

بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار

سرمایه

مجتبی نخبه فلاح

گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی آبا، قزوین، ایران.

مریم زرگر

گروه حسابداری، مؤسسه آموزش عالی آبا، قزوین، ایران.

رؤیا احمدی

دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، مؤسسه آموزش عالی آبا، قزوین، ایران (نویسنده مسئول).

ahmadiroya986@gmail.com

چکیده

مطالعه حاضر به بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. به منظور یافتن پاسخ سؤالات طرح شده؛ اطلاعات ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که برای یک قلمروی پنج ساله (از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۵) انتخاب شده بودند، استخراج و آزمون‌های آماری لازم بر روی آنان صورت گرفت. یافته‌های پژوهش بیان داشت که میان نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها با کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. اما ارتباط معناداری میان نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها با ساختار سرمایه یافت نشد که یافته‌های مذکور در انطباق با یافته‌های بوواندرا و همکاران (۲۰۱۷) می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: نرخ بازده دارایی‌ها، نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها، کیفیت نظام راهبری شرکتی، ساختار سرمایه.

مقدمه و بیان مساله

توانایی شرکت در مشخص ساختن ویژگی‌های خود نظیر منابع مالی بالقوه داخلی و خارجی برای فراهم‌سازی سرمایه جهت برنامه‌ریزی مناسب، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت هر شرکتی محسوب می‌شود. برای بهینه‌سازی ویژگی‌های شرکت، شناخت منابع مختلف تامین مالی و هزینه‌های مربوط به منظور تصمیم‌گیری مدیران در جهت حداکثرسازی ارزش شرکت، اهمیت ویژه‌ای دارد. با وجود تضاد منافع بین اعتباردهندگان و صاحبان سهام، بحران‌های مالی و وام‌هایی که دارای سطوح ریسک متفاوتی هستند، هیچ روش دقیقی برای محاسبه و تعیین نسبت مطلوبی از ساختار سرمایه (بدهی و حقوق صاحبان سهام) وجود ندارد. در صورتی که بدهی از منابع ارزانی تامین شود، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکت‌ها باعث افزایش بازدهی صاحبان سهام می‌شود و در صورتی که بازده سرمایه‌گذاری پایین‌تر از نرخ بدهی باشد، استفاده از بدهی روش تامین مالی مطلوبی به شمار نمی‌آید (باغومیان و عزیززاده مقدم، ۱۳۹۳). حاکمیت شرکتی^۱ مجموعه ابزارهای هدایت و کنترل است که با استفاده از قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستم‌ها موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود. موضوع حاکمیت شرکتی از دهه ۱۹۹۰ در کشورهای صنعتی پیشرفته جهان نظیر انگلستان، استرالیا و برخی کشورهای اروپایی مطرح شد. در گزارش کادبری (۱۹۹۲) به وجود سهامداران نهادی و برقراری سیستم کنترل داخلی و حسابرس داخلی تاکید زیادی شده بود. این گزارش در سال ۱۹۹۵ توسط کمیته گرین‌بری بررسی مجدد و در سال ۱۹۹۸ توسط کمیته هامپیل نهایی شد (آبو، ۲۰۰۸). شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و از این رو قادر به ارائه بازده بهینه برای کلیه ذینفعان می‌باشند. در دیدگاه گسترده، راهبری شرکت‌ها را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان، از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و غیره وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان ارائه می‌شود (آلیشا و همکاران، ۲۰۰۹). در مورد ساختار سرمایه باید توجه داشت که اگر شرکتی در وضعیتی باشد که نوع ویژه‌ای از خدمات مالی را به سرمایه‌گذاران ارائه نماید، آنگاه می‌توان انتظار داشت که قدرت سحرآمیز یا جادویی بوجود آید. معمولاً این نوع خدمات منحصر به فرد هستند یا اینکه شرکت با قیمت بسیار کمتر از سایر رقبا خدمات را ارائه می‌دهد، بنابراین شرکت، لازم است که به نوع نیاز مشتریان پی ببرد (کنعانی، ۱۳۸۴). در این صورت می‌توان توقع داشت که مشتریان در برابر خدمت، پول بیشتری پرداخت کنند. نمونه چنین مسئله‌ای آن است که معمولاً افراد، خود حاضر به گرفتن وام نیستند، اما در عوض ترجیح می‌دهند سهام شرکتی را که توانسته وام بگیرد با قیمت بیشتری بخرند. اما همین مسئله، وقتی برای تمام شرکت‌ها به طور عمومی مطرح می‌شود، تنها شرکت‌هایی می‌توانند از قدرت جادویی وام استفاده کنند که دست به نوآوری و ابتکار بزنند. این موضوع عامل ایجاد مؤسسات مالی متنوع با اوراق قرضه گوناگون شده است. البته همیشه خلاقیت برای افراد خلاق سودآور است و معمولاً چیز زیادی نصیب دنباله‌روها نمی‌شود. مثلاً انتشار اوراق قرضه بدون بهره برای اولین بار با استقبال چشمگیر سرمایه‌گذارانی که از پرداخت مالیات بهره‌گريزان بودند، مواجه شد ولی بعد از مدتی که بسیاری از شرکت‌ها چنین اوراقی را منتشر کردند به تدریج جذابیت اوراق کمتر شد. با چنین شیوه‌هایی تغییر ساختار سرمایه می‌تواند تأثیرات قابل ملاحظه‌ای هم بر شرکت و هم بر سرمایه‌گذاران بر جای گذارد (بوواندرا و همکاران، ۲۰۱۷).

حال این سؤال پیش می‌آید که آیا در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ ارتباط معناداری میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه وجود دارد یا خیر؟

¹ Corporate Governance

² Abo

³ Alisha et al

⁴ Buvanendra

پیشینه پژوهش

پیشینه داخلی

سمیع (۱۳۹۶) نقش حاکمیت شرکتی در تأثیر رقابت در بازار محصول بر خطای پیش‌بینی سود توسط مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد ارزیابی قرار داد. یافته‌های پژوهش با استفاده از آزمون فروض کلاسیک و رگرسیون خطی چند متغیره با استفاده از داده‌های تابلویی و روش اثرات ثابت؛ ضمن تأیید فرضیه‌های پژوهش، مؤید این مطلب بود که کیفیت حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول، بر خطای پیش‌بینی سود توسط مدیریت، تأثیر منفی و معناداری دارند و با بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی، تأثیر معکوس رقابت در بازار محصول بر خطای پیش‌بینی سود، بیشتر می‌گردد.

طوروسیان (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. طور کلی نتایج تخمین‌ها نشان داد که بین ساختار سرمایه شرکت‌ها در صنایع مختلف و نیز بین رقابت بازار محصول شرکت‌ها در بین صنایع مختلف، تفاوت معناداری وجود دارد، که در نتیجه رابطه بین رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه بررسی شد که نشان داد بین رقابت بازار محصول و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یک رابطه درجه دو وجود دارد. علاوه بر این، یافته‌های مربوط به هر یک از صنایع نشان داد که تأثیر رقابت بازار محصول بر ساختار سرمایه در صنایع مختلف متفاوت است.

صادقی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس پرداخت. نتایج حاصل از فرضیه اول نشان داد بین حاکمیت شرکتی داخلی و خارجی تفاوت معناداری وجود دارد که بررسی ضرایب مربوطه نشان داد که شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران به علت شرایط خاص اقتصادی و سیاسی کشور برای متغیرهای مربوط به حاکمیت شرکتی، داخلی وزن بیشتری قائل هستند؛ ضمن این که اداره‌کنندگان شرکت با استفاده از مجموعه روش‌ها، سیاست‌ها و قوانین ناظر بر هدایت و کنترل صحیح شرکت که به عنوان حاکمیت شرکتی شناسایی می‌شود، می‌توانند اقدام به افزایش ارزش نمایند.

صدیقی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری پرداخت. نتایج نشان داد که میزان مدیریت سود به صورت مستقیم با محتوای اطلاعاتی سود مرتبط است، تمرکز مالکیت، اندازه هیأت مدیره، استقلال هیأت مدیره و اندازه مرجع حسابرسی به صورت مستقیم با میزان مدیریت سود مرتبط است. همچنین اتکا بر بدهی نیز به صورت معکوس با میزان مدیریت سود ارتباط دارد. اما تنها علامت اتکا بر بدهی و اندازه مرجع حسابرسی مطابق پیش‌بینی می‌باشد، اندازه مرجع حسابرسی به صورت معکوس با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری مرتبط می‌باشد، میزان مدیریت سود در مقایسه با ساختار حاکمیت شرکتی، تأثیر بیشتری بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری دارد و بین ساختار حاکمیت شرکتی و محتوای اطلاعاتی سود، بدون توجه به وجود یا عدم وجود مدیریت سود، رابطه مستقیم وجود دارد.

باغومیان و عزیززاده مقدم (۱۳۹۳) به بررسی رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش مذکور نشان داد که شاخص‌های اندازه، دارایی‌های مشهود و ریسک شرکت رابطه مستقیم و معناداری با ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد شرکت رابطه معکوس و معناداری با آن دارد. علاوه بر این، در تحقیق مذکور ارتباط معناداری بین عمر و صنعت شرکت با ساختار سرمایه، مشاهده نشد.

پیشینه خارجی

بوواندرا و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه پرداختند. آنان دریافتند که میان ویژگی‌های شرکت و کیفیت نظام راهبری شرکتی؛ یک ارتباط مثبت و معنادار و میان ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه؛ یک ارتباط منفی و معنادار وجود دارد.

زبری و همکاران^۵ (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی پرداختند و دریافتند با بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی نیز بهبود می‌یابد.

جیانجا و همکاران^۶ (۲۰۱۵) به بررسی رابطه کیفیت حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری پرداختند. آنان رابطه مثبت و معناداری میان کیفیت حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری را پیدا نمودند.

جانکیرامنان و رادهاکریشنان^۷ (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول بر خطای پیش‌بینی سود توسط مدیریت پرداختند. آنان دریافتند که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی و رقابت در بازار محصول، میزان خطای پیش‌بینی سود توسط مدیریت، بصورت معناداری کاهش می‌یابد.

چونگا و همکاران^۸ (۲۰۱۵) به بررسی ریسک اولیه اوراق بهادار و ویژگی‌های شرکت پرداختند. آنان دریافتند که ریسک اولیه اوراق بهادار با نقدشوندگی سهام رابطه مثبتی دارد. همچنین بین مالکیت خارجی و اندازه شرکت رابطه مثبتی وجود داشت.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: میان نرخ بازده دارایی‌ها و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: میان نرخ بازده دارایی‌ها و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه پنجم: میان نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ششم: میان نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.

روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع توصیفی-همبستگی است که طرح آن از نوع تجربی و با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی است. به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از رگرسیون خطی چند متغیره که مبتنی بر داده‌های پانل و ترکیبی از سری‌های مقطعی و زمانی بوده، استفاده شده است که با استفاده از روش‌های آماری و اقتصادسنجی به بررسی تأثیر متغیر مستقل بر متغیر وابسته می‌پردازد. برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و اطلاعات و داده‌های مورد نیاز جهت اثبات فرضیه‌های پژوهش، از طریق مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های موجود در جامعه آماری گردآوری شده و از صورت‌های مالی مندرج در بانک‌های اطلاعاتی و سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است و برای تحلیل آنها از نرم افزارهای اس.پی.اس.اس نسخه ۲۲ و ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است. روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها عبارتند از: استفاده از آزمون فروض کلاسیک و رگرسیون خطی چند متغیره جهت بررسی تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته،

استفاده از روش‌های آمار توصیفی نظیر میانگین، واریانس و چارک جهت توصیف وضعیت عمومی توزیع داده‌های پژوهش،

⁵ Zebri et al

⁶ Jianja et al

⁷ Janakiraman & Radhakrishnan

⁸ Cheunga et al

استفاده از آزمون‌های آماری رگرسیون، دوربین - واتسون، اف لیمر، هاسمن، اف فیشر، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده.

جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری در این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۱ تا پایان سال ۱۳۹۵ به مدت پنج سال بوده است. برای دستیابی به نتایج قابل اتکا، شرکت‌هایی که پس از سال ۱۳۹۱ وارد بورس شده یا در طی دوره پژوهش از بورس خارج شده‌اند در جامعه آماری قرار نگرفتند. افزون بر این، برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. لذا، جامعه آماری با استفاده از شرایط و محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

- ۱- شرکت‌های نمونه در طی این دوره، پنج ساله عضویت خود را در بورس اوراق بهادار حفظ کرده باشند.
 - ۲- شرکت‌های نمونه دارای سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند باشند (به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه).
 - ۳- داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های مورد نظر قابل دسترس باشد.
 - ۴- شرکت‌ها در طول دوره بررسی، تغییر سال مالی نداده باشند.
 - ۵- شرکت‌ها جزء بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ نباشد، زیرا نحوه گزارشگری مالی و ماهیت درآمدها و هزینه‌ها در آنها متفاوت است.
- کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدا تا پایان سال ۱۳۹۵ ۴۹۸
- شرکت‌هایی که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال نمی‌باشد. ۸۱
- شرکت‌هایی که عضویت پنج ساله خود را در بورس حفظ ننموده‌اند. ۷۶
- شرکت‌هایی که اطلاعات مالی آنها برای سنجش متغیرها کافی نبوده است. ۶۶
- شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی، سال مالی خود را تغییر داده‌اند. ۷۴
- شرکت‌هایی که جزو بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری، بیمه و هلدینگ بوده‌اند. ۷۷
- کل شرکت‌هایی که فاقد شرایط نمونه‌گیری بودند. (۳۷۴)
- نمونه آماری ۱۲۴

متغیرهای پژوهش و شیوه ارزیابی آنان

متغیرهای پژوهش بر اساس روابط مندرج در نگاره زیر؛ قابلیت سنجش پیدا می‌کنند.

شیوه ارزیابی متغیرهای پژوهش

متغیر (نماد)	نوع متغیر	شیوه ارزیابی
نرخ بازده دارایی‌ها (ROA)	وابسته	سود (زیان) خالص کل دارایی‌ها ROA=
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)	وابسته	سود (زیان) عملیاتی کل دارایی‌ها ROE=
نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها (ROI)	وابسته	سود (زیان) عملیاتی حقوق صاحبان سهام ROI =
کیفیت نظام راهبری شرکتی (CGQ)	مستقل	اطلاعات مندرج در نگاره (۳)
ساختار سرمایه (CS)	مستقل	تسهیلات مالی دریافتی حقوق صاحبان سهام CS =

نسبت جریان‌های نقدی (CFO)	کنترلی	$CFO = \frac{\text{جریان‌های نقدی عملیاتی}}{\text{کل دارایی‌ها}}$
اندازه شرکت (SIZE)	کنترلی	اندازه شرکت عبارت است از لگاریتم مجموع دارایی‌های شرکت در پایان هر سال. $SIZE = \ln \text{all assets}$
گزارش زیان (LOSS)	کنترلی	تعریف بصورت یک متغیر دووجهی، اگر شرکت در هر سال زیان خالص گزارش کند، امتیاز یک و در غیر این صورت، امتیاز صفر.
اهرم مالی (LEV)	کنترلی	$LEV = \frac{\text{کل بدهی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$

جهت سنجش ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی، با استفاده از اطلاعات مندرج در نگاره زیر؛ تعداد ۱۱ عامل بصورت مجازی تعریف و در صورت احراز آنان، امتیاز یک و در غیر این صورت، امتیاز صفر ملاک عمل خواهد بود.

شیوه ارزیابی کیفیت نظام راهبری شرکتی

ردیف	آیتم	نوع سنجش
۱	استفاده از اعضای غیرموظف در هیئت مدیره	کم‌تر بودن نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضا از نسبت محاسبه شده برای کل شرکت‌ها یک سال، صفر در غیر این صورت یک.
۲	جدا کردن نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره	جدا نکردن نقش مدیرعامل از هیئت مدیره، صفر و در غیر این صورت یک.
۳	ثبات مدیرعامل	تغییر مدیرعامل در دو سال گذشته، صفر در غیر این صورت، یک.
۴	چرخش شرکای موسسه حسابرسی	عدم تغییر شریکان امضاکننده گزارش حسابرسی شرکت در دو سال گذشته، صفر در غیر این صورت یک.
۵	بودن سهامداران دارای حق کنترل	نبودن سهامداران حق کنترل، صفر و در غیر این صورت یک (سهامدارانی که بالای ۵۰٪ سهام شرکت را دارا باشند).
۶	تمرکز مالکیت	بیشتر بودن سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت یک.
۷	سهامداری نهادی	اگر سهامداران نهادی بیش از ۵٪ سهام عادی شرکت را دارا باشند یک و در غیر این صورت صفر.
۸	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.
۹	توان اتکا (تعدیلات سنواتی)	وجود تعدیلات سنواتی خالص از مالیات، صفر و در غیر این صورت یک.
۱۰	توان اتکا (اظهار نظر حسابرسی)	بودن اظهار نظر غیر مقبول، صفر و در غیر این صورت یک.
۱۱	بودن واحد حسابرسی داخلی	نبودن واحد حسابرسی داخلی، صفر و در غیر این صورت یک.

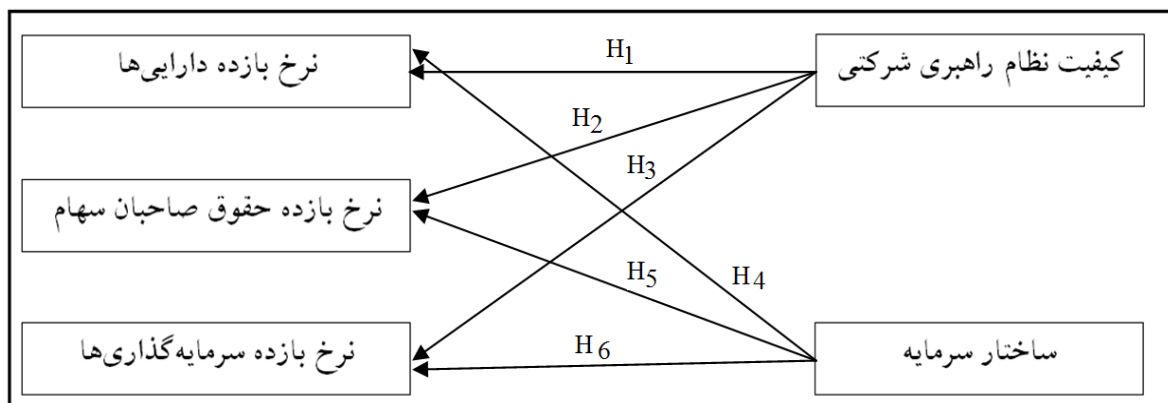
در نهایت امتیاز حاصله برای هر سال - شرکت، از رابطه زیر محاسبه می‌گردد:

$$CGQ = \frac{\text{جمع امتیاز موارد احراز شده}}{11}$$

مدل مفهومی - تحلیلی پژوهش

بر اساس مدل تعدیل شده مورد استفاده در پژوهش بوواندرا و همکاران (۲۰۱۷) مدل‌های مفهومی و رگرسیونی پژوهش بشرح زیر تبیین می‌گردند:

مدل مفهومی پژوهش



منبع: بوواندرا و همکاران (۲۰۱۷)

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل‌های رگرسیونی زیر، بهره خواهیم گرفت:

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌های اول و دوم

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CGQ_{it} + \beta_2 * CS_{it} + \beta_3 * CFO_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LOSS_{it} + \beta_5 * LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم

$$ROE_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CGQ_{it} + \beta_2 * CS_{it} + \beta_3 * CFO_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LOSS_{it} + \beta_5 * LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم

$$ROI_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CGQ_{it} + \beta_2 * CS_{it} + \beta_3 * CFO_{it} + \beta_3 * SIZE_{it} + \beta_4 * LOSS_{it} + \beta_5 * LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در روابط فوق:

ROA: نرخ بازده دارایی‌ها، ROE: نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، ROI: نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها، CGQ: کیفیت نظام راهبری شرکتی، CS: ساختار سرمایه، CFO: نسبت جریان نقدی، SIZE: اندازه شرکت، LOSS: گزارش زیان، LEV: اهرم مالی می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

مشاهدات	کشدگی	چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین	متغیر
۶۲۰	-۳.۵۹۸	-۰.۳۷۶	۰.۰۶۶	۰.۰۰۰	۱.۰۰۰	۱.۰۰۰	۰.۲۹۵	LOSS
۶۲۰	۲.۹۱۳	۰.۱۴۷	۰.۲۵۴	۰.۰۹۹	۰.۳۴۷	۰.۱۷۹	۰.۱۹۹	CS
۶۲۰	-۲.۷۳۰	-۰.۷۵۳	۰.۲۲۵	۰.۲۲۵	۰.۹۲۸	۰.۷۰۵	۰.۶۶۲	LEV
۶۲۰	۲.۶۱۹	۰.۳۱۶	۰.۲۰۰	۰.۰۷۸	۰.۳۶۳	۰.۱۷۶	۰.۱۸۱	CS
۶۲۰	۴.۲۲۰	۰.۵۴۳	۰.۸۴۷	۱۱۸۱۶	۲۴۸۴۶	۱۵.۶۹۹	۱۵.۷۶۵	SIZE
۶۲۰	-۲.۴۶۲	-۰.۲۵۶	۰.۱۳۱	-۰.۳۰۱	-۰.۹۵۴	۰.۶۲۴	۰.۶۰۲	ROI
۶۲۰	۲.۴۸۴	۱.۸۳۴	۳.۱۵۹	-۰.۱۱۰	۰.۴۲۴	۰.۳۳۵	۰.۳۳۶	ROA
۶۲۰	-۲.۰۶۷	-۹.۷۰۲	۵.۴۱۲	-۰.۰۹۸	۰.۴۱۳	۰.۳۴۲	۰.۲۳۳	ROE
۶۲۰	۲.۰۶۷	۱.۷۰۲	۴.۹۳۸	-۰.۲۶۰	۱.۶۲۶	۰.۵۸۶	۰.۶۸۵	CFO
۶۲۰	-۳.۲۵۲	-۰.۲۵۶	۲.۱۵۹	۰.۱۱۱	۰.۸۱۸	۰.۵۴۵	۰.۴۵۵	CGQ

آزمون نرمال بودن جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش

پیش‌فرض آنکه آزمون‌های آماری، نتایج صحیحی را تبیین نمایند، کسب اطمینان از نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش ضروری می‌باشد. بدین منظور، از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است. نتایج آزمون مذکور در نگاره زیر ارائه شده است.

نتایج آزمون نرمال بودن جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش

متغیر	نماد	آماره جارک - برا	احتمال آماره جارک - برا
جملات خطای مدل فرضیه‌های اول و دوم	Resid1	۹۴,۹۱۷	۰,۰۷۱
جملات خطای مدل فرضیه‌های سوم و چهارم	Resid2	۷۵,۳۸۲	۰,۰۷۹
جملات خطای مدل فرضیه‌های پنجم و ششم	Resid3	۱۵,۱۲۵	۰,۰۷۹

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جارک - برا برای جملات خطای مدل فرضیه‌های پژوهش، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت توزیع آماری آنان، نرمال می‌باشد.

بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

پایایی به این معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان، و کوواریانس آنها، در بین سال‌های مختلف، ثابت بوده است. بدین منظور، از آزمون لوین، لین و چو^۹ استفاده شده است. آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۱۰,۷۲۶۷	۰,۰۰۰۰
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-۱۲,۱۲۴۱	۰,۰۰۰۰
نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها	ROI	-۱۸,۵۶۵۳	۰,۰۰۰۰
کیفیت نظام راهبری شرکتی	CGQ	-۶۰,۹۰۶۳	۰,۰۰۰۰
ساختار سرمایه	CS	-۳۱,۶۸۹۷	۰,۰۰۰۰
نسبت جریان نقدی	CFO	-۳۱,۶۸۹۷	۰,۰۰۰۰

⁹ Levin, Lin & Chu

اندازه شرکت	SIZE	-۲۴,۹۶۶۶	۰,۰۰۰۰
گزارش زیان	LOSS	-۱۰,۱۱۶۷	۰,۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۹,۲۱۵۷	۰,۰۰۰۰

بر اساس نتایج بدست آمده، این نتیجه حاصل شد که متغیرهای پژوهش در دوره بررسی، پایا بوده اند. زیرا احتمال آماره آزمون آزمون لوین، لین و چو در تمامی متغیرها، کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ بوده است.

بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل، کنترلی و مداخله گر پژوهش در نگاره زیر نشان داده شده است. بدین منظور از معیارهای تلرانس^{۱۰} و عامل تورم واریانس^{۱۱} استفاده شده است. چنانچه تلرانس کوچکتر از ۰/۲ بوده یا مقدار عامل تورم واریانس در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

متغیرهای مستقل و کنترلی		آماره های همخطی	
نام متغیر	نماد	تلرانس	عامل تورم واریانس
کیفیت نظام راهبری شرکتی	CGQ	۰,۴۸۵	۲,۰۶۴
ساختار سرمایه	CS	۰,۹۶۵	۱,۰۴۵
نسبت جریان نقدی	CFO	۰,۹۸۱	۱,۰۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۰,۵۵۵	۲,۰۴۵
گزارش زیان	LOSS	۰,۴۹۱	۲,۰۳۷
اهرم مالی	LEV	۰,۴۸۴	۲,۰۶۳

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج می باشد، می توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش، همخطی وجود ندارد.

آزمون واریانس ناهمسانی

در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت^{۱۲} استفاده شده است و نتایج در نگاره زیر بیان شده است.

نتایج بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اول و دوم	۲,۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰,۰۷۴۱
	سوم و چهارم	۳,۴۵۲	(۴,۴۵۲)	۰,۰۶۵۲
	پنجم و ششم	۲,۷۰۰	(۴,۴۰۱)	۰,۰۶۰۲

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۰/۵ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

آزمون اف لیمر و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون اف لیمر، به انتخاب الگوی داده های تابلویی در برابر داده های تلفیقی پرداخته شده است که نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

¹⁰ Tolerance

¹¹ VIF

¹² White

انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
اف لیمر	اول و دوم	۱۱,۷۸۸	(۷۷,۶۹۵)	۰,۰۰۷۱
	سوم و چهارم	۱۱,۱۶۴	(۷۷,۶۹۵)	۰,۰۰۰۰
	پنجم و ششم	۱۰,۱۶۴	(۷۷,۶۹۵)	۰,۰۰۰۰

به لحاظ آنکه احتمال آماره آزمون اف لیمر، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، استفاده از داده‌های تابلویی تأیید می‌گردد. به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی، جهت انجام رگرسیون، از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتیجه آزمون مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	مقدار آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
هاسمن	اول و دوم	۷۱,۵۱۳	۶	۰,۰۰۰۰
	سوم و چهارم	۱۵,۹۵۲	۶	۰,۰۰۰۰
	پنجم و ششم	۱۵,۹۵۲	۶	۰,۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های مذکور تأیید می‌گردد.

آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول و دوم پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	-۰,۰۰۹	-۱,۲۰۰	۰,۲۳۰۳	
کیفیت نظام راهبری شرکتی	CGQ	۰,۳۵۱	۳,۵۸۶	۰,۰۰۰۴	
ساختار سرمایه	CS	-۰,۰۰۰۸	-۰,۳۵۸	۰,۷۱۹۸	
نسبت جریان نقدی	CFO	-۰,۰۰۵	-۰,۲۸۰	۰,۷۷۸۸	
اندازه شرکت	SIZE	۰,۲۹۲	۵,۱۹۵	۰,۰۰۰۰	
گزارش زیان	LOSS	۵,۶۰۵	۶,۱۸۹	۰,۰۰۰۰	
اهرم مالی	LEV	-۱۰,۰۰۰۱	-۲,۵۹۲	۰,۰۰۶۲	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف	
۰,۳۹۴	۰,۳۸۸	۱,۹۴۷	۷۱,۷۸۹	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان کننده این مطلب است که میان نرخ بازده دارایی‌ها و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (۰,۳۵۱)، مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۰۰۴)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. همچنین نتایج حاکی از آن است که میان نرخ بازده دارایی‌ها و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (-۰,۰۰۰۸)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۷۱۹۸)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۳۹٪ تغییرات متغیر وابسته، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی،

توسط تغییرات متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شده است که نتایج مربوط به آزمون مذکور بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می‌باشد. زیرا احتمال آماره آزمون مربوطه (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. در نهایت، برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شد که مقدار آن برابر با ۱,۹۴۷ بوده و چون در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه سوم و چهارم پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	-۰,۰۰۹	-۱,۲۰۰	۰,۲۳۰۲	
کیفیت نظام راهبری شرکتی	CGQ	۰,۲۹۱	۵,۱۷۱	۰,۰۰۰۰	
ساختار سرمایه	CS	-۰,۰۰۰۱	-۰,۰۳۸	۰,۹۶۹۲	
نسبت جریان نقدی	CFO	-۰,۰۰۵	-۰,۲۸۱	۰,۷۷۸۷	
اندازه شرکت	SIZE	۰,۳۵۰	۳,۵۷۴	۰,۰۰۰۴	
گزارش زیان	LOSS	۰,۲۹۱	۵,۱۷۱	۰,۰۰۰۰	
اهرم مالی	LEV	۰,۰۰۳	۰,۰۳۳	۰,۹۷۳۶	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف	
۰,۴۴۷	۰,۴۳۸	۱,۹۵۷	۵,۴۷۹	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان کننده این مطلب است که میان نرخ بازده سرمایه‌گذاری و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (۰,۲۹۱)، مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. همچنین نتایج حاکی از آن است که میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (-۰,۰۰۰۱)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۹۶۹۲)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۴۴٪ تغییرات متغیر وابسته، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شده است که نتایج مربوط به آزمون مذکور بیان می‌دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می‌باشد. زیرا احتمال آماره آزمون مربوطه (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. در نهایت، برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شد که مقدار آن برابر با ۱,۹۵۷ بوده و چون در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد.

آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های مذکور در نگاره زیر نشان داده شده است.

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه‌های پنجم و ششم پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	آماره تی	احتمال آماره تی
---------	----------	------	----------------	----------	-----------------

۰,۰۰۰۰	۵,۱۹۵	۰,۲۹۲	C	مقدار ثابت
۰,۰۰۰۵	۶,۴۸۷	۴,۳۵۵	CGQ	کیفیت نظام راهبری شرکتی
۰,۹۷۳۶	-۰,۰۳۳	-۰,۰۰۳	CS	ساختار سرمایه
۰,۷۴۸۱	-۰,۳۲۱	-۰,۰۰۰۶	CFO	نسبت جریان نقدی
۰,۳۹۳۳	۰,۸۵۴	۰,۰۳۲	SIZE	اندازه شرکت
۰,۰۰۰۰	۵,۱۹۵	۰,۲۹۲	LOSS	گزارش زیان
۰,۷۲۰۰	-۰,۳۵۸	-۰,۰۰۰۸	LEV	اهرم مالی
احتمال آماره اف		آماره اف	آماره دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده
۰,۰۰۰۰۱۴		۵,۴۷۹	۱,۷۷۷	۰,۵۰۴
				ضریب تعیین
				۰,۵۴۵

نتایج حاصل از نگاره فوق بیان کننده این مطلب است که میان نرخ بازده سرمایه گذاری و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (۴,۳۵۵)، مثبت بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۰۰۵)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می گردد. همچنین نتایج حاکی از آن است که میان نرخ بازده سرمایه گذاری و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود ندارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی آن (-۰,۰۰۳)، منفی بوده و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۹۷۳۶)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه ششم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۵۰٪ تغییرات متغیر وابسته، با در نظر گرفتن تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای مستقل توضیح داده می شود. برای بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شده است که نتایج مربوط به آزمون مذکور بیان می دارد که مدل رگرسیونی برازش شده، معنادار می باشد. زیرا احتمال آماره آزمون مربوطه (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می باشد. در نهایت، برای بررسی خودهمبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شد که مقدار آن برابر با ۱,۷۷۷ بوده و چون در بازه صفر و تفاضل آن از ۴ قرار دارد، فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می گردد.

نتیجه گیری و پیشنهادات

مروری بر نتایج حاصل از انجام پژوهش

نتایج کلی حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش، بشرح اطلاعات مندرج در نگاره زیر می باشد.

خلاصه نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

ردیف	فرضیه ها	نوع تأثیر	معنی دار بودن یا نبودن	نتیجه آزمون فرضیه
۱	فرضیه اول: میان نرخ بازده دارایی ها و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.	مثبت	معنی دار	تأیید فرضیه
۲	فرضیه دوم: میان نرخ بازده دارایی ها و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.	منفی	عدم معنی دار	عدم تأیید فرضیه
۳	فرضیه سوم: میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.	مثبت	معنی دار	تأیید فرضیه

عدم تأیید فرضیه	عدم معنی دار	منفی	فرضیه چهارم: میان نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.	۴
تأیید فرضیه	معنی دار	مثبت	فرضیه پنجم: میان نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کیفیت نظام راهبری شرکتی، رابطه معناداری وجود دارد.	۵
عدم تأیید فرضیه	عدم معنی دار	منفی	فرضیه ششم: میان نرخ بازده سرمایه‌گذاری‌ها و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.	۶

۴-۵ پیشنهادات

۱-۴-۵ پیشنهادات مبتنی بر یافته‌ها

*به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد چنانچه به دنبال فاکتورهای مؤثر بر بهبود معیارهای مختلف عملکرد مالی می‌باشند، بصورت جدی زمینه‌های بهبود افشای اطلاعات ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی را در واحدهای تجاری تحت کنترل، تقویت نمایند؛ زیرا این امر موجب بهبود نرخ بازده حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده سرمایه‌گذاری و نرخ بازده دارایی‌ها می‌گردد.

*به سرمایه‌گذاران و فعالان بازار بورس پیشنهاد می‌گردد، شرکت‌های هدف سرمایه‌گذاری خود را بر اساس افشای اطلاعات ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی رتبه‌بندی نموده و در واحدهایی اقدام به فعالیت‌های سرمایه‌گذاری نمایند که در سطح بالایی از نظر افشای اینگونه اطلاعات قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر، در اینگونه واحدها؛ معیارهای مختلف عملکرد مالی در سطح مطلوبی بوده و این امر می‌تواند تسهیل کننده انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری موفق باشد.

*به مراجع استانداردگذاری پیشنهاد می‌گردد استانداردهای مشخص، مدون و لازم الاجرائی را برای افشای اطلاعات ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی تدوین نمایند.

به محققین دانشگاهی نیز پیشنهاد می‌گردد که به بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه تحت تأثیر سایر عوامل محتمل بپردازند و نتایج حاصله را با نتایج پژوهش فعلی مقایسه نمایند.

۴-۵ پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی

- *بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های فرابورسی،
- *بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های زیان‌ده،
- *بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های ورشکسته،
- *بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های خاکستری،
- *بررسی ارتباط میان ویژگی‌های شرکت، کیفیت نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های با مالکیت خانوادگی.

۵-۵ محدودیت‌های پژوهش

*نبود استانداردهای مشخص و مدون در جهت سنجش افشای اطلاعات ویژگی‌های نظام راهبری شرکتی.

منابع و مأخذ

باغومیان، رافیک، نقدی، سجاد. (۱۳۹۳). تأثیر ساز و کار حاکمیت شرکتی بر میزان افشای اختیاری در گزارش‌گری سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال پنجم، شماره ۱۶. صص: ۱۳۶-۱۱۹.

سمیع، حسین. (۱۳۹۶). نقش حاکمیت شرکتی در تأثیر رقابت در بازار محصول بر خطای پیش‌بینی سود توسط مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تاکستان.

صادقی، محسن. (۱۳۹۳). حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد شاهرود - دانشکده ادبیات و علوم انسانی.

صدیقی، روح‌اله. (۱۳۹۳). ساختار حاکمیت شرکتی، مدیریت سود و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری. پایان‌نامه دکترای تخصصی، دانشگاه علامه طباطبایی، دانشکده مدیریت و حسابداری.

طوروسیان، آرینه. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رقابت بازار محصول بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی‌ارشد، دانشگاه اصفهان، دانشکده علوم اداری و اقتصاد.

کنعانی، مهدی. (۱۳۸۴). تعیین رابطه بین مخارج سرمایه‌ای با ضریب کیو و بازده آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

Abu Tapanjeh ,M.(2008). Corporate governance from the Islamic perspective: A comparative analysis with OECD principals. critical perspective on accounting.

Alishah,S. and AliButt , S.;hasan ,A. (2009).corporate governance and earnings management empirical evidence from Pakistani listed companies. , Euro journal of scientific research , Euro journals publishing.

Buvanendra, P. Sridharan, S. Thiyagarajan.(2017).Firm characteristics, corporate governance and capital structure adjustments: a comparative study of listed firms in sri lanka and india.(2017).IIMB Management Review (2017)

<https://doi.org/doi:10.1016/j.iimb.2017.10.002>.

Chunga, Hyunchul, Basma Majerbib, Sorin Rizeanub.(2015).Exchange risk premia and firm characteristics. Emerging Markets Review Volume 22, March 2015, Pages 96–125.

Janakiraman, Surya, Radhakrishnan, Suresh.(2015).Discussion of The Effects of Corporate Governance and Product Market Competition on Analysts' Forecasts: Evidence from the Brazilian Capital Market. Available at www.sciencedirect.com.

Jianga, Fuxiu, Kenneth A. Kim, John R. Nofsinger, Bing Zhue.(2015).Product market competition and corporate investment: Evidence from China. Journal of Corporate Finance, Volume 35, December 2015, Pages 196–210.

Zabri Shafie Mohamed, Kamilah ,Ahmad, Khaw ,Khair Wah.(2016).Corporate Governance Practices and Firm Performance: Evidence from Top 100 Public Listed Companies in Malaysia. 7th International Economics & Business Management Conference (IEBMC 2015). Procedia Economics and Finance. Volume 35, 2016, Pages 287–296.