*، ۴(۱۵)، ۹۷- ۱۱۸.

دیلمی، صفیه و صفری‌گرایلی، مهدی. (۱۳۹۵). **بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و نوسان بازده سهام**. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۶(۱)، ۱۱۵- ۱۳۶.

رضـایی، محسـن و ناظمی، امین. (۱۳۹۸). **الگوی راهبری شرکتی در بانک‌های ایران**. *حسابداری مالی*، ۱۱(۱۴)، ۱۲۶- ۱۵۰.

زارعی، قا سم و عبدالله‌زاده شقاقی، علی. (۱۳۹۷). **رابطه بین کیفیت افشای اطلاعات و تأمین مالی خارجی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به نقش تعدیلگر رشد شرکت و ساختار مالکیت**. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۷(۲۳) ، ۳۳- ۶۰.

صراف، فاطمه؛ برزگر، قدرت اله و محمدی، مهسا. (۱۳۹۷). **هموارسازی سود، مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت**. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، ۴(۳۹)، ۱۸۹- ۲۱۰.

صـــفرزاده، محمدحســـین. (۱۳۹۳). **نقش راهبری شـــرکتی در توضـــیح چســـبندگی هزینه‌ها**. *حسابداری مالی*، ۶(۲۳)، ۱- ۲۱.

فتاحی نافچی، حسـن و خواجه‌وند کاجی، میلاد. (۱۳۹۷). **تأثیر سن شرکت بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱(۴)، ۷۲- ۸۵.

مدرس، احمد و فعلی، مریم. (۱۳۸۷). **رابطه نظام راهبری شرکتی با ارزش شرکت**. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۶(۲۳)، ۸۹- ۱۰۶.

معین‌الدین، محمود؛ سعیدا اردکانی، سعید؛ فا ضل یزدی، علی و زین‌الدینی میمند، لیلی. (۱۳۹۳). **برر سی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، *دانش سرمایه‌گذاری*، ۳(۹)، ۱۰۱- ۱۳۲.

مهربانی، فاطمه و دادگر، یداله. (۱۳۹۲). **محاسبـه شاخص کیفیت حـاکمیت شرکتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران**. *مطالعات و سیا ست‌های اقتصادی*، ۹(۱)، ۴۷- ۶۸.

Aggarwal, R. Schloetzer, J. D. & Williamson, R. (2019). **Do corporate governance mandates impact long-term firm value and governance culture?** *Journal of Corporate Finance*, 4(59), 202-217.

Agrawal, A. & Knoeber, C. R. (1996). **Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders**. *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* 31(3), 377-397.

www.SID.ir

Archive of SID

Al-Najjar B. (2015). **The effect of governance mechanisms on small and medium-sized enterprise cash holdings: Evidence from the United Kingdom.** *Journal of Small Business Management*, 53(2), 303-320.

Al-Najjar, B. & Al-Najjar, D. (2017). **The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence**. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), 1-31.

Asante-Darko, D. Adu Bonsu, B. Famiyeh, S. Kwarteng, A. & Goka, Y. (2018). **Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange. Governance structures, cash holdings and firm value on the Ghana stock exchange**. *The International Journal of Business in Society*, 18(4), 671-685.

Baek, J-S. Kang, J-K. Park, K.S. (2004). **Corporate governance and firm value: Evidence from the Korean financial crisis**. *Journal of Financial Economics*, 71(2), 265-313.

Bebchuk, L. A. Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). **What matters in corporate governance?** *Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.

Bhat, K. U. Chen, Y. Jebran, KH. & Bhutto, N. A. (2018). **Corporate governance and firm value: a comparative analysis of state and non-state owned companies in the context of Pakistan**. *The International Journal of Business in Society*, 18(6), 1196-1206.

Bozec, Y. & Bozec, R. (2010). **Overall governance and cost of capital: Evidence from Canada using panel data.** *Journal of Global Business Management,* 6(1), 1-11.

Caspar, R. (2007). **Can institutional investors fix the corporate governance problem? Some Danish evidence**. *Journal of Management & Governance*, 11(4), 405-428.

Chen, W-P. Chung, H. Hsu, T-L. Wu, S. (2010). **External financing needs, corporate governance, and firm value.** *Corporate Governance: An International Review*, 18(3), 234-249.

Connelly, J. TH. Limpaphayom, P. Nguyen, H. T. & Tran, T. D. (2017). **A tale of two cities: Economic development, corporate governance and firm value in Vietnam**. *Research in International Business and Finance*, 42, 102-123.

Cremers, K. J. M. & Nair, V.B. (2005). **Governance mechanisms and equity prices.** *Journal of Finance*, 60(6), 2859‑2894.

Dadgar, Y. & Naderi, M. (2010). **Corporate governance in capital market of Muslim countries,** Amicus™ Books, 156-188. http://WWW.SSRN.com. (In Persian)

Daylami, S. & safari, M. (2016). **The Relation between corporate governance quality and stock return volatility**. *Experimental Accounting Practitioners*, 6(1), 115- 136. (In Persian)

www.SID.ir

Archive of SID

Demsetz, H. (1983). **The structure of ownership and the theory of the firm**. *Journal of Law & Economics*, 26 (2), 375-390.

Fatahi Nafchi, H. & Khajehvand Kaji, M. (2018). **The impact of firm age on the relationship between corporate governance and the capital structure of companies listed in Tehran Stock Exchange**. *Quarterly Journal of Accounting and Management*, 1(4), 72-85. (In Persian)

Ghouma, H. Ben-Nasr, H. & Yan, R. (2018). **Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada**. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 138-148.

Gloria, S. D. & Mantovani, G. M. (2017). **On the shareholders' composition of the company and the governance mechanisms of the firm. Can this contribute to the firm performance** (Including the capacity to attract capital and bank allowances)? Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2907278 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2907278.

Gupta, P. P. Kennedy, D. B. and Weaver, S. C. (2009). **Corporate governance and firm value: Evidence from Canadian capital markets**. *Corporate Ownership and Control Journal*, 6(3), 293-307.

Hassas Yeganeh, Y. & Moloudi, A. (2011). **The Relationship between Corporate Governance and Created Shareholder Value.** *Industrial Management Studies*, 9(23), 233-261. (In Persian)

Iqbal, S. Nawaz, A. & Ehsan, S. (2019). **Financial performance and corporate governance in microfinance: Evidence from Asia**. *Journal of Asian Economics*, 60, 1-13.

Khodadadi, V. & Takor, R. (2012). **Investigation the impact corporate governance structure on financial Performance and valuation in public firms.** *Accounting and Audit Research*, volume 15, 97-118. (In Persian)

Mehrabani, F. & Dadgar, Y. (2013). **Calculating the quality index of corporate governance of companies in Tehran Capital Market**. *Economic Studies and Policies*, 9(1), 47- 68. (In Persian)

Modarres, A. & Fe'li, M. (2008). **The relation between corporate governance and firm value in Tehran Stock Exchange**. *Empirical Studies on Financial Accounting*, 6(23), 89- 106. (In Persian)

Moeinaddin, M. Saeida ardakani, S. Fazel Yazdi, A. & Zeinnadini mimand, L. (2014). **The impact of corporate governance on the relationship between capital structure and firm value in the Tehran listed firms using structural equation modeling**. *Investment Knowledge*, 3(9), 101- 132. (In Persian)

Ranjan Dash, S. & Raithatha, M. (2019). **Corporate governance and firm performance relationship: Implications for risk-adjusted return behavior,** ***Management and Decision Economics***. *Managerial and Decision Economics,* 8(40), 623-940.

www.SID.ir

Archive of SID

Rezaei, M. & Nazemi, A. (2019). **Corporate governance pattern in Iranian banks.** *Financial Accounting Quarterly*, 11(14), 126- 150. (In Persian)

Ripamonti, A. & Kayo, E. (2016). **Corporate governance and capital structure in Brazil: Stock, bonds and substitution.** *Mackenzie Management Review,* 17(5), 85-109.

Safarzadeh, M. H. (2014). **Investigating the role of corporate governance in explaining cost stickiness**. *Quarterly Financial Accounting Journal,* 6 (23), 1-21. (In Persian)

Sarraf, F. Barzegar, G. & Mohammadi, M. (2018). **Firms' earnings smoothing, corporate social responsibility, and value**. *Accounting & Auditing Studies*, 39, 189-210. (In Persian)

Siagian, F. Siregar, S. V. & Rahadian, Y. (2013). **Corporate governance, reporting quality, and firm value: Evidence from Indonesia**. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 3(1), 4-20.

Siddiqui, S. S. (2015). **The association between corporate governance and firm performance – A meta-analysis**. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 218-237.

Stulz, R. (1990). **Managerial discretion and optimum financing policies.** *Journal of Financial Economics,* 26(1), 2-27.

Vivek, M. Park, Y. K. & Son, M. (2012). **Equity or debt financing: Does good corporate governance matter?** *International Review*, 20(2), 195–211.

Zarei, GH. & Abdollahzadeh Shaghaghi, A. (2018). **The relationship between the quality of information disclosure and foreign financing of listed companies in Tehran Stock Exchange considering the moderatin role of g corporate growth and ownership structure.** *Financial Management Outlook*, 23(4), 33- 60. (In Persian)

Zhussupova, Z. Onyusheva, I. & El-Hodiri, M. (2018). **Corporate governance and firm value of Kazakhstani companies in the conditions of economic instability.** *Polish Journal of Management Studies,* 17(2), 235-245.

www.SID.ir