

Analysis of the Effect of Corporate Governance Dimensions on the Components of Corporate Financial Management Decisions (The Case of Tehran Stock Exchanges)¹

Saeed Dehghan Khavari², Seyed Hossein Mirjalili³,
Mohammad Hossein Abdorrahimian⁴, Mostafa Azizian⁵

Received: 2021/04/06

Accepted: 2021/09/01

Research Paper

Abstract

One of the main factors in promoting the financial and economic efficiency of the firm is corporate governance, which includes a set of relationships between the company's management, board of directors, shareholders and other stakeholders. Also, the importance of the company's financial management decisions in the optimal allocation of resources and the role of corporate governance in improving it, shows the necessity of the subject. Therefore, the amount and direction of the impact of various aspects of corporate governance, including ownership and independence of the board, the share of institutional investors and duality of CEOs using the financial data of companies on the Tehran Stock Exchange during the period 1393-97. For this purpose, the components of corporate governance are considered as predictor variables and the variables of leverage, size and life of the company are considered as control variables. The results show that board share ownership has a significant impact on investment decisions and company performance. Also, the independence of the board of directors as one of the dimensions of corporate governance is significantly related to the three components of financial management decisions.

Key Words: Corporate Governance, Financial management decisions, Financial Reporting Quality, Investment Decisions, Stock Exchange.

JEL Classification: G34, C23

1. DOI: 10.22034/JSE.2021.11512.1649

2. Assistant Professor, Department of Economics, Meybod University, Meybod, Iran (Corresponding Author) saeed.khavari@gmail.com

3. Associate Professor of Economics, Department of Economics, Institute for Humanities and Cultural Studies

4. Instructor, Department of Management, Meybod University, Meybod, Iran

5. M.Sc. in Financial Engineering, Elmo Honar University, Yazd, Iran



سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال چهاردهم، شماره ۵۵، پاییز ۱۴۰۰، صص ۲۴۰-۲۱۷

تحلیل تأثیر ابعاد راهبری شرکتی بر مؤلفه‌های تصمیمات مدیریت مالی شرکت (مورد مطالعه: بورس و اوراق بهادار تهران)^۱

سعید دهقان خاوری^۲، سید حسین میرجلیلی^۳

محمد حسین عبدالرحیمیان^۴، مصطفی عزیزیان^۵

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۱/۱۷

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۰

مقاله پژوهشی

چکیده

یکی از عوامل اصلی ارتقاء کارایی مالی و اقتصادی بنگاه، نظام راهبری و یا حاکمیتی شرکتی می‌باشد که شامل مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهام‌داران و سایر گروه‌های ذی‌نفع است. همچنین اهمیت تصمیمات مدیریت مالی شرکت در تخصیص بهینه منابع و نقش راهبری شرکتی در بهبود آن، ضرورت پرداختن به این موضوع را نشان می‌دهد. از این رو در این پژوهش با استفاده از داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و اوراق بهادار تهران طی دوره ۹۷-۱۳۹۳، میزان و جهت اثرگذاری ابعاد مختلف حاکمیتی شرکتی از جمله مالکیت و استقلال هیأت مدیره، سهم سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی مدیران عامل بر مؤلفه‌های تصمیمات مدیریت مالی برآورد شده است. بدین منظور مؤلفه‌های راهبری شرکتی به عنوان متغیرهای پیش‌بین و متغیرهای اهرم، اندازه و عمر شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است. نتایج نشان می‌دهد مالکیت سهام هیأت مدیره بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت، تأثیر معنی‌دار دارد. همچنین استقلال هیأت مدیره به عنوان یکی از ابعاد حاکمیتی شرکتی، به صورت معنی‌داری با سه مؤلفه تصمیمات مدیریت مالی در ارتباط است.

واژه‌های کلیدی: روان‌شناسی پول، شخصیت پولی مدیران، عملکرد مالی شرکت، ارزش شرکت.

طبقه‌بندی موضوعی: G34, C23

DOI: 10.22034/JSE.2021.11512.1649

۲. استادیار و عضو هیأت علمی گروه اقتصاد دانشگاه میبد. (نویسنده مسئول). saeed.khavari@gmail.com

۳. استاد دانشکده اقتصاد پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی.

۴. مربی و عضو هیأت علمی گروه مدیریت دانشگاه میبد.

۵. کارشناس ارشد مهندسی مالی دانشگاه علم و هنر یزد.

مقدمه

راهبری شرکتی به عنوان مجموعه ای از مکانیسم ها در نظر گرفته می شود که مرتبط با مسائل نمایندگی و کنترل ریسک داخلی شرکت است. در این میان بررسی ساختار مالکیت و ساختار هیأت مدیره به عنوان ابعاد راهبری شرکتی که با ایجاد ارزش افزوده اقتصادی برای شرکت، تدوam فعالیت آن را رقم می زند، حائز اهمیت است (Elsayed & Elbardan, 2018). بررسی پژوهش های گذشته حاکی از آن است که معیارهای راهبری شرکت موجب ارتقای کیفیت گزارشگری مالی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می شود و ساز و کارهای قوی راهبری شرکتی موجب اتخاذ تصمیمات بهینه در راستای تخصیص کارای منابع اقتصادی را فراهم می آورد. به نحوی که این تصمیمات موجب ارتقای ارزش شرکت می شود. به زعم لوزانو و همکاران (Lozano, et al., 2017) به نظر می رسد در واقعیت، مدیریت به دنبال منافع دیگری به جز حداکثرسازی ارزش شرکت است و اهدافی نظیر مقام، عملکرد خود در شرکت، حقوق و مزایایی بالاتر و ... را دنبال می کند که همگرایی چندانی با منافع سهامداران ندارد.

اما غالب مطالعات صورت گرفته در زمینه تصمیمات مالی، تنها بر یک جنبه از آن تأکید نموده اند. این در حالی است که تصمیمات مالی مدیریت، مفهومی پیچیده و چند بعدی است و از این نظر پژوهش حاضر، به منظور ارزیابی دقیق تر، شاخص های مختلفی نظیر کیفیت گزارشگری مالی، تصمیمات سرمایه گذاری و نیز عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار را مورد توجه قرار می دهد. همچنین دو جنبه ساختار مالکیت و ساختار هیأت مدیره را به عنوان دو بعد اصلی راهبری شرکتی بررسی می کند. با وجود این، تحقیقات اندکی درباره مؤلفه های راهبری شرکتی و به خصوص ارتباط آن با تصمیمات مالی شرکت ها در ایران صورت گرفته است. با توجه به استقبال سرمایه گذاران خرد از سرمایه گذاری در بورس، بررسی این موضوع در بازار سرمایه ایران از اهمیت دوچندانی برخوردار است. پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سوال است که ابعاد راهبری شرکتی، چه تأثیری بر مؤلفه های تصمیمات مدیریت مالی در شرکت های منتخب بورس اوراق بهادار تهران دارد؟ بنابراین فرضیات تحقیق بدین صورت می باشد: ارتباط معناداری بین راهبری شرکتی (ساختار مالکیت شرکت و ساختار هیأت مدیره) با کیفیت گزارشگری مالی، تصمیمات سرمایه گذاری، عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار وجود دارد.

سازماندهی مقاله به ترتیب زیر است. پس از مقدمه، در بخش دوم، ادبیات نظری در زمینه راهبری شرکت، تصمیمات مدیریت مالی شرکت معرفی می گردد. در بخش سوم، پیشینه تحقیق ارائه می شود. بخش چهارم اختصاص به ارائه روش تحقیق دارد. بخش پنجم، به ارائه مدل و برآورد آن می پردازد. سرانجام بحث و نتیجه گیری آخرین بخش مقاله را تشکیل می دهد.

ادبیات نظری

بر اساس تعریف سازمان همکاری اقتصادی و توسعه راهبری شرکتی مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران، و سایر ذی‌نفعان شرکت است. راهبری شرکتی ساختاری را فراهم می‌آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران معلوم می‌گردد. حاکمیت شرکتی مطلوب باید برای هیأت مدیره و مدیریت، انگیزه‌های مناسبی ایجاد کند تا اهدافی را که به نفع شرکت و سهامداران آن است دنبال نماید و همچنین نظارت مؤثر و کارآمد را تسهیل کند (سماوات، ۱۳۹۵).

راهبری شرکتی مربوط به فرایندها و ساختارهایی است که از طریق آن اعضای علاقه‌مند به شرکت اقدامات فعالانه‌ای را برای محافظت از منافع ذینفعان انجام می‌دهند و کلیه عوامل تأثیرگذار بر روند نهادی شرکت در بر می‌گیرد از جمله کنترل کنندگان و تنظیم کنندگانی در سازماندهی تولید و فرآیند فروش کالا و خدمات شرکت نقش دارند. راهبری شرکتی در در دهه‌های اخیر با رشد و گسترش شرکت‌ها در هر دوی اقتصادهای توسعه یافته و در حال ظهور، اهمیت بیشتری پیدا کرده است (Kyere and Ausloos, 2021).

در این خصوص چند چارچوب نظری متفاوت برای توضیح و تحلیل حاکمیت شرکتی مطرح شده‌است. نظریه نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی است. از دیدگاه نظریه نمایندگی^۱ جدایی مالکیت از مدیریت شرکت‌ها باعث شد تا سهامداران بر مدیریت شرکت نفوذ کمی داشته‌باشند و این مسأله، مشکل نمایندگی را ایجاد کرد. بررسی‌ها بیانگر آن است که افزایش درصد مالکیت سهام مدیریت کمک می‌کند تا منافع سهامداران و مدیران یک جهت شود، به طوری که وقتی درصد مالکیت سهام اعضای هیأت مدیره افزایش پیدا می‌کند، عملکرد شرکت از طریق کاهش هزینه‌های نمایندگی افزایش پیدا می‌کند (نجیبی، ۱۳۹۵).

1. Agency Theory

همچنین در نظریه هزینه معاملات^۱ فرض می‌شود که مدیران هم‌چون افراد دیگر در برخی مواقع، فرصت طلب هستند. فرصت طلبی به صورت تمایل کارگزار در به کارگیری تمام روش‌های موجود برای افزایش منافع شخصی تعریف شده است. چنین رفتار فرصت‌طلبانه‌ای می‌تواند نتایج نامطلوبی برای شرکت و سهام‌داران به بار آورد؛ در نتیجه، این عملکرد نیاز به کنترل دارد (فتوحی، ۱۳۹۴).

نظریه ذی‌نفعان^۲ به تدریج از دهه ۱۹۷۰ توسعه یافت. یکی از اولین توضیحات در مورد این نظریه، توسط فریدمن ارائه گردید. او می‌گوید اساس تئوری ذی‌نفعان این است که شرکت‌ها بسیار بزرگ‌شده‌اند و تأثیر آنها بر جامعه آن‌چنان عمیق است که باید به جز سهام‌داران، به بخش‌های بیشتری از جامعه توجه کرده و پاسخگو باشند. نه تنها ذی‌نفعان تحت تأثیر شرکت‌ها هستند بلکه آنها نیز بر شرکت‌ها تأثیر می‌گذارند. ذی‌نفعان شامل سهام‌داران، کارکنان، فروشندگان، مشتریان، بستانکاران، شرکت‌های مجاور و عموم مردم می‌باشند.

با این وجود باید بررسی گردد که ارتباط راهبری شرکتی با تصمیمات مدیریت مالی چیست. از این رو ابتدا مفهوم تصمیمات مدیریت مالی شرکت توضیح داده می‌شود. یک سیستم تصمیم‌گیری مدیریت مالی صحیح بر عملکرد و بازدهی شرکت تأثیر بسزایی می‌گذارد. شرکت‌ها به تصمیمات درست در زمینه مدیریت مالی و عوامل موثر بر آن نیاز مبرم دارند تا از منابع مالی موجود خود به روشی بهینه استفاده کرده و نیازهای سازمان خود را بهتر برآورده کنند. در یک تعریف می‌توان گفت تصمیمات مدیریت مالی، فرایندهایی هستند که برای برنامه‌ریزی، سازماندهی، هدایت و کنترل فعالیتهای مالی، از جمله تهیه و استفاده مناسب از وجوه شرکت بکار گرفته می‌شوند. یک سیستم تصمیم‌گیری مدیریت مالی موثر تضمین می‌کند که کلیه معاملات و فعالیتهای تجاری باید به روشی سیستماتیک و مدیریت شده انجام شود. موفقیت یک شرکت تا حدی بالایی بستگی به شیوه‌های مدیریت مالی دارد که در پیش می‌گیرد و همچنین عدم موفقیت یک شرکت می‌تواند به دلیل شیوه‌های نادرست و ناکارآمد مدیریت مالی باشد (Zada & et al, 2019).

یکی از مولفه‌هایی که میزان موفقیت و عدم موفقیت در فرآیند مذکور را نشان می‌دهد، شاخص کیفیت گزارشگری مالی است که به چگونگی و میزان خوب بودن و انعکاس دادن شرایط اقتصادی

1. Transaction Cost Theory

2. Stakeholder Theory

واقعی توسط اطلاعات مالی اشاره دارد. گزارش مالی باید دارای خصوصیات باشد. خصوصیات کیفی اصلی مرتبط با محتوای اطلاعات عبارتند از «مربوط بودن» و «قابل اتکا بودن» که این دو خصوصیت نیز خود متشکل از خصوصیات دیگری هستند. یکی از ملاک های تعیین کیفیت گزارشگری مالی، بحث اقلام تعهدی اختیاری است. اقلامی از سود و زیان که هنوز دریافت و پرداخت از بابت آن در دفاتر انجام نشده است، براساس اصل تحقق و تطابق، هم چنین برخی از ویژگی های کیفی اطلاعات حسابداری، باید در گزارش های حسابداری منعکس شود. آن بخش از سود حسابداری که از بابت آنها در دوره جاری وجهی مورد مبادله قرار نگرفته است اما انعکاس آنها در دفاتر و گزارش های حسابداری الزامی است، همان جزء تعهدی سود است (نجیبی، ۱۳۹۵).

اکنون این سوال مطرح می شود که نحوه اثرگذاری و ارتباط راهبری شرکتی بر تصمیمات مدیریت مالی شرکت چگونه است. مدیران همواره درصدد به حداکثر رساندن منافع خویش هستند، به ویژه اگر مدیران صاحب سهام شرکت باشند، در راستای افزایش منافع اعتباردهندگان و بستانکاران تلاشی نمی کنند. از این رو، اغلب بستانکاران از مدیران می خواهند تا قراردادی تهیه شود که منافع آنها مصون بماند. مدیران شرکت هایی که با افزایش عمده در اهرم مالی روبرو می شوند؛ برای رعایت شروط قراردادهای تأمین مالی، نشان دادن وضعیت مطلوب عملکرد شرکت، کاهش ریسک سرمایه گذاری در شرکت و به تبع آن کاهش نرخ بهره اعتبارات دریافتی، ممکن است که اقدام به مدیریت سود نمایند (صحافی، ۱۳۸۹).

همچنین عدم تقارن اطلاعات یکی از مهمترین عوامل در کاهش بازده سهام است، بخصوص در مواردی که شدت بیشتری در عدم تقارن اطلاعات میان طرف های ذینفع وجود دارد که این موضوع می تواند در جهت مدیریت سود گزارش موثر باشد. به طوریکه کاهش عدم تقارن اطلاعات می تواند به شفاف سازی تصمیمات هیات مدیره شرکتها و تصمیمات مدیران و در اختیار قرار دادن به موقع گزارشات سود برای سرمایه گذاران کمک نماید که خود کمک شایانی به بهبود وضعیت حاکمیتی شرکت می کند. (دهقان خاوری و میرجلیلی، ۱۳۹۸). در مجموع می توان دریافت که مسائل نمایندگی با کیفیت اطلاعات مالی رابطه مستقیم دارد و با افزایش نسبت بدهی و جریان های نقدی آزاد و کاهش مالکیت مدیریتی، کیفیت اطلاعات مالی افزایش می یابد (Demir & et al, 2017).

در خصوص ارتباط بین راهبری شرکتی و تصمیمات سرمایه گذاری می توان گفت مطابق با تئوری نمایندگی وجود انواع مختلف مکانیزم های راهبری شرکتی به هزینه های نمایندگی

بستگی دارد. بنابراین، وجود سیستم راهبری شرکتی مناسب موجب می‌شود که مدیران در دنبال کردن اهداف خود و ضرر-رساندن به منافع سهام‌داران دلسرد شوند. بدون وجود مکانیزم‌های راهبری شرکتی مناسب احتمال بیشتری وجود دارد که مدیران از حداکثرسازی منافع سهام‌داران منحرف شوند و ممکن است تصمیماتی را اتخاذ نمایند که در راستای منافع سهام‌داران و سرمایه-گذاران نباشد. یکی از تصمیمات مهم شرکت، تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری است که برای حیات شرکت ضروری می‌باشد. از آنجایی که مدیران نقش مؤثری در اتخاذ این تصمیمات دارند ممکن است از تصمیمات مطلوب سرمایه‌گذاری منحرف شوند (Chen & et al, 2013).

پیشینه تحقیق

مهر فر و کاظمی (۱۳۹۹) در مقاله‌ای به تحلیل رابطه‌ی خوش‌بینی مدیریت با کیفیت گزارشگری مالی با تأکید بر نقش مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی پرداخته‌اند. در این پژوهش از داده‌ها و اطلاعات مالی، از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ استخراج شده که بعد از اعمال محدودیت‌های آماری تعداد ۱۷۱ شرکت جهت آزمون فرضیه‌ها انتخاب و از روش تحلیل ساختار استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که خوش‌بینی مدیریت تأثیر معنادار و معکوس بر کیفیت گزارشگری مالی دارد. همچنین نقش تعدیل گر نظام راهبری به عنوان یک بازوی نظارتی نقش تأثیرگذاری در آثار منفی خوش‌بینی مدیریت بر کیفیت گزارشگری مالی ایفا می‌کند چرا که نظام راهبری تأثیر معنادار و مثبت با کیفیت گزارشگری مالی دارد.

محسنی نیا و باباجانی (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر کیفیت حسابرسی داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. بدین منظور از الگوی معادلات ساختاری بهره گرفته شده است. نتایج پژوهش، حاکی از آن است که کیفیت حسابرسی داخلی بر دو متغیر کیفیت گزارشگری مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر معناداری نداشته است. از این رو لازم است توجه جدی‌تری به مقوله کیفیت حسابرسی داخلی انجام شود و با اتخاذ سازوکارهای مناسب، زمینه ارتقای هرچه بیشتر کیفیت واحد حسابرسی داخلی شرکت‌ها فراهم شود.

امیرآزاد و همکاران (۱۳۹۷) در مقاله‌ای به بررسی عوامل موثر بر کیفیت گزارشگری مالی در ایران به روش نظریه پردازی زمینه بنیان پرداخته‌اند. در این مقاله از نظرات خبرگان صاحب

نظر در خصوص کیفیت گزارشگری مالی از چهار گروه عمده تهیه‌کنندگان اطلاعات حسابداری، استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری، حرفه حسابرسی و پژوهشگران از طریق مصاحبه مدل مفهومی کیفیت گزارشگری مالی به دست آمده است. نتایج پژوهش نشان داده‌است که هزینه‌های سیاسی، فشار بازار سرمایه، اجتناب مالیاتی، معامله با اشخاص وابسته، عدم تقارن اطلاعاتی، شرایط قراردادهای وام، انگیزه پاداش مدیران و رقابت در بازار بر کیفیت گزارشگری مالی مؤثر هستند.

طباخیان (۱۳۹۵) در پژوهش خود به شناسایی الگوی راهبری شرکتی در شرکت‌های سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر پرداخت. با توجه به نوظهور بودن موضوع با استفاده از رهیافت کیفی و به طور خاص، به مطالعه موردی پرداخته و داده‌های گردآوری شده با استفاده از مصاحبه‌ها، از طریق تحلیل محتوا و با بهره‌گیری از نرم‌افزار اطلس‌تی مورد تجزیه و تحلیل قرار داد. نتایج این پژوهش نشان داد که اصول مرسوم راهبری شرکتی در سرمایه‌گذاری مخاطره‌پذیر با رویکرد منحصر به فردی پیاده‌سازی می‌شود و شاخصه‌های اصول رایج راهبری، در این گونه شرکت‌ها متفاوت است.

شایسته‌مند (۱۳۹۵) در پژوهش خود به تبیین تأثیر ساختار مالکیت و سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک اختصاصی شرکت پرداخت. وی با بررسی تأثیر ساختار مالکیت شامل تمرکز مالکیت، مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و وجود سهام‌دار کنترل‌کننده و سازوکارهای مدیریتی راهبری شرکتی شامل ویژگی‌های هیأت‌مدیره و مدیرعامل بر ریسک‌پذیری شرکت و مطالعه روی ۱۲۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۲ نشان داد که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، وجود سهام‌داران کنترل‌کننده، اندازه و استقلال هیأت‌مدیره و نفوذ مدیرعامل ریسک‌پذیری شرکت را به صورت معنی‌داری تحت تأثیر قرار می‌دهند اما شواهدی حاکی از تأثیر تمرکز مالکیت و مدت تصدی و دوگانگی نقش مدیرعامل بر ریسک‌پذیری ارائه نکردند.

نگاتو و همکاران (Ngatno, et al., 2021) به بررسی سازوکار اثر راهبری شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت با استفاده از تحلیل رگرسیون تعدیل یافته و داده‌های ۵۰۶ شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان می‌دهد که تصمیمات تأمین مالی ساختار سرمایه سهم مثبتی در عملکرد مالی دارند. با این حال، این فقط مربوط به بدهی‌های کوتاه مدت است. از طرف دیگر، بدهی بلند مدت هم بر بازده دارایی و هم بر بازده دارایی تأثیر منفی و ناچیزی دارد. این نتایج نظریه سفارش پکینگ را تأیید می‌کند به طوریکه تأثیر معکوس بین سود شرکت و ساختار سرمایه را نشان می‌دهد.

کایر و اوسلوس (Kyere and Ausloos, 2021) به بررسی اثر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها در انگلستان با استفاده از داده‌های مقطعی ۲۵۲ شرکت پرداخته‌اند. نتایج نشان دهنده آن است که این اثر در برخی موارد مثبت و برخی منفی است و در برخی موارد راهبری شرکتی هیچ اثری بر عملکرد مالی ندارد. از این رو مالکیت سهام هیأت مدیره شرکت دارای اثر معنادار بر بازدهی سهام و کیوی توین نمی‌باشد. از طرفی اندازه هیئت مدیره اثر مثبت بر روی دو نسبت عملکرد مالی مذکور دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که وقتی سازوکارهای صحیح راهبری شرکتی انتخاب می‌شوند، می‌توان سرمایه‌های یک شرکت را بهبود بخشید.

جین و یو (Jin & Yu, 2018) در پژوهش خود به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت پرداختند و در این راستا نقش شبکه‌های اجرایی و مالکیت دولتی را مورد توجه قرار دادند. آن‌ها با مطالعه روی نمونه‌ای از شرکت‌های چینی نشان دادند که شبکه اجرایی بزرگتر و نیز سطح بالاتر مالکیت دولتی، بهبود کارایی سرمایه‌گذاری را در پی دارد. علاوه بر این مشخص شد که شبکه‌های اجرایی نه تنها راهی مؤثر برای کاهش محدودیت‌های تأمین مالی محسوب می‌شود بلکه مشکلات سرمایه‌گذاری کمتر از حد را نیز برطرف می‌کند. همچنین حاکمیت دولتی شرکت موجب برانگیختن رفتار سرمایه‌گذاری بیشتر از حد می‌گردد.

وو و الیس (Vo & Ellis, 2017) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش سهام‌داران در ویتنام پرداختند. آن‌ها با مطالعه شرکت‌های پذیرفته شده در بازار سهام هو چی مین^۱ طی دوره ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۳ نشان دادند که رابطه منفی و معنی‌داری بین اهرم مالی و ارزش سهام‌داران شرکت وجود دارد که بیانگر نسبت بالاتر هزینه تأمین مالی از محل بدهی نسبت به منافع آن در شرکت‌های ویتنامی است. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که شرکت‌های با اهرم پایین، ارزش بالاتری را برای سهام‌داران خود خلق می‌کنند.

باسو و همکاران (Basu, et al., 2017) در پژوهش خود به بررسی رابطه سرمایه‌گذاران بلوکی، قدرت و ارزش شرکت پرداختند. آن‌ها با بررسی نمونه‌ای از شرکت‌های ایالات متحده نشان دادند که حضور چند سرمایه‌گذار بلوکی در شرکت رابطه قدرت و مالکیت را به صورت معنی‌دار تحت تأثیر قرار می‌دهد. آن‌ها دریافتند که قدرت داخلی به صورت منفی و مالکیت به صورت مثبت بر ارزش شرکت مؤثر است و قدرت بیرونی به صورت مثبت و معنی‌دار با ارزش شرکت در ارتباط است.

1. Ho Chi Minh

روش شناسی

در این مطالعه، به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. چارچوب اولیه مدل داده‌های تابلویی در معادله زیر ارائه شده است:

$$Y = \alpha_i + \beta_1 X_{1it} + \dots + U_{it} \quad U_{it} = \mu_i + \vartheta_{it} \quad (1)$$

که در آن n تعداد شرکت‌ها (مشاهدات مقطعی) و T بیانگر تعداد مشاهدات سری زمانی است. μ_i متغیر غیرقابل مشاهده‌ای است که از آن به عنوان جزء غیرقابل مشاهده یا ناهمگونی غیرقابل مشاهده یاد می‌شود که تغییر ناپذیری زمانی دارد و نشانگر تفاوت‌ها در ویژگی‌های خاص مشاهدات مقطعی است. ϑ_{it} بر جزء اخلاص دلالت دارد و فرض می‌شود به طور نرمال با میانگین صفر و واریانس ثابت برای تمامی مشاهدات توزیع شده است که با یکدیگر همبستگی ندارند. اختلاف بین مقطع‌ها در α_i نشان داده می‌شود که در طول زمان ثابت فرض می‌شوند. به طور کلی در صورتی که α_i برای تمامی شرکت‌ها ثابت در نظر گرفته شود، روش حداقل مربعات معمولی برآورد کارا و سازگاری از α و β ارائه خواهد داد، زیرا فقط داده‌ها روی هم، انباشته و تفاوت میان آن‌ها نادیده انگاشته شده که اصطلاحاً به آن داده‌های تلفیقی گویند. در این روش تمامی ضرایب ثابت بوده و فرض می‌شود که جمله اخلاص قادر است کلیه تفاوت‌های میان واحدهای مقطعی و زمانی را توضیح دهد. در این حالت، مدل به روش حداقل مربعات معمولی قابل برآورد است، اما در صورتی که بین مشاهدات ناهمگنی یا تفاوت‌های فردی وجود داشته باشد از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. به عبارت دیگر، در این حالت فرض می‌شود که بین مقطع‌ها اختلاف معنی‌داری وجود دارد و این اختلاف‌ها می‌تواند بر شیب و یا عرض از مبدأ تأثیر بگذارند. (سوری، ۱۳۹۸)

همچنین متغیرهای اقتصادی عموماً مانا و دارای روند تصادفی هستند. پیش از برآورد مدل لازم است مانایی تمام متغیرهای مورد استفاده در تخمین مورد آزمون قرار گیرد، زیرا نامانایی متغیرها چه در مورد داده‌های سری زمانی و چه در مورد داده‌های تابلویی باعث بروز مشکل رگرسیون کاذب می‌شود. اما برخلاف آن چه در مورد داده‌های سری زمانی مرسوم است، در مورد داده‌های تابلویی نمی‌توان برای آزمون مانایی از آزمون‌های دیکی-فولر^۱ و دیکی-فولر تعمیم یافته بهره جست؛ بلکه لازم است به نحوی مانایی جمعی متغیرها آزمون شود. در این پژوهش به منظور آزمون مانایی متغیرها در سطح داده‌های ترکیبی از آزمون لوین-لین-چو استفاده شده است.

1. Dickey-Fuller

برای انتخاب بین روش‌های داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی (تعیین وجود یا عدم وجود عرض از مبدأ جداگانه برای هر یک از مقطع‌ها) از آماره F لیمر استفاده می‌شود. این آزمون مقایسه بین مجموع مربعات جملات خطا^۱ (RSS) در روش داده‌های تابلویی و تلفیقی می‌باشد.

برآورد مدل

دوره زمانی جهت برآورد متغیرهای پژوهش نیز دامنه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ را در نظر گرفته است. جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که حائز شرایط زیر باشند: قبل از سال ۱۳۹۲ در بورس تهران پذیرفته شده باشند. سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشند. در طول دوره مطالعه، تغییر سال مالی نداشته باشند. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند. دسترسی لازم به آمار و صورت‌های مالی آن‌ها وجود داشته باشد. در مجموع ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه پژوهش در نظر گرفته شد. از این نظر پژوهش حاضر، از روش حذف سیستماتیک جهت انتخاب اعضای نمونه استفاده نموده است. گردآوری اطلاعات در این پژوهش بر حسب اطلاعات مورد نیاز به دو روش کتابخانه‌ای و اسناد کاوی صورت گرفته است.

متغیرهای پژوهش

در خصوص متغیر وابسته به دلیل آنکه بتوان نگاه جامعی به بررسی متغیرهای موثر بر مؤلفه‌های تصمیمات مدیریت مالی شرکت داشت، سه جنبه مورد استفاده قرار گرفته است: عملکرد شرکت، کیفیت گزارشگری و کیفیت سرمایه‌گذاری. همچنین برای شاخص عملکرد شرکت، نیز دو شاخص منظور شده است. این مطالعه از دو شاخص عملکردی مبتنی بر ارزش بازار و مبتنی بر صورت‌های مالی شرکت استفاده می‌کند. پژوهش حاضر به پیروی از آندرو و همکاران (Andreou, et al., 2014)، یو و جونگ (Yoo & Jung, 2015) و کنهدی و همکاران (Conheady, et al., 2014) شاخص کیوتوین را به عنوان سنج عملکرد شرکت در نظر می‌گیرد. شاخص کیوتوین را به صورت نسبت ارزش بازاری به ارزش دفتری دارایی‌ها تعریف نمودند که از طریق معادله زیر قابل احتساب است:

1. Residual Sum of Squares (RSS)

$Q = \text{کل دارایی ها} / (\text{بدهی های جاری} - \text{دارایی های جاری} + \text{بدهی های بلندمدت} + \text{ارزش بازار سهام})$
 همچنین پژوهش حاضر به پیروی از یو و جونگ (Yoo & Jung, 2015)، آندرو و همکاران (Andreou & et al, 2014) و کوهن و زاروین (Cohen & Zarowin, 2010) کیفیت سود و به عبارت بهتر کیفیت ارقام تعهدی را به عنوان سنجه کیفیت گزارشگری مالی شرکت در نظر گرفته و تأثیرات مکانیسم های راهبری شرکتی بر آن را مورد بررسی قرار می دهد که از طریق روابط زیر قابل محاسبه است:

$$\frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = k_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + k_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + k_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

که در این رابطه TA نماد ارقام تعهدی کل بوده که از تفاوت سود عملیاتی و جریانات نقدی عملیاتی حاصل می گردد؛ A مجموع دارایی های شرکت، $\Delta SALES$ تغییر در فروش خالص شرکت و PPE بیانگر ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات در پایان دوره مالی است. برای محاسبه ارقام تعهدی اختیاری (مدیریت سود) ابتدا ضرایب مدل را برآورد، سپس ارقام تعهدی غیراختیاری طبق رابطه زیر محاسبه می شود که در آن $\hat{k}_1$ ، $\hat{k}_2$ و $\hat{k}_3$ ضرایب برآورد شده مدل ارقام تعهدی کل و NDA معرف ارقام تعهدی غیراختیاری است.

$$NDA_{i,t} = \hat{k}_1 \frac{1}{A_{i,t-1}} + \hat{k}_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \hat{k}_3 \frac{PPE_{i,t}}{A_{i,t-1}} \quad (3)$$

در نتیجه ارقام تعهدی اختیاری از رابطه زیر به دست می آید:

$$DA_{i,t} = \frac{TA_{i,t}}{A_{i,t-1}} - NDA_{i,t} \quad (4)$$

که در این رابطه، DA ارقام تعهدی اختیاری است که خود ارقام تعهدی اختیاری معرف مدیریت سود می باشد. همچنین از شاخص نرخ بازده سرمایه گذاری به عنوان سنجه عملکرد مبتنی بر صورت های مالی شرکت استفاده می شود.

در خصوص متغیرهای مستقل، پژوهش حاضر، دو بعد ساختار مالکیت شرکت و ساختار هیأت مدیره شرکت را به عنوان ابعاد راهبری شرکتی مورد توجه قرار می دهد. به پیروی از آندرو و همکاران (Andreou, et al., 2014) و کنهدی و همکاران (Conheady, et al., 2014) نسبت سهام تحت تملک هیأت مدیره به کل سهام منتشر شده

شرکت و نسبت سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به کل سهام منتشر شده شرکت به عنوان سنجه‌های ساختار مالکیت مورد استفاده قرار می‌گیرد.

همچنین متغیرهای اندازه هیأت مدیره (تعداد اعضای هیأت مدیره شرکت)، استقلال هیأت مدیره (نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضا)، دوگانگی وظیفه مدیرعامل (انتصاب هم‌زمان یک فرد در سمت مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره) به عنوان یکی از سنجه‌های ساختار هیأت مدیره در نظر گرفته‌است. دوگانگی وظیفه مدیرعامل در پژوهش حاضر به صورت دامی (به صورت صفر و یک) تعریف شده و در صورتی که مدیرعامل به صورت هم‌زمان رئیس هیأت مدیره نیز باشد، عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود.

همچنین به منظور بررسی دقیق‌تر روابط بین شاخص‌های راهبری شرکتی با عملکرد و کیفیت گزارشگری و نیز تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متغیرهای اهرم، اندازه و عمر شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته می‌شود.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

در این بخش، آمار توصیفی متغیرهای مدل ارائه می‌گردد. متغیرها شامل کیفیت گزارشگری مالی (FRQ)، تصمیمات سرمایه‌گذاری (invest)، عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری (ROA)، عملکرد مبتنی بر ارزش بازار (Q)، مالکیت سهام هیأت مدیره شرکت (insider)، مالکیت سهام سرمایه‌گذاران نهادی (inst)، اندازه هیأت مدیره (BS)، استقلال هیأت مدیره (indep)، دوگانگی وظیفه مدیرعامل (دامی) (Dual)، اندازه شرکت (Size)، اهرم شرکت (Lev) و سال‌های عضویت شرکت در بورس (Age).

نتایج بررسی آماره‌های توصیفی نمونه مورد مطالعه نشان می‌دهد که میانگین اقلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخص کیفیت گزارشگری مالی برابر با ۰/۱۵۲ و انحراف معیار آن برابر با ۰/۱۵۶ است. میانگین و انحراف معیار شاخص تصمیمات سرمایه‌گذاری به ترتیب برابر با ۰/۳۱- و ۰/۱۶۲ است. همچنین میانگین شاخص بازده سرمایه‌گذاری ۰/۰۹۴ و انحراف معیار آن برابر با ۰/۱۴۱ است و بیانگر آن است که نسبت بازده دارایی‌ها در نمونه مورد بررسی ۹/۴٪ است. پژوهش حاضر همچنین دو بعد ساختار مالکیت و ساختار هیأت مدیره را به عنوان ابعاد حاکمیت شرکتی در نظر گرفته‌است. میانگین درصد مالکیت سهام هیأت مدیره و درصد سهام

تحت تملک سرمایه گذاران نهادی به عنوان سنجه‌های ساختار مالکیت به ترتیب برابر با ۰/۷۸۱ و ۰/۶۲۲ است و نشان می‌دهد که به طور متوسط، مالکیت ۰/۷۸۱٪ از سهام شرکت‌های مورد مطالعه در اختیار هیأت مدیره آن‌ها بوده و سرمایه گذران نهادی نیز ۰/۶۲۲٪ سهم شرکت را تحت تملک خود دارند. یافته‌های توصیفی اندازه هیأت مدیره شرکت به عنوان یکی از شاخصه‌های ساختار هیأت مدیره نشان می‌دهد که میانگین و انحراف معیار این شاخص به ترتیب برابر با ۵/۰۷۱ و ۰/۲۹۴ است. علاوه بر این میانگین شاخص‌های استقلال هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل به عنوان دیگر مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره به ترتیب برابر با ۰/۶۴۳ و ۰/۰۶۳ است و بیانگر آن است که نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت مدیره شرکت‌های مورد مطالعه برابر ۰/۶۴ است و حدود ۰/۶۳٪ از سال شرکت‌ها، مدیرعامل به طور هم‌زمان رئیس هیأت مدیره نیز بوده است. همچنین، تحلیل توصیفی سایر مؤلفه‌های مربوط به شرکت نشان می‌دهد که میانگین لگاریتم طبیعی اندازه و عمر شرکت‌های نمونه، به ترتیب برابر با ۱۳/۶۷۱ و ۱۵/۵۶۶ است و شرکت‌ها به طور متوسط ۰/۶۷٪ از منابع خود را از محل بدهی‌ها تأمین می‌کنند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش (۱۴۰ شرکت طی دوره ۱۳۹۷-۱۳۹۲)

	نماد	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
متغیرهای وابسته	FRQ	۰/۱۵۲	۰/۱۸۴	۰/۱۵۶	-۰/۳۳۰	۰/۹۸۹
	Invest	-۰/۰۳۱	-۰/۰۲۴	۰/۱۶۲	۰/۸۳۱	۰/۸۶۱
	ROA	۰/۰۹۴	۰/۰۸۹	۰/۱۴۱	-۰/۷۲۲	۰/۶۳۴
	Q	۱/۲۵۸	۱/۱۴۳	۰/۵۱۲	-۲/۸۴۲	۵/۴۳۶
متغیرهای مستقل	Insider	۰/۷۸۱	۰/۸۱۰	۰/۱۴۷	۰/۱۲۳	۰/۹۹۵
	Inst	۰/۶۲۲	۰/۶۱۴	۰/۱۵۵	۰/۲۰۴	۱/۰۰۰
	BS	۵/۰۷۱	۵/۰۰۰	۰/۲۹۴	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰
	Indep	۰/۶۴۳	۰/۶۲۱	۰/۱۶۳	۰/۲۰۰	۱/۰۰۰
	Dual	۰/۰۶۳	۰/۰۰۰	۰/۲۴۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰
متغیرهای کنترلی	Size	۱۳/۶۷۱	۱۳/۵۲۷	۱/۳۲۲	۱۰/۵۰۵	۱۸/۸۱۷
	Lev	۰/۶۷۲	۰/۶۵۵	۰/۲۶۸	۰/۱۳۵	۳/۰۶۵
	Age	۱۵/۵۶۶	۱۴/۰۰۰	۷/۵۸۱	۱/۰۰۰	۴۷/۰۰۰

آزمون فرضیه‌های پژوهش

این مطالعه از مدل داده‌های ترکیبی جهت تحلیل مدل استفاده نموده است. قبل از برآورد مدل رگرسیون، لازم است مانایی تک‌تک متغیرها بررسی شود. بدین منظور از آزمون لوین-لین-چو استفاده شده است. نتایج این آزمون در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۲): خلاصه نتایج آزمون لوین-لین-چو جهت بررسی مانایی متغیرها

متغیر	آماره آزمون	$p - value$
<i>FRQ</i>	-۱۱/۸۲۳۴	۰/۰۰۰
<i>Invest</i>	-۸/۶۳۶۹	۰/۰۰۰
<i>ROA</i>	-۲/۳۹۵	۰/۰۰۸۳
<i>Q</i>	-۱/۶۵۴	۰/۰۴۶
<i>Insider</i>	-۱/۹۱۷	۰/۰۲۹
<i>Inst</i>	-۱/۸۵۲	۰/۰۳۷
<i>BS</i>	-۱۱/۶۶۴۹	۰/۰۰۰
<i>Indep</i>	-۱/۷۴۵	۰/۰۳۴
<i>Size</i>	-۳/۶۶۶۹	۰/۰۰۱
<i>Lev</i>	-۲/۰۶۳	۰/۰۱۹
<i>Age</i>	-۳/۸۵۶	۰/۰۰۰۱

منبع: یافته‌های پژوهش

نتایج این آزمون نشان می‌دهد که تمامی متغیرهای پژوهش مانا هستند. برای تعیین روش برآورد هر یک از مدل‌های پژوهش آزمون F لیمر جهت انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی، آزمون هاسمن جهت تعیین ثابت یا تصادفی بودن اثرات و آزمون

بروش-پاگان به منظور بررسی ناهمسانی واریانس استفاده شده است. نتایج رگرسیونی حاصله با استفاده از آماره های t و F در روش حداقل مربعات معمولی و آماره های Z و χ^2 در روش حداقل مربعات تعمیم یافته و احتمال آن مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. در این بخش مجموعه معادلات که چگونگی ارتباط بین متغیرها مستقل با متغیرهای وابسته نشان می دهد، ارائه می گردد:

معادلات (۵ تا ۸)

$$FRQ_{it} = \alpha + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Inst_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$FRQ_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 Dual_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$Invest_{it} = \alpha + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Inst_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$Invest_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 Dual_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Inst_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 Dual_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 Insider_{it} + \beta_2 Inst_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

$$Q_{it} = \alpha + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 Indep_{it} + \beta_3 Dual_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 Age_{it}$$

در جدول ذیل نیز نتایج تخمین و برآورد مجموعه معادلات پانلی فوق به صورت خلاصه

ارائه گردیده است. (اعداد داخل پرانتز احتمال معنی داری ضرایب می باشند)

با توجه به نتایج آزمون های اف لیمر و هاسمن از روش داده های تابلویی و همچنین روش اثرات ثابت برای برآورد مدل استفاده شده است. همچنین با استفاده از نتایج آزمون بروش-پاگان، در صورت وجود همسانی واریانس از روش حداقل مربعات معمولی و در صورت وجود ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. همچنین مقادیر آماره دورین-واتسون در محدوده مجاز قرار داشته و نشان دهنده عدم وجود خودهمبستگی است. احتمال آمار F نیز نشان دهنده معنی داری کل معادلات است که در تمامی موارد معنی دار می باشد.

جدول (۳): خلاصه نتایج برآورد معادلات رگرسیونی پانلی

	FRQ_{it}	FRQ_{it}	$Invest_{it}$	$Invest_{it}$	ROA_{it}	ROA_{it}	Q_{it}	Q_{it}
c	-۰/۰۰۳۰ (۰,۸۷۱)	۰/۴۸۱ (۰,۷۱۹)	۰/۲۶۱۱ (۰,۰۰)	۰/۱۴۵۲ (۰,۰۸۲)	۰/۱۵۵۱ (۰,۰۰)	۰/۲۸۹۰ (۰,۰۰)	۱/۸۳۹۱ (۰,۰۰)	۱/۹۰۳۰ (۰,۰۰)
Insider	۰/۰۱۸۹ (۰,۵۴۲)	-	۰/۰۸۳۶ (۰,۰۰۶)	-	۰/۰۶۸۰ (۰,۰۱)	-	۰/۱۳۲۱ (۰,۲۳۸)	-
Inst	-۰/۰۴۵۳ (۰,۱۴۷)	-	-۰/۰۴۱۲ (۰,۱۶۴)	-	۰/۰۳۲۸ (۰,۱۳۴)	-	۰/۱۹۱۲ (۰,۷۱)	-
BS	-	۰/۰۰۱۹ (۰,۸۸۶)	-	۰/۰۱۵۶۱ (۰,۲۳۵)	-	-۰/۰۱۶۴ (۰,۱۵۶)	-	۰/۰۰۷۲ (۰,۸۹۷)
Indep	-	-۰/۱۵۳۱ (۰,۰۰)	-	-۰/۰۶۸۲ (۰,۰۰۶)	-	۰/۰۰۸۲ (۰,۷۰)	-	۰/۳۲۴۴ (۰,۰۰۱)
Dual	-	-۰/۰۰۶۱ (۰,۷۶۱)	-	۰/۰۲۱۰ (۰,۵۳۹)	-	-۰/۰۰۶۳ (۰,۶۷۴)	-	۰/۱۴۲۰ (۰,۰۳۷)
Size	۰/۰۰۵۹ (۰,۰۶۲)	-۰/۰۰۷۹ (۰,۰۱۹)	-۰/۰۱۷۳۲ (۰,۰۰)	-۰/۰۱۷۵ (۰,۰۰)	۰/۰۰۵۹ (۰,۰۲۴)	۰/۰۰۶۹ (۰,۰۱۱)	۰/۰۵۶۱ (۰,۰۰)	۰/۰۵۶۵ (۰,۰۰)
Lev	-۰/۱۸۰۲ (۰,۰۰)	-۰/۱۷۶۳ (۰,۰۰)	۰/۳۳۰۶ (۰,۰۰)	۰/۳۲۲۲ (۰,۰۰)	-۰/۲۹۰۶ (۰,۰۰)	۰/۲۸۹۳ (۰,۰۰)	۰/۱۶۹۶ (۰,۰۰)	۰/۱۸۶۶ (۰,۰۰)
Age	-۰/۰۰۱۸ (۰,۲۳۳)	۰/۰۰۰۹ (۰,۲۵۸)	۰/۰۰۰۲ (۰,۷۹۸)	۰/۰۰۰۴ (۰,۷۱۰)	-۰/۰۰۰۹ (۰,۰۵۴)	-۰/۰۰۱۰ (۰,۰۴۰)	۰/۰۰۹۴ (۰,۰۰)	۰/۰۰۹۲ (۰,۰۰)
F لیمر	۳/۱۶ (۰,۰۰)	۲/۲۱ (۰,۰۰)	۱۴/۷۹ (۰,۰۰)	۱۳/۶۳ (۰,۰۰)	۶/۹۳ (۰,۰۰)	۵/۸۹ (۰,۰۰)	۵/۹۳ (۰,۰۰)	۴/۷۱ (۰,۰۰)
هاسمن	۹۲/۷۵ (۰,۰۰)	۱۰۶/۶۳ (۰,۰۰)	۲۵۰/۸۳ (۰,۰۰)	۲۸۶/۴۰ (۰,۰۰)	۲۹۹/۸۱ (۰,۰۰)	۳۵۶/۴۵ (۰,۰۰)	۴۸/۹۳ (۰,۰۰)	۸۴/۳۱ (۰,۰۰)
آزمون بروش-پاگان	۰,۴۱ (۰,۵۵۱)	۱,۸۱ (۰,۱۹۶۶)	۵۲۳,۲۱ (۰,۰۰)	۹۳۳/۴۲ (۰,۰۰)	۱۲۳۱/۱۳ (۰,۰۰)	۱۱۰۰/۸۶ (۰,۰۰)	۳۵/۰۴ (۰,۰۰)	۸۲/۴۲ (۰,۰۰)
DW	۱/۶۴۸	۱/۷۷۸	۱/۸۰۲	۱/۹۰۳	۱/۶۳۱	۱/۷۱۲	۱/۷۰۲	۱/۶۵۲
P-Value F or χ^2	*,**	*,**	*,**	*,**	*,**	*,**	*,**	*,**

منبع: یافته‌های پژوهش

بحث و تحلیل

با توجه به نتایج به دست آمده هیچ‌یک از مؤلفه‌های ساختار مالکیت شرکت شامل مالکیت سهام هیأت مدیره و نیز سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی، تأثیر معنی داری بر شاخص کیفیت گزارشگری مالی نداشته و از این نظر وجود رابطه معنی دار بین ساختار مالکیت و کیفیت گزارشگری مالی پذیرفته نمی‌شود. از سوی دیگر، یافته‌ها نشان می‌دهد که از میان مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره، تنها استقلال هیأت مدیره به صورت معنی دار، کیفیت گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ در حالی که تأثیرات اندازه هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه از نظر آماری معنی دار نمی‌باشد. بنابراین، به نظر می‌رسد با افزایش مدیران غیرموظف در هیأت مدیره و افزایش استقلال هیأت مدیره، سطح استفاده از اقلام تعهدی در صورت‌های مالی کاهش یافته و احتمال مدیریت سود و اقدامات مدیریت در این زمینه تقلیل یابد. بر این اساس، رابطه ساختار هیأت مدیره با کیفیت گزارشگری مالی تأیید می‌شود. هم‌چنین نتایج نشان می‌دهد که اندازه شرکت و اهرم به صورت منفی و معنی دار، کیفیت گزارشگری مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهند اما رابطه معنی داری بین عمر شرکت و سطح بکارگیری از اقلام تعهدی در صورت‌های مالی وجود ندارد. در مجموع، با توجه به تأثیرات معنی دار استقلال هیأت مدیره بر کیفیت گزارشگری مالی، فرضیه اول پژوهش مبنی بر رابطه راهبری شرکتی و کیفیت گزارشگری تأیید می‌شود.

در توضیح نتایج به دست آمده چنین استنباط می‌شود با افزایش استقلال هیأت مدیره و افزایش مدیران غیرموظف در آن، قدرت نظارت هیأت مدیره بر مبنای ساز و کارهای راهبری افزایش می‌یابد که این امر منجر به افزایش شفافیت صورت‌های مالی شده و مانعی برای قضاوت‌های شخصی مدیران در گزارشگری مالی فراهم می‌آورد. بر این اساس بکارگیری مدیران غیرموظف در هیأت مدیره، چارچوبی را فراهم می‌سازد تا بر نحوه طبقه‌بندی اقلام و عملکرد و تصمیمات مالی مدیران نظارت بیشتری داشته و از اقداماتی نظیر هموارسازی و مدیریت سود جلوگیری نماید.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان داد که از میان مؤلفه‌های ساختار مالکیت، درصد سهام تحت تملک هیأت مدیره به صورت معنی داری تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد اما رابطه معنی داری بین مالکیت سهامدار نهادی با تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت وجود ندارد. براین اساس فرضیه فرعی اول از فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار بین

ساختار مالکیت شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأیید می‌شود. بررسی فرضیه فرعی دوم نیز حاکی از آن است که استقلال هیأت مدیره به عنوان یکی از مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره به صورت معنی داری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مؤثر است اما تأثیرات سایر مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره شامل اندازه هیأت مدیره و نیز دوگانگی وظیفه مدیرعامل از نظر آماری معنی دار نیست. براین اساس، فرضیه دوم فرعی از فرضیه دوم پژوهش مبنی بر رابطه معنی دار ساختار هیأت مدیره و تصمیمات سرمایه‌گذاری تأیید می‌شود. علاوه بر این، بررسی متغیرهای کنترلی نیز نشان داد که تصمیمات سرمایه‌گذاری به صورت معنی داری تحت تأثیر اندازه و اهرم است اما رابطه معنی داری بین عمر شرکت و تصمیمات سرمایه‌گذاری وجود دارد.

در توضیح نتیجه به دست آمده چنین استنباط می‌شود که با تغییر در مالکیت سهام سهام‌داران، برنامه‌ها و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری نیز تغییر کرده و مالکان شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را به مدیران دیکته می‌کنند و بر این اساس تصمیمات سرمایه‌گذاری متفاوتی اتخاذ می‌گردد. استقلال هیأت مدیره نیز در موضوع بی‌تأثیر نبوده و با کاهش یا افزایش در سطح استقلال هیأت مدیره، تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار می‌گیرند.

از میان مؤلفه‌های ساختار مالکیت شرکت، درصد سهام تحت تملک هیأت مدیره به صورت مثبت و معنی دار، شاخص بازده سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد اما تأثیرات درصد تملک سرمایه‌گذاران نهادی از نظر آماری معنی دار نیست؛ بر این اساس، با توجه به تأثیرات معنی دار تملک سهام هیأت مدیره، فرض مبنی بر رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری تأیید می‌شود. علاوه بر این نتایج آزمون تأثیرات ساختار هیأت مدیره به عنوان یکی از ابعاد راهبری شرکتی بر شاخص بازده سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که هیچ‌یک از مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره شامل اندازه هیأت مدیره، استقلال آن و نیز دوگانگی وظیفه مدیرعامل، تأثیر معنی داری بر شاخص بازده سرمایه‌گذاری ندارند و از این نظر، فرض مربوط به رابطه ساختار هیأت مدیره و عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری تأیید نمی‌شود. هم‌چنین یافته، بیانگر آن است که اهرم و اندازه شرکت، عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت را به صورت معنی دار تحت تأثیر قرار می‌دهد اما تأثیرات مدت عضویت شرکت در بورس به عنوان سنجه عمر شرکت تأثیر معنی داری بر بازده سرمایه‌گذاری ندارد. در مجموع با توجه به معنی دار بودن تأثیرات درصد سهام تحت تملک هیأت مدیره، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری تأیید می‌شود.

در توجیه نتایج به دست آمده می توان اظهار کرد زمانی که مدیریت درصد قابل توجهی از سهام شرکت را در تملک خود دارد به سبب وجود نظارت کارا در جهت منافع شرکت و به حداکثر رساندن ارزش شرکت اقدام می نماید؛ به طوری که سرمایه های شرکت در جهت حداکثری ثروت سهام داران که قسمت اعظم آن را خود آنها تشکیل می دهند قدم برداشته و در پروژه هایی با ارزش خالص سرمایه گذاری های مثبت و بهینه سرمایه گذاری می نماید که به تبع آن بازده دارایی های شرکت نیز افزایش می یابد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه چهارم پژوهش، تملک سهام هیأت مدیره و سرمایه گذاران نهادی به عنوان مؤلفه های ساختار مالکیت شرکت، تأثیر معنی داری بر شاخص کیوتوبین نداشته و از این نظر، فرض مبنی بر رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار تأیید نمی شود. از سوی دیگر بررسی تأثیرات مؤلفه های ساختار هیأت مدیره حاکی از آن است که استقلال هیأت مدیره به صورت مثبت و دوگانگی وظیفه مدیرعامل به صورت منفی شاخص کیوتوبین را تحت تأثیر قرار می دهند اما تأثیرات اندازه هیأت مدیره از نظر آماری معنی دار نمی باشد. براین اساس، فرض مبنی بر رابطه ساختار هیأت مدیره و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار تأیید می شود. هم چنین بررسی نقش متغیرهای کنترلی در این رابطه بیانگر آن است که متغیرهای اندازه، اهرم و عمر شرکت به صورت معنی دار بر شاخص کیوتوبین مؤثرند. در مجموع با توجه به معنی دار بودن تأثیرات متغیرهای استقلال هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل، فرضیه سوم پژوهش مبنی بر رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار تأیید می شود.

با توجه به نتایج به دست آمده می توان استنباط نمود که با افزایش مدیران غیر موظف و در نتیجه افزایش استقلال هیأت مدیره، ساز و کارهای راهبری به نحو بهتری عمل کرده و نظارت کاراتری بر فعالیت شرکت دارند که این امر باعث بهبود عملکرد شرکت و به تبع آن افزایش ارزش سهام آن در بازار شده که در شاخص کیوتوبین نمود می یابد. علاوه بر این، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، از یک سو باعث افزایش مشغله کاری و در نتیجه کاهش کارایی وی شده و از سوی دیگر به سبب ادراک مدیرعامل از نفوذ زیاد و عدم وجود نیروی نظارتی قوی در مقابل خود، ممکن است فعالیت هایی انجام دهد که در جهت حداکثرسازی ثروت سهام داران نبوده و افزایش ریسک شرکت را رقم بزند. این عوامل مجموعاً می تواند کاهش ارزش سهام شرکت در بازار را رقم زده و در نتیجه کاهش شاخص کیوتوبین را در پی داشته باشد.

بررسی و مقایسه مطالعات صورت گرفته در این زمینه بیانگر آن است که سماوات (۱۳۹۵) با بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی و عملکرد شرکت نشان داد که راهبری شرکتی به صورت معنی دار بر کیفیت گزارشگری مالی و عملکرد شرکت مؤثر است. عبدی‌زاده (۱۳۹۵) نیز دریافت که راهبری شرکتی بر عملکرد مؤسسات مالی و نیز مدیریت سود در مؤسسات مالی تأثیر دارد. در مقابل قدرتی و فیضی (۱۳۹۴) با بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود نشان دادند رابطه معنی داری بین راهبری شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی وجود ندارد. از این نظر نتایج پژوهش حاضر یافته‌های سماوات (۱۳۹۵) و عبدی‌زاده (۱۳۹۵) را تأیید می‌کند اما با یافته‌های قدرتی و فیضی (۱۳۹۴) هم‌خوانی ندارد.

علاوه بر این، گل محمدی (۱۳۹۶) در پژوهش خود نشان داد که رابطه معنی داری بین راهبری شرکتی با نرخ بازدهی دارایی‌ها و نسبت سود به فروش به عنوان شاخص‌های عملکرد مالی شرکت وجود دارد. صالحی و همکاران (۱۳۹۶) نیز دریافتند که تملک سهام‌داران اصلی بر ارزش شرکت تأثیرگذار است. همچنین خدادادی و تاکر (۱۳۹۵) نشان دادند که ساختار راهبری شرکتی به صورت مثبت و معنی دار با عملکرد و ارزش شرکت در ارتباط است. شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) نیز نشان دادند که رابطه معنی داری بین وجود اعضای غیر موظف در هیأت مدیره و وجود مالکان نهادی با عملکرد شرکت وجود دارد. از این نظر، نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های گل محمدی (۱۳۹۶)، صالحی و همکاران (۱۳۹۶)، خدادادی و تاکر (۱۳۹۵) و شورورزی و همکاران (۱۳۹۴) هم‌خوانی دارد.

بررسی پژوهش‌های صورت گرفته در خارج از کشور نیز حاکی از آن است که جین و یو (Jin & Yu, 2018) با بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر کارایی سرمایه‌گذاری نشان دادند که راهبری شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین السیاد و البردان (Elsayed & Elbardan, 2018) در پژوهش خود دریافتند که راهبری شرکتی به صورت معنی داری با عملکرد شرکت در ارتباط است. چاوهان و همکاران (Chauhan, et al., 2016) نیز با بررسی نقش اقدامات راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت نشان دادند که راهبری شرکتی به صورت مثبتی با عملکرد شرکت در ارتباط است و این ارتباط برای سطوح بالاتر مالکیت مدیریتی قوی‌تر است. از این نظر نتایج پژوهش حاضر با یافته‌های جین و یو (Jin & Yu, 2018)

(2018)، السیاد و البردان (Elsayed & Elbardan, 2018) و چاوهان و همکاران (Chauhan, et al., 2016) هم‌خوانی دارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که مالکیت سهام هیأت مدیره به عنوان یکی از مؤلفه‌های ساختار مالکیت شرکت، تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد مبتنی بر ارزش دفتری را به صورت معنی داری تحت تأثیر قرار می‌دهد. همچنین مشخص شد که از میان مؤلفه‌های ساختار هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره به صورت معنی داری با کیفیت گزارشگری مالی، تصمیمات سرمایه‌گذاری و عملکرد مبتنی بر ارزش بازار در ارتباط است. علاوه بر این یافته‌ها نشان داد که دواگانگی وظیفه مدیرعامل به صورت منفی، شاخص کیوتوبین به عنوان سنج عملکرد مبتنی بر ارزش بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد؛ بنابراین:

اول، با توجه به اینکه کیفیت گزارشگری مالی تحت تأثیر استقلال هیأت مدیره قرار دارد، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود جهت بهبود کیفیت اطلاعات و شفافیت عملکرد مالی شرکت، برای کرسی‌های خالی هیأت مدیره در مجامع، به مدیران غیرموظف رای دهند تا در این راستا سطح استقلال هیأت مدیره افزایش یابد.

دوم، با توجه به این که رابطه معنی داری بین درصد تملک سهام هیأت مدیره و شاخص بازده سرمایه‌گذاری وجود دارد، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تملک سهام هیأت مدیره را به عنوان یک پارامتر مهم مدنظر داشته و برای بهبود عملکرد مالی و سرمایه‌گذاری خود در شرکت‌های با درصد بالای تملک سهام هیأت مدیره سرمایه‌گذاری نمایند.

سوم، با توجه به تأثیرات مثبت استقلال هیأت مدیره و نیز تأثیرات منفی دواگانگی وظیفه مدیرعامل بر شاخص کیوتوبین، پیشنهاد می‌شود برای بهبود ارزش سهام شرکت در بازار، از مدیران غیرموظف در هیأت مدیره بیشتر بهره گرفته و حتی الامکان، پست مدیرعامل به طور هم‌زمان در اختیار رئیس هیأت مدیره قرار نگیرد.

چهارم، در مجموع با توجه به رابطه معنی دار ابعاد راهبری شرکتی با تصمیم‌گیری‌های مدیریت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ پیشنهاد می‌شود که مدیران سرمایه‌گذاری و تحلیل‌گران مالی جهت بهبود عملکرد حرفه‌ای خود، نقش پارامترهای راهبری شرکتی را در استراتژی‌های سرمایه‌گذاری خود لحاظ نمایند.

منابع

- امیرآزاد، میر حافظ؛ برادران حسن‌زاده، رسول؛ محمدی، احمد؛ تقی‌زاده، هوشنگ. (۱۳۹۷). "مدل جامع عوامل موثر بر کیفیت گزارشگری مالی در ایران به روش نظریه‌پردازی زمینه‌بنیان"، پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۰(۴)، ۲۱-۴۲.
- خدادادی، ولی؛ تاکر، رضا. (۱۳۹۵). "تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۵، ۵۲-۶۹.
- دهقان خاوری، سعید؛ میرجلیلی، سید حسین. (۱۳۹۸). "تعامل ریسک سیستماتیک با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، اقتصاد مالی، شماره ۴۹، صص ۲۵۷-۲۸۲.
- سماوات، امید. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر معیارهای سنتی حاکمیت شرکتی بر عملکرد و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌های با فن‌آوری بالا، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.
- سوری، علی. (۱۳۹۸). اقتصادسنجی مقدماتی و پیشرفته. تهران. نشر فرهنگ شناسی.
- شایسته مند، حمیدرضا. (۱۳۹۵). تبیین تأثیر ساختار مالکیت و ساز و کارهای مدیریتی راهبری شرکتی بر ریسک اختصاصی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه دکتری، دانشکده امور اقتصادی، دانشگاه مازندران.
- شورورزی، محمدرضا؛ خلیلی، محسن؛ سلیمانی، حمید؛ فروتن امید. (۱۳۹۴). "ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی"، پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۱۲۱-۱۳۹.
- صالحی، مهدی؛ بخشیان، عسل؛ داوطلب طوسی، فتنه. (۱۳۹۶). "تأثیر تمرکز مالکیت و درجه کنترل بر ارزش شرکت در صنعت بیمه"، پژوهشهای حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۹، شماره ۳۳، صص ۲۹-۴۹.
- صحافی اسفندآبادی، سید حمید. (۱۳۸۹). ارتباط اهرم و تنوع سرمایه‌گذاری با مدیریت سود فزاینده، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
- طبایخیان، ندا. (۱۳۹۵). شناسایی الگوی حاکمیت شرکتی در شرکت‌های سرمایه‌گذار مخاطره‌پذیر، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه کاشان.
- عبدی‌زاده، عبدالله. (۱۳۹۵). حاکمیت شرکتی و عملکرد موسسات مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

فتوحی، فاطمه. (۱۳۹۴). تحلیل رابطه مدیریت سود صعودی، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و چسبندگی هزینه‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد.

قدرتی، حسن؛ فیضی، سعید. (۱۳۹۴). "تأثیر حاکمیت شرکتی بر میزان مدیریت سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران"، دانش حسابداری، دوره ۱۴، شماره ۵۸، صص ۲۰۵-۲۳۲.

گل محمدی شورکی، مجتبی. (۱۳۹۶). تأثیر مدیریت ذینفعان بر عملکرد و ارزش شرکت: با تحلیل ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، پایان نامه دکتری تخصصی رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

محسنی نیا، سعید؛ باباجانی، جعفر. (۱۳۹۹). "بررسی تأثیر کیفیت حسابداری داخلی بر کیفیت گزارشگری مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۲(۴)، ۱۹-۳۸.

مهرفر، ابوطالب؛ کاظمی، حسین؛ رضایی، فرزین. (۱۳۹۹). "خوش‌بینی مدیریت و کیفیت گزارشگری مالی: با تأکید بر نقش تعدیلی مکانیزم‌های نظام راهبری"، دانش حسابداری مالی، ۷(۲)، ۱۵۵-۱۷۸.

نجیبی، فضل‌الله. (۱۳۹۵). بررسی ارتباط کیفیت اطلاعات مالی، کیفیت حسابداری و مسائل نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، پردیس آزادی، دانشگاه یزد.

- Andreou, P.C., Louca, C. & Panayides, P.M. (2014). "Corporate governance, financial management decisions and firm performance: Evidence from the maritime industry", *Transportation Research Part, Vol.63*, pp.59-78.
- Basu, N., Paeglis, I & Rahnmaei, M. (2017). "Multiple blockholders, power, and firm value", *Journal of Banking & Finance, Vol.66*, pp.66-78.
- Chen, L., Chunlei, L., and Guanyu, W. (2013). Financial constraints, investment efficiency and corporate governance: Empirical evidence from China, *Service Systems and Service Management (ICSSSM)*. 10th International conference.
- Cohen, D. and P. Zarowin. (2010). "Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings". *Journal of Accounting and Economics, Vol.50*, Pp.2-19.
- Chauhan, Y., Lakshmi, K.R. & Kumar, D. (2016). "Corporate governance practices, self-dealings, and firm performance: Evidence from India." *Journal of Contemporary Accounting & Economics, Vol.12, No.3*, pp.274-289.
- Demir, R., Wennberg, K., & McKelvie, A. (2017). "The strategic management of high-growth firms: A review and theoretical conceptualization." *Long Range Planning, 50(4)*, 431-456.
- Elsayed, N. & Elbardan, H. (2018). "Investigating the associations between executive compensation and firm performance: Agency theory or tournament theory." *Journal of Applied Accounting Research, Vol.19, No.2*, pp.245-270.
- Jin, X. & Yu, J. (2018). "Government governance, executive networks and corporate investment efficiency." *China Finance Review International, Vol.8, No.2*, pp.122-139.

- Kyere, M, Ausloos, M. (2021). "Corporate governance and firms' financial performance in the United Kingdom". *Int J Fin Econ*, 26: 1871– 1885.
- Lozano, M.B., Martínez, B. & Pindado, J. (2017). "Corporate governance, ownership and firm value: Drivers of ownership as a good corporate governance mechanism". *International Business Review*, Vol.25, pp.1333–1343.
- Ngatno, N., Endang, P., Apriatni & Youlianto, A. (2021). "Moderating effects of corporate governance mechanism on the relation between capital structure and firm performance." *Cogent Business & Management*, 8:1
- Vo, X.V. & Ellis, C. (2017). "An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam", *Finance Research Letters*, Vol.22, pp.90-94.
- Yoo, T. & Jung, D.K. (2015). "Corporate Governance Change and Performance: The roles of traditional mechanisms in France and South Korea". *Scandinavian Journal of Management*, Vol.31, pp.40-53.
- Zada, M., Yukun, C. & Zada, S. (2019). "Effect of financial management practices on the development of small-to-medium size forest enterprises: insight from Pakistan." *GeoJournal*. Nov issue. Springer.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.