

بررسی تاثیر تعديل كندگي ساختار سرمايه بر رابطه بين مكانيسم‌هاي راهبري شركتي و ارزش شركت‌ها

حسين مرادزاده^۱

رضا تقوي^{۲*}

سيد رسول معصومي^۳

تاريخ دريافت: ۱۴۰۴/۱۱/۰۲ تاريخ چاپ: ۱۴۰۵/۰۳/۰۷

چكيده

ساختار سرمايه به معني نحوه تامين مالي شركت، بر روي ارزش شركت تاثير مي‌گذارد؛ به عبارتي رابطه بين اجزاي تشكيل‌دهنده ساختار سرمايه كه آميزه‌اي از اوراق قرضه و سهام براي تامين مالي مي‌باشد بر روي نتايج عملکرد شركت‌ها تاثير بسزايي دارد. يكي از عوامل اصلي ارتقاء كارايي مالي و اقتصادي بنگاه، نظام راهبري و يا حاكميتي شركتي مي‌باشد كه شامل مجموعه‌اي از روابط ميان مديريت شركت، هيات مديره، سهامداران و ساير گروه‌هاي ذينفع است. هدف اصلي پژوهش حاضر بررسي تاثير تعديل كندگي ساختار سرمايه بر رابطه بين مكانيسم‌هاي راهبري شركتي و ارزش شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مي‌باشد. جامعه آماري تحقيق حاضر را كليۀ شركت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشكيل مي‌دهند كه طی سال‌هاي ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ در بورس فعاليت داشته اند. جهت تعيين حجم نمونه مناسب از اين جامعه، از روش حذف سيستماتيک و اعمال محدوديت هاي نمونه گيري ۱۰۲ شركت انتخاب شده‌اند. همچنين كليۀ مراحل در نرم افزار ايويوز EViews با آزمون رگرسيون پانل انجام گرفته است. در نهايت نتايج نشان داد كه بين مالكيتهاي نهادي، استقلال هيات مديره، اندازه هيات مديره، ساختار سرمايه و ارزش شركت رابطه معناداري وجود دارد. همچنين ساختار سرمايه بر رابطه بين مالكيتهاي نهادي و ارزش شركت تاثير دارد و ساختار سرمايه بر رابطه بين اندازه هيات مديره و ارزش شركت تاثير دارد.

واژگان كليدي

ساختار سرمايه، مكانيسم‌هاي راهبري شركتي، ارزش شركت، رگرسيون.

۱. دانشجوي كارشناسي ارشد حسابداري، واحد جويبار، دانشگاه آزاد اسلامي، جويبار، ايران. hosinmoradzadeh1360@gmail.com

۲. استاديار گروه حسابداري، واحد جويبار، دانشگاه آزاد اسلامي، جويبار، ايران. (نويسنده مسئول: taghavireza1356@gmail.com)

۳. استاديار گروه حسابداري، واحد جويبار، دانشگاه آزاد اسلامي، جويبار، ايران. Masoumirusool@gmail.com

۱. مقدمه

شرکت‌ها برای رشد و پیشرفت نیاز به سرمایه دارند. بخشی از سرمایه در داخل شرکت از طریق سود انباشته که در نتیجه سودآوری شرکت به وجود آمده و بین سهامداران تقسیم نشده است، تأمین می‌شود و مابقی آن می‌تواند از طریق بازارهای مالی سرمایه یا استقراض ایجاد گردد. شرکتی که هیچ گونه بدهی نداشته باشد، ساختار سرمایه آن را حقوق صاحبان سهام تشکیل می‌دهند و از آنجایی که ساختار سرمایه بیشتر شرکت‌ها همراه با بدهی و سرمایه است مدیران مالی به دریافت وام اثرات آن و حداکثر کردن ثروت سهامداران، بسیار حساس و دقیق هستند و با توجه به اینکه سرمایه گذاران بر اساس معیارهای مختلف ضمن مقایسه انواع سهام، در سهام خاصی سرمایه گذاری می‌کنند قیمت سهام شرکتها یکی از بارزترین معیارهای سرمایه گذاری است که مبین اعتبار شرکت برای سرمایه گذاری میباشد که در واقع اعتبار شرکت برای سرمایه گذاران است (صایب‌نیا و همکاران، ۱۴۰۳). ساختار سرمایه یکی از مهمترین مشخصه های شرکت است. تئوری های متعددی این چنین بیان نموده اند که تغییر در ساختار سرمایه، تغییر یا تجدیدنظر در ارزش شرکت را نشان می‌دهد که بنابراین می‌بایست بر ارزش سهام شرکت نیز موثر باشد (کیشینیک و موسوی^۱، ۲۰۱۸).

یکی از دغدغه های مهم در تحقیقات کارآفرینی شناسایی عوامل داخلی مؤثر بر ارزش شرکت است. بنا بر گزارش اداره کسب و کارهای کوچک در آمریکا بیش از ۵۰ درصد کسب و کارهای کوچک در سال اول با شکست مواجه شده و ۹۰ درصد آنها نیز در ۵ سال اول از بین می‌روند این در حالی است که رتبه شاخص محیط کسب و کار در ایالات متحده در سال ۲۰۰۶ برابر ۲ می‌باشد این موضوع گویای آن است که عوامل محیطی در شکست کسب و کارها نقش دارند ولی شکست ۹۰ درصدی شرکتها به عوامل داخلی شرکتها باز میگردد و عوامل داخلی در شکست کسب و کارها تأثیر تعیین کننده دارد (رحمانیان کوشکی و همکاران، ۱۴۰۲).

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی، اقتصادی نظام راهبری بنگاه حاکمیت شرکتی است که در برگیرنده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت هیئت مدیره سهامداران و سایر گروههای ذینفع است. نظام راهبری بنگاه ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدفهای بنگاه تنظیم و وسایل دستیابی به هدفها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت موثر را فراهم می‌کند به این ترتیب شرکتها منابع را با اثر بخشی بیشتری به کار می‌گیرند (نبوی و بابایی، ۱۳۹۵) مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام تاثیر چشمگیری بر روش کنترل شرکت ها داشت. بدین ترتیب مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند و بازارهای بورس اوراق بهادار شکل گرفت یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور بوجود آید تنها مسأله اقتصادی نیست بلکه به مسأله ای اجتماعی مبدل میشود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد (شکورنیا و سیار، ۱۳۹۶). برای حل و فصل مشکلات مذکور یکی از مفاهیم با اهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی است دو دیدگاه نظری عمده شامل تئوری نمایندگی و تئوری ذی نفعان در این مورد مطرح است هر یک از آنها به صورت متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. تئوری نمایندگی به

مشکل کارگزار و کارگمار و تئوري ذی نفعان به مشکل کارگزار و ذی نفعان می‌نگرند (شکورنيا و سيار، ۱۳۹۶). از سوی دیگر حاکميت شرکتي به مجموعه ای از فرآيندها آداب و رسوم سياستها و رویه، ها، قوانين و عواملی اشاره دارد که بر راه و روشی که یک شرکت هدايت و يا تحت جدایی مالکيت از مدیریت نظارت می شود، اثرگذار است. استدلال اصلی این است که چون شرکت چیزی بیش از یک مجموعه قانونی نیست پس ارزش های آن باید از ترجیحات يا ارزشهای ذینفعان آن سرچشمه بگیرد به عبارت دیگر ارزشهای شرکت زمانی ایجاد می شوند که ارزشهای ذینفعان برجسته کلیدی و درونی شوند (آپونگ و همکاران^۲، ۲۰۲۴). ادبیات قبلی هیئت مدیره را هسته اصلی حاکميت شرکتي می‌داند، استقلال هیئت مدیره مستلزم نظارت مؤثرتر است و اغلب برای شرکت ها سودمند است به عنوان مثال کمک به شرکته‌ها در تصميم‌گیری بهتر در طول یک بحران و اجتناب از ورشکستگی. در این پژوهش قصد داریم تاثیر تعديل کنندگی ساختار سرمايه بر رابطه بين مکانيسم‌های راهبري شرکتي و ارزش شرکته‌ها بررسی نماییم.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

ساختار سرمايه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیر مجموعه‌های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی‌های خود از آن استفاده می‌کند به ترکیب منابع مالی گوناگون هر شرکت، ساختار سرمايه می‌گویند در بررسی ساختار سرمايه شرکت‌ها تلاش می‌شود تا ترکیب منابع مالی مختلف مورد استفاده آنها در تامین مالی فعاليتها و سرمايه‌گذاری‌های مورد نیاز، تبیین شود همچنین می‌توان گفت که هدف از تعیین ساختار سرمايه مشخص کردن ترکیب منابع مالی هر شرکت به منظور پیشینه‌سازی ثروت سهامداران آن است (کیشنیک و موسوی، ۲۰۱۸). با توجه به نیاز شرکت‌ها در تامین سرمايه‌های مورد نیاز انجام طرح‌های تجاری و سرمايه‌گذاری خود، به وجوه نقد، تامین این منابع و به دست آوردن وجوهی که کمترین هزینه‌های مالی و بیشترین انعطاف‌پذیری را برای شرکت در برداشته باشد، از اهمیت خاصی برخوردار است. لذا ترکیب این وجوه که ساختار سرمايه نامیده می‌شود، از جمله عواملی است که می‌تواند به طور مؤثر بر ادامه فعالیت‌های شرکت و ارزش شرکت، اثرگذار باشد (تریپاتی و همکاران^۳، ۲۰۲۴)؛ بنابراین به طور معمول بخش اعظمی از تصميم‌های مدیران مالی درباره همین موضوع است از سویی دیگر با گسترش روز افزون فعالیت‌های اقتصادی و تجاری و سهامی شدن شرکت‌ها و جدایی مدیریت از مالکیت، واحدهای تجاری متحمل هزینه‌هایی هستند که ناشی از تعارض میان اهداف و منافع مالکان و مدیران و نابرابری اطلاعاتی موجود میان افراد یاد شده است. لذا با توجه به این موضوع و یادآوری این نکته که تصميم‌گیری در رابطه ساختار سرمايه از وظایف اصلی مدیران است عوامل تشکیل دهنده این ساختار اعم از بدهی و يا حقوق صاحبان سهام، باید با در نظر گرفتن تعارض‌ها و تفاوت‌های میان مدیران و اعتباردهندگان و سهام‌داران، در نظر گرفته شود. در بین تمام نظریات مطرح شده در حوزه ساختار سرمايه، سه نظریه توازن، سلسله‌مراتبی و حرکت همگام با بازار، بیشترین توجه را به خود جلب کرده‌اند (تریپاتی و همکاران، ۲۰۲۴). نظریه اینرسی نیز به عنوان جدیدترین نظریه ساختار سرمايه علاوه بر بیان نتایج جدید، نتایج نظریه حرکت همگام با بازار را تأیید کرد. نظریات سلسله‌مراتبی، حرکت همگام با بازار و اینرسی، به وجود یک ساختار

سرمایه هدف اعتقادی ندارند؛ بنابراین از دید این نظریه‌ها مدیران برای تغییر اهرم، در مسیری مشخص تلاش نخواهند کرد. اگر چه تحقیقات گذشته به بررسی اثرات حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه با موضوعات مختلفی پرداخته اند اما همچنان شکاف‌هایی مشاهده می‌گردد. لذا این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع می‌باشد که آیا ساختار سرمایه بر رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر می‌گذارد یا خیر، لذا این ضرورت و اهمیت وجود دارد که این موضوعات برای شرکت‌های موجود در کشور ایران مورد بررسی و آزمون قرار بگیرند.

تریپاتی و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی تحت عنوان اثر تعدیل‌کننده ساختار سرمایه بر رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت: شواهد از هند نشان دادند که در حالی که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر محوریت هیئت مدیره بر ارزش شرکت به صورت معجزا تأثیر می‌گذارند، ما متوجه می‌شویم که تأثیرگذاری ساختار سرمایه دارای اولویت است. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی عدم تقارن اطلاعات و هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهند و همچنین نتایجی یافت شد که ساختار سرمایه بر رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر گذاری معناداری داشته است. آپونگ و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهشی تحت عنوان مکانیسم‌های کنترل داخلی و ارزش بانک‌های غنا: نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی نشان دادند که کیفیت کنترل داخلی و حاکمیت شرکتی هر دو تأثیر مثبت و مستقیم بر ارزش بانک دارند علاوه بر این، تعامل کنترل داخلی و حاکمیت شرکتی نیز تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش بانک دارد، بنابراین نقش تعدیل‌کننده حاکمیت شرکتی تایید می‌گردد.

آلرآبا و همکاران^۴ (۲۰۲۲) نشان دادند که ساختار سرمایه نقش تعدیل‌کننده معناداری در رابطه میان مکانیسم‌های راهبری شرکتی و ارزش شرکت دارد. آن‌ها با استفاده از داده‌های پانل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌های خاورمیانه و شمال آفریقا طی بازه ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۹ و به کارگیری مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت، دریافتند که در شرکت‌هایی با سطح اهرم مالی بالا، اثر مثبت ویژگی‌های مطلوب راهبری شرکتی مانند تمرکز مالکیت نهادی، استقلال هیئت‌مدیره و وجود کمیته حسابرسی بر ارزش بازار شرکت تضعیف می‌شود، در حالی که در شرکت‌های با ساختار سرمایه محافظه‌کارانه، این اثر تقویت می‌گردد. نتایج آن‌ها تأکید می‌کند که برای تحلیل دقیق ارتباط راهبری شرکتی و ارزش، باید تعامل با ساختار سرمایه به عنوان متغیر کلیدی در نظر گرفته شود و مدل‌های ساده دوسویه نمی‌توانند تصویر کامل رابطه را نشان دهند.

نگاتنو و همکاران^۵ (۲۰۲۱) به بررسی ساز و کار 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 تایید می‌کند به طوریکه تأثیر معکوس بین سود شرکت و ساختار سرمایه را نشان می‌دهد.

سیفتسی و همکاران^۶ (۲۰۱۹) به بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در بازارهای نوظهور پرداختند. جامعه آماری شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استانبول (۴۲۸ شرکت) می‌باشد که پس از اعمال محدودیت‌های مدنظر، ۲۳۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. بازه زمانی تحقیق شامل سالهای ۲۰۱۰ الی ۲۰۱۳ می‌باشد. نتایج نشان داد که تمرکز مالکیت بالاتر که اغلب به دست مالکیت خانوادگی می‌باشد منجر به عملکرد بهتر شرکت‌ها می‌شود. همچنین نتایج گویای این است که مالکیت متمرکز در شرکت به نحوی که تحت کنترل مالکیت فامیلی باشد، بیشتر متحمل خطرات عملکرد ضعیف می‌شود.

کیشنیک و موسوی (۲۰۱۸) به بررسی رابطه عمر شرکت، حاکمیت شرکتی و انتخاب ساختار سرمایه پرداختند. محققین به دنبال پاسخ به این سوال بودند که آیا حاکمیت شرکتی در انتخاب ساختار سرمایه شرکت در طی چرخه‌های مختلف عمر شرکت متفاوت است؟ تحقیق در طی بازه زمانی سالهای ۱۹۹۶ الی ۲۰۱۶ میلادی بر روی شرکت‌های امریکایی انجام شد. نتایج حاکی از این است که عمر شرکت بر میزان استفاده شرکت از بدهی تاثیرگذار است. همچنین بین عمر شرکت و خصوصیات حاکمیت شرکتی رابطه معناداری وجود دارد.

کانسیل و ساینق^۷ (۲۰۱۸) به بررسی رابطه مالکان نهادی و ارزش شرکت پرداختند. محققین به بررسی وابستگی متقابل و تعامل مالکیت نهادی و ارزش شرکت در یک بازار در حال ظهور با استفاده از داده‌های شرکت‌های فعال در هند پرداختند. نتایج تجزیه و تحلیل رگرسیونی تلفیقی و پانل مجموعه داده‌های شرکت‌های غیرمالی ثبت شده در بورس اوراق بهادار بمبئی حاکی از این است که بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از مدل اثرات ثابت، رابطه بین ارزش شرکت و مالکیت نهادی را تایید می‌کند. همچنین شواهد حاکی از این است که اهرم و ساختار دارایی‌ها عوامل تعیین کننده ارزش شرکت و مالکیت نهادی هستند.

پیلای و همکاران^۸ (۲۰۱۸) به بررسی رابطه بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداختند. معیار اندازه گیری ارزش شرکت بازده دارایی‌ها و نسبت کیوتوبین می‌باشد. محققین با استفاده از مجموعه داده‌های ۳۴۹ شرکت‌های مالی و غیرمالی ثبت شده در بورس اوراق بهادار کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس برای دوره ۲۰۰۵ الی ۲۰۱۲ به این نتیجه رسیدند که شاخص‌های مالکیت دولتی، نوع حسابرسی، اندازه هیأت مدیره، مسئولیت اجتماعی و اهرم مالی بر ارزش شرکت‌ها در اکثر کشورهای شورای همکاری خلیج فارس تاثیر معناداری دارد.

اقبال و همکاران^۹ (۲۰۱۷) به بررسی اثر تعدیلی مکانیزم‌های راهبری بر رابطه بافت مالی و شاخص‌های عملکرد سازمان پرداختند. جامعه آماری تحقیق شرکت‌های تولیدی پاکستان را شامل می‌شوند. به منظور ارزیابی عملکرد سازمان شاخص‌های بازده دارایی‌ها و بازده سرمایه استفاده کردند. به منظور تحلیل فرضیات تحقیق، داده‌های مربوط به ۱۷۳ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس پاکستان در طی دوره زمانی ۲۰۰۹ الی ۲۰۱۴ مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج حاصل از تحقیق حاکی از این است که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌ها تاثیر مثبت معناداری دارد.

لئو و ژانگ^{۱۰} (۲۰۱۷) به مطالعه حاکمیت شرکتی، افشای اطلاعات مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت در چین پرداختند. یافته‌های حاصل از پژوهش بیان‌گر این است که افشای اطلاعات مسئولیت‌پذیری اجتماعی با سودآوری و به تبع آن ارزش شرکت در کوتاه‌مدت مرتبط نیست ولی در بلندمدت اثرات مثبتی دارد. همچنین ساختار حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر افشای مؤلفه‌های مرتبط با مسئولیت اجتماعی دارد.

وو و الیس^{۱۱} (۲۰۱۷) 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 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.

ایمران خان و واسیم^{۱۲} (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مدیر عامل، ساختار پاداش و ROA بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد.

دورو و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان رابطه پویا بین راهبری دولایه و ارزش شرکت: تعدیل نقش استقلال هیات مدیره به این نتایج دست یافتند که هیات عامل اثر منفی بر عملکرد شرکت دارد و اگر استقلال هیات ناظر و هیات عامل تعدیل شود اثر مثبت با عملکرد شرکت خواهد داشت.

باقری و همکاران (۱۴۰۴) به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین کنشگران و نقش مسئولیت‌های اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که نظام راهبری شرکتی نقش میانجی در رابطه بین کنشگران مسئولیت اجتماعی و مسئولیت‌های اجتماعی ندارد و همچنین بین نظام راهبری شرکتی با ایفای نقش مسئولیت‌های اجتماعی و کنشگران مسئولیت‌های اجتماعی رابطه معناداری وجود دارد.

زارعی (۱۴۰۴) به بررسی تأثیر ساختار سرمایه و ریسک مالی بر ارزش شرکت پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲ است. متغیرهای مستقل شامل نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی بلندمدت، ضریب بتا، نسبت پوشش بهره و نوسان جریان‌های نقدی عملیاتی بوده و ارزش شرکت نیز از طریق شاخص Q توبین و بازده دارایی‌ها (ROA) اندازه‌گیری شده است. نتایج تحلیل داده‌ها نشان داد که الگوریتم XGBoost با دقت بالاتر نسبت به سایر مدل‌ها توانست پیش‌بینی دقیقی از ارزش شرکت ارائه دهد. همچنین مشخص شد که متغیرهای مرتبط با ساختار سرمایه تأثیرگذاری بیشتری نسبت به شاخص‌های ریسک مالی بر ارزش شرکت دارند. این یافته‌ها بیانگر آن است که یادگیری ماشین می‌تواند به عنوان ابزاری توانمند در مدل‌سازی روابط

پیچیده مالی مورد استفاده قرار گیرد و بینش‌های ارزشمندی برای تصمیم‌گیری‌های استراتژیک مدیران مالی، سرمایه‌گذاران و نهادهای سیاست‌گذار فراهم آورد.

صائب‌نیا و بستانی اصل (۱۴۰۳) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر تجدید ارائه‌های حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که فرضیه اول، یعنی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر تجدید ارائه‌های حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد پذیرش قرار گرفته است و همچنین فرضیه دوم نیز در سطح اطمینان ۹۵٪ بر وجود رابطه معناداری بین ساختار سرمایه بر تجدید ارائه‌های حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاکید دارد.

رحمانیان کوشککی و بادیاب (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه فکری نشان دادند که حاکمیت شرکتی تاثیر معناداری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت ندارد. همچنین، تاثیر سودآوری بر سرمایه فکری و ارزش شرکت تایید شد. اندازه شرکت نیز تاثیر معناداری بر ارزش شرکت داشته است، در حالی که تاثیر آن بر سرمایه فکری تایید نگردید. علاوه بر این، تاثیر سرمایه فکری بر ارزش شرکت نیز مورد تایید قرار نگرفت. در نهایت نتایج نشان داد که نقش میانجی سرمایه فکری در رابطه بین حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت، با ارزش شرکت قابل پذیرش نیست. نتیجه‌گیری: اندازه شرکت بازتابی از ارزش کل دارایی شرکت است. این امر بر انتظار سرمایه‌گذار از سود سهام شرکت تاثیر می‌گذارد و در نتیجه افزایش تقاضا برای سهام شرکت قادر به افزایش قیمت سهام در بازار سرمایه خواهد بود. در شرکت‌های مورد بررسی، دارایی‌ها و سرمایه‌های فیزیکی نقشی اساسی در تبیین ارزش شرکت داشته و در نتیجه به سرمایه فکری توجهی نشده است.

سیفی و دارابی (۱۴۰۲) در پژوهشی تحت عنوان ارتباط ساختار سرمایه و بازده غیرعادی نشان دادند که میان اهرم دفتری و بازده غیرعادی انباشته شرکت‌ها رابطه معکوس و معنی‌داری وجود دارد ولی بین اهرم بازار و بازده غیرعادی انباشته شرکت‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه معنی‌داری قابل مشاهده نیست.

فتحیه و کرمی نژاد (۱۴۰۱) در پژوهشی تحت عنوان تعدیل ساختار سرمایه در مقابله با درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که هر چه سرعت تعدیل ساختار سرمایه افزایش یابد و شرکت زودتر به اهرم بهینه دست یابد، سریع‌تر می‌تواند از حالت درماندگی و بحران مالی خارج شود؛ بنابراین شرکت‌ها با اندازه بزرگتر، رشد بیشتر، انحراف کمتر نسبت به شرکت‌هایی فاقد ویژگی‌های ذکر شده، با سرعت بیشتری ساختار سرمایه خود را تعدیل می‌کنند.

گراوند و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ داده‌های ۸ صنعت طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۷ مبنای برآورد یک رگرسیون چندسطحی قرار می‌گیرد که سطوح اول و دوم به ترتیب منعکس‌کننده بنگاه و صنعت بوده و سطح سوم نیز مختص صنایع کامودیتی محور است. یافته‌ها حاکی از آن است که اولاً متغیرهای سطح دوم و سوم، هر دو معنی‌دارند. ثانیاً متغیرهای سودآوری، فرصت‌های

رشد، تحریم و ساختار دارایی اثر منفی و معنی‌دار بر اهرم مالی دارند. ثالثاً نرخ تورم و درماندگی مالی اثر مثبت و معنی‌داری بر اهرم مالی دارند.

احمدیان و قاسمی (۱۴۰۰) در پژوهشی تحت عنوان نقش حاکمیت شرکتی در بهبود رتبه نظارتی بانک‌های خصوصی کشور نشان دادند که معیار خوبی شفافیت اثر مثبت و معنی‌دار و خوبی هیأت مدیره اثر منفی و معنی‌دار بر بهبود رتبه نظارتی بانک‌ها دارند، اما مسئولیت‌پذیری اثر معنی‌دار ندارد. درجه اهمیت اثربخشی هیأت مدیره در مقایسه با سایر معیارهای خوبی شفافیت و افشا و خوبی مسئولیت‌پذیری بیشتر بوده و معیار خوبی شفافیت و افشا نیز در مقایسه با معیار خوبی مسئولیت‌پذیری اثر بیشتری در بهبود رتبه نظارتی بانک‌ها دارند. همچنین هر چه بانک‌ها معیارهای بیشتری از اصول حاکمیت شرکتی را رعایت کنند، در مدت زمان کمتری به بهبود رتبه نظارتی دست می‌یابند. این مدت زمان برای اثربخشی هیأت مدیره کوتاه‌تر از سایر موارد است.

زارعی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت پرداختند، نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه هیئت مدیره، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهامداران نهادی، مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

نکوئی‌زاده و داروغه حضرتی (۱۴۰۰) به بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتی و فرار مالیاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین توان مدیریت و فرار مالیاتی شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. همچنین با توجه به تجزیه و تحلیل‌های صورت گرفته به این نتیجه رسیدیم که بین نسبت تغییرات در سرمایه اعضای هیأت مدیره و فرار مالیاتی شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. نتایج پژوهش در نهایت بین نسبت تغییرات در سرمایه مدیر عامل و فرار مالیاتی شرکت‌ها رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد.

سلطانی و رحیمی (۱۳۹۹) به بررسی نقش تعدیلگر ویژگی‌های شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از برآورد مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت تاثیر معنی‌داری ندارد، همچنین از بین ویژگی‌های شرکت که شامل اندازه شرکت، رشد شرکت و سودآوری است فقط متغیر رشد شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر معنی‌داری دارد و دیگر متغیرها هیچ تاثیر معنی‌داری بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت و ساختار سرمایه شرکت ندارند.

حاجیها و شاکری (۱۳۹۸) به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی، مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد بین معیار تمرکز مالکیت و مسئولیت اجتماعی ارتباط معنی‌داری وجود دارد ولی بین معیار درصد سهام در دست سهامداران عمده و مسئولیت اجتماعی ارتباط معنی‌داری مشاهده نشد. همچنین بین مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت نیز ارتباطی معنی‌دار مشاهده نشد.

شكورنيا و سيار (۱۳۹۶) به بررسي تأثير نقش حاكميت شركتي (اندازه هيات مديره، استقلال و جنسيت هيات مديره) و كيفيت حسابرسي (حق الزحمه حسابرسي) بر عملکرد مالي شركت و همچنين تأثير حاكميت شركتي بر تقاضا براي كيفيت حسابرسي پرداختند. جامعه آماري شامل شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران كه شامل ۱۳۵ شركت طی سال های ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۲ به مدت ۶ سال كه جمعا ۸۱۰ نمونه می باشد نتایج این تحقیق نشان دهنده این است كه بين اندازه هيات مديره و همچنين استقلال هيات مديره با عملکرد مالي شركت ارتباط معنی داری وجود دارد. نتایج تحقیق همچنين نشان دهنده این است كه بين استقلال و جنسيت هيات مديره با تقاضای كيفيت حسابرسي ارتباط معنی داری وجود دارد. همچنين بين كيفيت حسابرسي و عملکرد مالي شركت ارتباط معنی داری وجود ندارد كه در تحقیق حاضر، مورد بررسي قرار گرفته شده است.

۳. فرضیه‌های پژوهش

- بين مالکيت نهادی و ارزش شركت رابطه معناداری وجود دارد.
- بين استقلال هيات مديره و ارزش شركت رابطه معناداری وجود دارد.
- بين اندازه هيات مديره و ارزش شركت رابطه معناداری وجود دارد.
- بين ساختار سرمايه و ارزش شركت رابطه معناداری وجود دارد.
- ساختار سرمايه بر رابطه بين مالکيت نهادی و ارزش شركت تأثير دارد.
- ساختار سرمايه بر رابطه بين استقلال هيات مديره و ارزش شركت تأثير دارد.
- ساختار سرمايه بر رابطه بين اندازه هيات مديره و ارزش شركت تأثير دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی می باشد زیرا، به توسعه دانش کاربردی در يك زمینه ی خاص می پردازد و می تواند مورد استفاده مديران، تحليل گران، سرمايه گذاران، قانون گذاران، حسابريان و پژوهشگران قرار بگيرد. از لحاظ ماهيت، توصیفی-همبستگی می باشد؛ زیرا از يك طرف وضع موجود را بررسي می كند و از طرف ديگر، رابطه ی بين متغيرهای مختلف را با استفاده از تحليل رگرسيون تعيين می كند. در اين پژوهش، از مدل رگرسيون چند متغيره برای بررسي ارتباط بين متغيرها استفاده شده است. جهت جمع آوری داده های پژوهش از نرم افزار Excel و جهت تحليل داده ها از نرم افزار Eviews 8 استفاده شده است. جامعه آماری شامل تمامی شركت هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۹ تا ۱۴۰۳ می باشند و ۱۰۲ شركت به عنوان نمونه منتخب (به روش غربالگری) با ویژگی‌های زیر از جامعه آماری انتخاب گردید:

- ۱- اطلاعات مورد نیاز جهت محاسبه متغيرهای عملیاتی تحقیق، برای آنها در دسترس باشد.
- ۲- دست كم از سال ۱۳۹۹ در بورس پذيرفته شده و تا پايان دوره تحقیق در بورس فعال باشند.
- ۳- پايان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد.

۴- جزء موسسه های مالی، سرمایه گذاری و بانک ها نباشد.

۵- در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته اند.

۵. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته:

ارزش شرکت: از نسبت Q توین به عنوان یک معیار ارزش شرکت استفاده شده است این نسبت به صورت مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (Mve) و ارزش دفتری بدهی ها (Bvd) بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها (Bva) تعریف می شود. علت انتخاب Q توین به عنوان معیار ارزش قابلیت مقایسه نتایج پژوهش با پژوهش های مشابه انجام شده است.

$$Q = \frac{Mve + Bvd}{Bva} = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی ها} + \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی ها}}$$

متغیر مستقل:

متغیر مستقل پژوهش حاضر حاکمیت شرکتی می باشد که جهت سنجش آن از شاخص های آن (استقلال هیات مدیره، مالکیت نهادی و اندازه هیات مدیره) استفاده خواهیم کرد.

استقلال هیئت مدیره (Ind): که از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره بدست می آید. منظور از عضو غیر موظف هیئت مدیره عضوی است که در شرکت، سمت اجرایی نداشته باشد.

کل اعضای هیئت مدیره / تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره = استقلال هیئت مدیره

مالکیت نهادی (Ins): درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت های نهادی و عمومی از کل سهام سرمایه است که این شرکت ها شامل شرکت های بیمه، موسسه های مالی، بانک ها، شرکت های نهادی و دیگر شرکت های عمومی می باشند.

اندازه هیئت مدیره ($Bsize$): تعداد مدیرانی (موظف و غیر موظف) که عضو هیئت مدیره هستند.

متغیر تعدیلگر:

ساختار سرمایه (TDA): ستایش و همکاران (۱۳۹۰) ساختار سرمایه را ادعای کلی به دارایی های شرکت معرفی می کند. ساختار سرمایه را شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره، بدهی مالیاتی، بدهی های مزایای بازنشستگی، پاداش معوق برای مدیران و کارکنان، سپرده های حسن انجام کار، تعهدات مرتبط با کالا و سایر بدهی های احتمالی می داند این متغیر از نسبت کل بدهی به کل دارایی بدست می آید (نجفی مقدم، ۱۳۹۶).

متغیرهای کنترلی

$SIZE_{i,t}$: لگاریتم ارزش دفتری دارایی های شرکت معرف اندازه شرکت است.

$B/Mi,t$: ارزش دفتری به بازار حقوق صاحبان سهام

Lev : اهرم مالی که از تقسیم کل بدهی به دارایی به دست می آید.

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است که با استفاده از داده‌های مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌ها به تحلیل رابطه همبستگی در آنها می‌پردازد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی قلمداد می‌شود.

در این تحقیق به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:

فرضیه اول تا سوم:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ins_{i,t} + \beta_2 Bsize_{i,t} + \beta_3 Ind_{i,t} + \beta_4 TDA_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

فرضیه چهارم تا هفتم:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDA_{i,t} + \beta_2 TDA_{i,t} * Ins_{i,t} + \beta_3 TDA_{i,t} * Bsize_{i,t} + \beta_4 TDA_{i,t} * Ind_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۶. یافته‌های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی

آمار توصیفی شامل مجموعه روش‌هایی است که برای جمع‌آوری، خلاصه کردن، طبقه‌بندی و توصیف حقایق عددی به کار می‌رود. به منظور کسب شناخت بیشتر درباره نمونه آماری و متغیرهای مورد مطالعه، خلاصه وضعیت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق محاسبه گردیده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
ارزش شرکت	Q	510	1.85	1.54	5.95	0.72	0.95
مالکیت نهادی	Ins	510	0.31	0.18	0.87	0	0.21
اندازه هیئت مدیره	Bsize	510	5.020	5	7	5	0.21
استقلال هیئت مدیره	Ind	510	0.64	0.60	1	0	0.24
ساختار سرمایه	TDA	510	0.63	0.62	0.87	0.02	0.20
اهرم مالی	lev	510	0.62	0.63	0.92	0.14	0.12
اندازه شرکت	size	510	14.634	14.621	16.998	8.015	1.417
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	BM	510	0.421	0.363	1.920	0.143	0.502

جدول ۱ مربوط به آمار توصیفی متغیرها می‌باشد. برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها، شامل میانگین، میانه، حداقل مشاهدات، حداکثر مشاهدات و انحراف معیار ارائه شده است. تعداد کل مشاهدات سال-شرکت ۵۱۰ مورد می‌باشد. مقدار میانگین نشان‌دهنده معدل متغیر مورد نظر با توجه به تعداد نمونه می‌باشد و میانه نشان می‌دهد که ۵۰ درصد داده‌ها پایین‌تر از این مقدار و ۵۰ درصد بالاتر از آن قرار دارند. مقدار انحراف معیار نشان‌دهنده متوسط نوسان از میانگین داده‌ها می‌باشد و چولگی چوله به راست و یا چوله به چپ را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهد که در شرکت‌های مورد بررسی، به طور متوسط تقریباً ۶۳٪ منابع مالی شرکت‌ها از طریق بدهی تأمین مالی شده است. میانه اهرم مالی برابر با ۰٫۶۲ می‌باشد

که نشان‌دهنده این است نیمی از داده‌ها بیشتر از این مقدار و نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار می‌باشد. حداکثر اهرم مالی برابر با ۰,۹۲ و حداقل اهرم مالی برابر با ۰,۱۴ درصد می‌باشد. انحراف معیار برای اهرم مالی ۰,۱۲ می‌باشد که دهنده‌ی داده‌های پرت کم و قابل قبولی می‌باشد. آمار توصیفی مربوط به سایر متغیرهای کنترلی در جدول نشان داده شده است. بقیه متغیرها به همین منوال تفسیر می‌گردند. همانگونه که نتایج آمار توصیفی نشان می‌دهد، میانگین و میانه متغیرها در شرکت‌های نمونه تقریباً نزدیک به هم است. همچنین با توجه به انحراف معیار متغیرها می‌توان چنین نتیجه‌گیری نمود که شرکت‌های نمونه از پراکندگی و تنوع فعالیت برخوردارند.

۶-۲. بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی

مجموعه‌ای از فروض، تحت عنوان فروض کلاسیک وجود دارد که در مورد جمله باقیمانده (یا خطای مدل) مطرح می‌گردند. برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین زن‌های ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین زن‌های بدون تورش خطی باشند، لازم است تا مفروضات این مدل بررسی و آزمون شوند. لذا در ادامه، نحوه آزمون این مفروضات بیان شده و سپس نتایج حاصل از برآوردهای انجام شده تشریح می‌گردد.

۶-۲-۱. ثابت بودن واریانس جزء خطا (باقیمانده‌ها)

یکی از فروض رگرسیون خطی این است که تمامی جملات باقیمانده دارای واریانس برابر باشند. در عمل ممکن است این فرض چندان صادق نبوده و به دلایل مختلفی از قبیل: شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری و ... شاهد پدیده ناهمسانی واریانس باشیم. برای بررسی این مشکل آزمون‌های مختلفی توسط اقتصاددانان معرفی شده است. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گادفری^{۱۴} مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول ۲ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد نمی‌شود؛ بنابراین، در مدل ما همسانی واریانس وجود دارد و می‌توان نتیجه گرفت که OLS بهترین تخمین زن می‌باشد.

جدول ۲: نتایج حاصل از آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

نتیجه	احتمال	آماره F	مدل پژوهش
همسانی واریانس خطا‌ها	0.09332	1.288754	مدل اول
همسانی واریانس خطا‌ها	0.1553	1.345562	مدل دوم

۶-۲-۲. عدم وجود خود همبستگی جزء خطا (باقیمانده‌ها)

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آزمون خود همبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر بیانگر عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد و فرضیه مقابل بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی بین خطاها می‌باشد. نتایج حاصل از این آزمون که در جدول ۳ نشان داده شده است بیانگر این می‌باشد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F، در مدل پژوهش بیشتر از ۵٪ می‌باشد، بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه صفر در

مدل پژوهش رد نمی شود، به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خود همبستگی جزء خطا در مدل مورد استفاده در پژوهش رد می شود. می توان نتیجه گرفت در مدل خود همبستگی وجود ندارد.

جدول ۳: نتایج حاصل از آزمون عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

شرح	آماره F	احتمال	نتیجه
مدل ۱	8.352001	0.1202	عدم وجود خود همبستگی جزء خطا
مدل ۲	5.855321	0.0995	عدم وجود خود همبستگی جزء خطا

۳-۲-۳. عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی

هم خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل می باشد. در صورت وجود هم خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می شود که تعداد متغیرهای معنادار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس^{۱۵} (VIF) استفاده شد. بعنوان یک قاعده تجربی اگر مقدار VIF بزرگتر از ۱۰ باشد، هم خطی شدید می باشد. نتایج از این آزمون، نشان دهنده عدم هم خطی میان متغیرهای مستقل تحقیق می باشد. از این رو می توان پذیرفت که دقت ضرایب تاثیر متغیرهای مستقل در مدل تحقیق، تحت تاثیر روابط درونی متغیرهای مستقل قرار نگرفته است.

جدول ۴: نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در متغیرهای تحقیق مدل اول

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
مالکیت نهادی	<i>Ins</i>	0.094321	2.938012
اندازه هیئت مدیره	<i>Bsize</i>	0.033425	1.014252
استقلال هیئت مدیره	<i>Ind</i>	0.005845	1.039421
ساختار سرمایه	<i>TDA</i>	0.095462	3.930281
اهرم مالی	<i>lev</i>	0.007542	1.348241
اندازه شرکت	<i>size</i>	0.005253	1.033112
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	BM	0.005554	1.045200

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در متغیرهای تحقیق مدل دوم

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
ساختار سرمایه	<i>TDA</i>	0.005235	1.038213
ساختار سرمایه*مالکیت نهادی	$TDA_{i,t} * Ins_{i,t}$	0.045231	3.921530
ساختار سرمایه*اندازه هیات مدیره	$TDA_{i,t} * Bsize_{i,t}$	0.046250	3.250130
ساختار سرمایه*استقلال هیات مدیره	$TDA_{i,t} * Ind_{i,t}$	0.005582	1.025453
اهرم مالی	<i>lev</i>	0.005978	1.039519
اندازه شرکت	<i>size</i>	0.097495	3.930195
ارزش دفتری به ارزش بازار	BM	0.007659	1.348427

۳-۶. بررسی مانایی متغیرهای پژوهش:

لازم است که قبل از تخمین مدل، مانایی متغیرهای آن مورد بررسی قرار بگیرد. یک متغیر، وقتی ماناست که میانگین، واریانس و کواریانس آن در طول زمان ثابت باقی بماند. به طور کلی اگر مبدأ زمانی یک متغیر، تغییر کند و میانگین و واریانس و کواریانس تغییری نکند، در آن صورت متغیر ماناست و در غیر این صورت متغیر، نامانا خواهد بود. فرضیه‌های مربوط به مانایی متغیرها به صورت زیر می‌باشد:

$$\begin{cases} H_0: \text{متغیر ناماناست} \\ H_1: \text{متغیر ماناست} \end{cases}$$

مانایی متغیرها در سه حالت "در سطح"، "روی تفاضل اول" و "روی تفاضل دوم" می‌تواند بررسی شود. متغیرهایی که احتمال حاصل از آزمون آنها "در سطح" کمتر از ۵٪ می‌باشد فرضیه صفر در مورد آن رد شده و آن متغیر در سطح ماناست در صورتیکه بیشتر از ۵٪ باشد، نامانا است.

نتایج آزمون مانایی در جدول ۶ درج گردیده است. بر اساس آزمون «دیکی-فولر تعمیم یافته»^{۱۶} و آزمون «فیلیپس-پرون»^{۱۷} چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^{۱۸} بوده‌اند پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرهای پژوهش در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. همانگونه که در جدول ۶ ملاحظه می‌شود همه متغیرها مانا هستند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^{۱۹} وجود ندارد؛ بنابراین مشکل رگرسیون کاذب در ضرایب برآوردی وجود نخواهد داشت در رگرسیون کاذب معنی‌دار ضرایب به صورت کاذب است.

جدول ۶: نتایج آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نتایج	آزمون دیکی فولر			متغیرها
	احتمال	آماره	نماد	
مانا	0.0000	-12.421	Q	ارزش شرکت
مانا	0.0000	-8.4254	Ins	مالکیت نهادی
مانا	0.0000	-11.3105	Bsize	اندازه هیئت مدیره
مانا	0.0000	-9.4985	Ind	استقلال هیئت مدیره
مانا	0.0000	-9.7541	TDA	ساختار سرمایه
مانا	0.0000	-9.2028	lev	اهرم مالی
مانا	0.0000	-7.7241	size	اندازه شرکت
مانا			BM	ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
	0.0000	-8.2010		

۶-۴. آمار استنباطي

در اين بخش، مدل تحقيق به منظور بررسي روابط بين متغيرهاي پژوهش مورد بررسي قرار مي گيرد. اين بخش مشتمل بر آزمون‌هاي تشخيصي مدل (چاو و هاسمن) و تخمين مدل رگرسيوني تحقيق مي باشد.

۶-۴-۱. نتايج آزمون‌هاي تشخيصي مدل (F-ليمير (چاو) و هاسمن)

با توجه به دلايل مطروحه در داده‌هاي اين پژوهش از نوع تركيبي مي باشد؛ اما قبل از تخمين مدل‌ها لازم است كه روش تخمين (تلفيقي يا تابلويي) مشخص گردد. براي اين منظور از آزمون اف-ليمير استفاده شده است. براي مشاهداتي كه احتمال آزمون آنها بيشتر از ۵٪ باشد يا به عبارتي ديگر آماره آزمون آنها كمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفيقي استفاده مي شود و براي مشاهداتي كه احتمال آزمون آنها كمتر از ۵٪ است، براي تخمين مدل از روش تابلويي استفاده مي شود. روش تابلويي خود با استفاده از دو مدل "اثرات تصادفي" و "اثرات ثابت" مي تواند انجام گيرد. براي تعيين اينكه از کدام مدل استفاده شود از آزمون هاسمن استفاده گرديده است. مشاهداتي كه احتمال آزمون آنها كمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتي كه احتمال آزمون آنها بيشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفي براي تخمين مدل استفاده شده است.

همانطور كه در جداول ۷ و ۸ منعكس گرديده، احتمال اف-ليمير مدل پژوهش كمتر از ۵٪ مي باشد لذا براي تخمين مدل از روش تابلويي استفاده مي شود؛ و با توجه به اينكه احتمال آزمون هاسمن مدل پژوهش كمتر از ۵٪ مي باشد لذا از مدل اثرات ثابت براي تخمين آن استفاده شده است.

جدول ۷: نتايج حاصل از آزمون F ليمير

نتيجه	احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	مدل پژوهش
روش تابلويي	0.0000	2.020541	آماره TF	مدل اول
	0.0000	124.523552	آماره كاي دو (Chi-square)	
روش تابلويي	0.0000	1.450233	آماره TF	مدل دوم
	0.0000	153.645003	آماره كاي دو (Chi-square)	

جدول ۸: نتايج حاصل از آزمون هاسمن

نتيجه	احتمال	مقدار آماره	نوع آماره	مدل پژوهش
مدل اثرات ثابت	0.0051	21.363551	آماره كاي دو (Chi -square)	مدل اول
مدل اثرات ثابت	0.0300	13.057896	آماره كاي دو (Chi -square)	مدل دوم

۲-۴-۶. نتایج حاصل از رگرسیون

فرضیه اول: بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۹: نتایج تخمین مدل پژوهش

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ins_{i,t} + \beta_2 Bsize_{i,t} + \beta_3 Ind_{i,t} + \beta_4 TDA_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: ارزش شرکت					
روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی - اثرات ثابت)					
دوره زمانی: ۱۴۰۳-۱۳۹۹ تعداد مشاهدات: ۵۱۰					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	1.246580	0.351119	3.550305	0.0004
مالکیت نهادی	Ins	0.116234	0.043939	2.645368	0.0084
اندازه هیئت مدیره	Bsize	0.365558	0.034310	10.65463	0.0000
استقلال هیئت مدیره	Ind	0.662344	0.205412	3.224459	0.0013
ساختار سرمایه	TDA	0.044058	0.103300	0.426505	0.0499
اهرم مالی	lev	-0.007387	0.009419	-0.784298	0.0433
اندازه شرکت	size	0.013178	0.008638	1.525460	0.0107
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	BM	-0.107183	0.077695	-1.379525	0.1681
ضریب تعیین تعدیل شده	۰.۴۸۲۳۹				
دوربین-واتسون	۲,۱۵				
آماره F	۹.۳۱				
احتمال (آماره F)	0.000000				

در جدول ۹، مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰,۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰,۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین-واتسون ۲,۱۵ می باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد، تقریباً ۴۸٪

تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی مدل نشان می‌دهد که متغیر اهرم مالی با ارزش شرکت شرکت رابطه معکوس و معناداری دارد. همچنین بین متغیر اندازه شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیم و معناداری یافت شد.

نتایج فرضیه اول

نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر مالکیت نهادی کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. ضریب مالکیت نهادی برابر با ۰,۱۱۶۲۳۴ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم مالکیت نهادی بر ارزش شرکت می‌باشد، همچنین با توجه به با توجه به تفاسیر بالا می‌توان بیان نمود، بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در مالکیت نهادی، ارزش شرکت به میزان ۱۱ درصد افزایش می‌یابد. در نهایت فرضیه اول که بیان می‌کند: بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می‌گردد.

نتایج فرضیه دوم

نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر استقلال هیات مدیره کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. ضریب استقلال هیات مدیره برابر با ۰,۶۶۲۳۴۴ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم استقلال هیات مدیره بر ارزش شرکت می‌باشد، همچنین با توجه به با توجه به تفاسیر بالا می‌توان بیان نمود، بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در استقلال هیات مدیره، ارزش شرکت به میزان ۶۶ درصد افزایش می‌یابد. در نهایت فرضیه دوم که بیان می‌کند: بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می‌گردد.

نتایج فرضیه سوم

نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر اندازه هیات مدیره کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. ضریب اندازه هیات مدیره برابر با ۰,۳۶۵۵۵۸ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم اندازه هیات مدیره بر ارزش شرکت می‌باشد، همچنین با توجه به با توجه به تفاسیر بالا می‌توان بیان نمود، بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در اندازه هیات مدیره، ارزش شرکت به میزان ۳۶ درصد افزایش می‌یابد. در نهایت فرضیه سوم که بیان می‌کند: بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می‌گردد.

نتایج فرضیه چهارم

نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر ساختار سرمایه کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. ضریب ساختار سرمایه برابر با ۰,۰۴۴۰۵۸ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر ارزش شرکت می‌باشد، همچنین با توجه به با توجه به تفاسیر بالا می‌توان بیان نمود، بین ساختار

سرمایه و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین می‌توان اینگونه بیان کرد، با ۱ درصد افزایش در ساختار سرمایه، ارزش شرکت به میزان ۴ درصد افزایش می‌یابد. در نهایت فرضیه چهارم که بیان می‌کند: بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد، تایید می‌گردد.

فرضیه ۵: ساختار سرمایه بر رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۶: ساختار سرمایه بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت تاثیر دارد.

فرضیه ۷: ساختار سرمایه بر رابطه بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت تاثیر دارد.

جدول ۱۰: نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TDA_{i,t} + \beta_2 TDA_{i,t} * Ins_{i,t} + \beta_3 TDA_{i,t} * Bsize_{i,t} + \beta_4 TDA_{i,t} * Ind_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} + \beta_7 B/M_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیر وابسته: ارزش شرکت					
روش: رگرسیون حداقل مربعات معمولی (تابلویی- اثرات ثابت)					
دوره زمانی: ۱۴۰۳-۱۳۹۹ تعداد مشاهدات: ۵۱۰					
متغیر	نماد	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
مقدار ثابت (عرض از مبدأ)	C	7.605804	0.420977	18.06703	0.0000
ساختار سرمایه	TDA	0.056378	0.013791	4.088076	0.0000
ساختار سرمایه*مالکیت نهادی	$TDA_{i,t} * Ins_{i,t}$	0.014792	0.013556	1.091171	0.0257
ساختار سرمایه*اندازه هیات مدیره	$TDA_{i,t} * Bsize_{i,t}$	0.079788	0.060354	1.322012	0.1867
ساختار سرمایه*استقلال هیات مدیره	$TDA_{i,t} * Ind_{i,t}$	0.164640	0.038494	4.277073	0.0000
اهرم مالی	lev	0.008786	0.141655	0.062027	0.0121
اندازه شرکت	size	0.022990	0.006490	3.542637	0.0004
ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	BM	-0.647675	0.775619	-0.835042	0.4043
ضریب تعیین تعدیل شده	۰٫۳۸۵۴۲۱				
دوربین- واتسون	۱٫۸۲				
آماره F	۱۰٫۳۶				
احتمال (آماره F)	0.0000				

در جدول ۱۰، مقدار احتمال (یا سطح معنی داری) F برابر ۰٫۰۰ بوده و چون این مقدار کمتر از ۰٫۰۵ است، فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود، یعنی مدل معنادار است. مقدار آماره دوربین- واتسون ۱٫۸۲ می‌باشد که این مقدار، عدم وجود خود همبستگی خطاها را نشان می‌دهد. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد، تقریباً ۳۸٪ تغییرات متغیر وابسته به وسیله متغیرهای مستقل و کنترلی مدل، توضیح داده می‌شوند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی

مدل نشان می‌دهد که متغیر اهرم مالی با ارزش شرکت شرکت رابطه معکوس و معناداری دارد. همچنین بین متغیر اندازه شرکت و ارزش شرکت رابطه مستقیم و معناداری یافت شد.

نتایج فرضیه پنجم

نتایج جدول ۱۰ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر ساختار سرمایه * مالکیت نهادی که کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. همچنین ضریب متغیر ساختار سرمایه * مالکیت نهادی برابر با ۰,۱۴۷۹۲ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت می‌باشد در نهایت فرضیه پنجم تحقیق، تایید می‌گردد به این صورت می‌توان بیان کرد که ساختار سرمایه رابطه مثبت بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت را تقویت می‌کند.

نتایج فرضیه ششم

نتایج جدول ۱۰ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر ساختار سرمایه * استقلال هیات مدیره که بزرگتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار نمی‌باشد. همچنین ضریب متغیر ساختار سرمایه * استقلال هیات مدیره برابر با ۰,۱۶۴۶۴۰ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت می‌باشد در نهایت فرضیه ششم تحقیق، رد می‌گردد به این صورت می‌توان بیان کرد که ساختار سرمایه بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت تأثیر گذار نیست.

نتایج فرضیه هفتم

نتایج جدول ۱۰ نشان می‌دهد که با توجه به احتمال آماره t متغیر ساختار سرمایه * اندازه هیات مدیره که کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ شده است و در نتیجه در سطح اطمینان ۹۵٪ در مدل معنادار می‌باشد. همچنین ضریب متغیر ساختار سرمایه * اندازه هیات مدیره برابر با ۰,۰۷۹۷۸۸ بوده که نشان دهنده تأثیر مستقیم ساختار سرمایه بر رابطه بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت می‌باشد در نهایت فرضیه هفتم تحقیق، تایید می‌گردد به این صورت می‌توان بیان کرد که ساختار سرمایه رابطه مثبت بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت را تقویت می‌کند.

۷. بحث و نتیجه گیری

در این تحقیق به بررسی تاثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت با تاکید بر ساختار سرمایه به عنوان متغیر تعديل کننده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. حاکمیت شرکتی که شامل مجموعه‌ای از قوانین، شیوه‌ها و فرآیندها برای هدایت و کنترل شرکت است، نقش مهمی در تعیین ارزش شرکت ایفا می‌کند. اصول حاکمیت شرکتی خوب، مانند شفافیت، پاسخگویی و رفتار منصفانه با سهامداران، معمولاً منجر به افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و در نتیجه، افزایش ارزش بازار شرکت می‌شود؛ اما این رابطه همیشه مستقیم و بدون مانع نیست. ساختار سرمایه در اینجا به عنوان یک متغیر تعديل گر عمل می‌کند. این بدان معناست که نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام (یعنی ساختار سرمایه) می‌تواند بر قدرت و جهت رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر بگذارد. در

شرکت‌هایی با ساختار سرمایه مطلوب (مثلاً بدهی کمتر و اتکای بیشتر به حقوق صاحبان سهام) اصول حاکمیت شرکتی قوی‌تر می‌تواند به طور موثرتری به افزایش ارزش شرکت منجر شود. در چنین شرایطی، سرمایه‌گذاران ممکن است به دلیل ریسک کمتر و ثبات مالی بیشتر، اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند و این اعتماد، در قیمت سهام و ارزش شرکت منعکس شود. در شرکت‌هایی با ساختار سرمایه نامطلوب (مثلاً بدهی بالا) تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت ممکن است کمرنگ شود یا حتی معکوس گردد. بار سنگین بدهی می‌تواند توانایی شرکت را برای استفاده از فرصت‌های سرمایه‌گذاری محدود کند یا ریسک ورشکستگی را افزایش دهد. حتی با وجود حاکمیت شرکتی خوب، اگر ساختار سرمایه شرکت را در معرض ریسک‌های مالی قابل توجهی قرار دهد، سرمایه‌گذاران ممکن است نسبت به ارزش‌گذاری شرکت محتاط‌تر باشند. به طور خلاصه، ساختار سرمایه می‌تواند نقش یک «پیچ» یا «تقویت‌کننده» را برای رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ایفا کند. یک ساختار سرمایه سالم می‌تواند تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی را تقویت کند، در حالی که یک ساختار سرمایه ناسالم می‌تواند این تأثیر مثبت را تضعیف نماید. با توجه به نتایج حاصل از تأیید یا رد فرضیات مختلف، می‌توان نتایج زیر را استخراج کرد:

۱. مالکیت نهادی و ارزش شرکت

نتیجه: تأیید فرضیه

وجود رابطه معنادار بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت نشان می‌دهد که نهادهای سرمایه‌گذاری، با توجه به منافع خود، می‌توانند به بهبود عملکرد مالی و ارزش شرکت کمک کنند. این نکته مهم است که نهادها به دلیل ظرفیت‌های مالی و تجربی خود، قادرند مدیریت شرکت را در راستای حداکثرسازی ارزش سهامداران هدایت کنند.

۲. استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت

نتیجه: تأیید فرضیه

استقلال هیات مدیره نقشی اساسی در تصمیم‌گیری‌های موثر و جلوگیری از سوءاستفاده‌های مالی ایفا می‌کند. هر چه هیات مدیره مستقل‌تر باشد، احتمال بیشتری دارد که تصمیمات به نفع سهامداران و بهبود ارزش شرکت اتخاذ شود.

۳. اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت

نتیجه: تأیید فرضیه

نتایج نشان می‌دهد که اندازه مناسب هیات مدیره می‌تواند به بهبود فعالیت‌های نظارتی و تصمیم‌گیری موثرتر کمک کرده و در نهایت به افزایش ارزش شرکت منجر شود.

۴. ساختار سرمایه و ارزش شرکت

نتیجه: تأیید فرضیه

ساختار سرمایه اثر مستقیمی بر ارزش شرکت دارد. ترکیب مناسب بدهی‌ها و سرمایه‌های مالکانه می‌تواند به افزایش بازده و کاهش هزینه‌ها منجر شود که در نهایت ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار خواهد داد.

۵. تأثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین مالکیت نهادی و ارزش شرکت

نتیجه: تایید فرضیه

ساختار سرمایه، زمینه‌های لازم را برای نهادها فراهم می‌کند تا با اعتماد بیشتری در شرکت سرمایه‌گذاری کنند. این رابطه سبب می‌شود که نهادهای سرمایه‌گذار توانایی بیشتری در حمایت از ارزش شرکت داشته باشند.

۶. تأثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین استقلال هیات مدیره و ارزش شرکت**نتیجه: رد فرضیه**

احتمالاً می‌توان گفت که استقلال هیات مدیره بر ارزش شرکت اثرگذار است، اما تأثیر ساختار سرمایه بر این رابطه، در این تحقیق معنادار نبود. این مسئله می‌تواند به عواملی نظیر ویژگی‌های خاص شرکت یا بازار مالی مربوط باشد که به طور جداگانه نیاز به بررسی دارد.

۷. تأثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین اندازه هیات مدیره و ارزش شرکت**نتیجه: تایید فرضیه**

ترکیب مناسب ساختار سرمایه می‌تواند بر تأثیرگذاری اندازه هیات مدیره بر ارزش شرکت تأثیر بگذارد. به عبارتی، اگر هیات مدیره به اندازه کافی بزرگ باشد و هم‌زمان از یک ساختار سرمایه مطلوب بهره‌برداری کند، احتمالاً تأثیر بسزایی در افزایش ارزش شرکت خواهد داشت.

تحقیق حاضر به شواهد معناداری در ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداخته و نشان می‌دهد که ساختار سرمایه به عنوان یک عامل اثرگذار، می‌تواند در برخی از روابط بهبود ایجاد کند. با در نظر گرفتن این نتایج، شرکت‌ها می‌توانند با بهینه‌سازی ساختار سرمایه و تمرکز بر مؤلفه‌های حاکمیتی، به حداکثرسازی ارزش خود بپردازند با توجه به این موضوعات انتظار می‌رود ساختار سرمایه بر رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر معناداری داشته باشد، با توجه به نتایج این تحقیق، این موضوع تایید گردیده است. نتایج تحقیق حاضر هم راستا با پژوهش‌های تریپاتی و همکاران (۲۰۲۴) آپونگ و همکاران (۲۰۲۴) کیشنیک و موسوی (۲۰۱۹) سیفتسی و همکاران (۲۰۱۹) کانسیل و ساینق (۲۰۱۸) صایب نیا و همکاران (۱۴۰۳) رحمانیان کوشکی و همکاران (۱۴۰۲) سیفی و دارابی (۱۴۰۲) صادق و همکاران (۱۴۰۱) گراوند و همکاران (۱۴۰۰) می‌باشد.

۸. منابع و مآخذ

- ۱- احمدیان، اعظم، قاسمی علی آبادی، مهدی. (۱۴۰۰). نقش حاکمیت شرکتی در بهبود رتبه نظارتی بانک‌های خصوصی کشور. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاستهای اقتصادی. سال ۲۹، شماره ۱۰۰، صص ۱۵۳-۱۹۴.
- ۲- باقری، مجید، صمدی لرگانی، محمود، پورعلی، محمدرضا، فخر حسینی، سید فخر الدین. (۱۴۰۴). بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه‌ی بین کنشگران و نقش مسئولیت‌های اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. دوره ۱۴، شماره ۵۶، صص ۳۴۳-۳۶۰.
- ۳- حاجیه‌ها، زهره، شاکری، عبدالرضا. (۱۳۹۸). حاکمیت شرکتی، مسئولیت اجتماعی و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۱۱، شماره ۴۴، صص ۱۷۵-۱۹۲.

۴. رحمانیان کوشککی، عبدالرسول، بادیاب، آرش. (۱۴۰۲). تاثیر حاکمیت شرکتی، سودآوری و اندازه شرکت بر ارزش شرکت با نقش میانجی سرمایه فکری. فصلنامه مطالعات اخلاق و رفتار در حسابداری و حسابرسی. دوره ۳، شماره ۱، صص ۸۹-۱۱۴.
۵. زارعی، زهرا. (۱۴۰۴). بررسی تاثیر ساختار سرمایه و ریسک مالی بر ارزش شرکت. چهاردهمین کنفرانس بین المللی و ملی مطالعات مدیریت، حسابداری و حقوق. تهران، موسسه پژوهشی مدیریت مدبر، صص ۱-۱۲.
- ۶- زارعی، زهرا. (۱۴۰۰). رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۴.
- ۷- سیفی، غزاله، دارابی، رویا. (۱۴۰۲). ارتباط ساختار سرمایه و بازده غیرعادی. پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار. سال ۱۴، شماره ۳۱، صص ۲۱-۳۵.
- ۸- سلطانی، مهران، رحیمی، محسن. (۱۳۹۹). بررسی نقش تعدیلگر ویژگی های شرکت بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه چشم انداز حسابداری و مدیریت. دوره ۳، شماره ۲۹، صص ۳۱-۵۳.
- ۹- ستایش، محمد حسین، کارگرفرد جهرمی، محدثه. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر رقابت در بازار محصول بر ساختار سرمایه. نشریه دانش حسابداری مالی. سال ۱. شماره ۱. صص ۱۰-۳۲.
- ۱۰- شکورنیا، روزین، سیار، حامد. (۱۳۹۶). بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی و عملکرد شرکتها. دومین کنفرانس بین المللی مدیریت و حسابداری. تهران، موسسه آموزش عالی صالحان، صص ۱-۲۰.
- ۱۱- صائب نیا، سمیه، بستانی اصل، عقيله. (۱۴۰۳). بررسی تاثیر مکانیزمهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر تجدید ارائه های حسابداری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه جهان نوین. دوره ۷، شماره ۲۵، صص ۱-۱۴.
- ۱۲- عنایت پور شیا، ابراهیم، درخشان، جواد، ابراهیمی سریوده، مجتبی. (۱۴۰۰). تاثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین ساختار دارایی ها، اندازه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی. سال ۵، شماره ۱۶، صص ۲۷-۳۸.
- ۱۳- فتحه، محمد حسین، کرمی نژاد، لیلا. (۱۴۰۱). تعدیل ساختار سرمایه در مقابله با درماندگی مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله پیشرفت های حسابداری. دوره ۱۴، شماره ۲، شماره پیاپی ۸۳، صص ۱۶۳-۱۹۰.
- ۱۴- گراوند، مریم، طالبلو، رضا، نوراحمدی، محمدجواد. (۱۴۰۰). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ رویکرد رگرسیون چند سطحی (۱۳۹۷-۱۳۸۴). فصلنامه مدل سازی اقتصادسنجی. دوره ۶، شماره ۲، شماره پیاپی ۲۱، صص ۱۱۹-۱۴۶.
- ۱۵- نکوئی زاده، شکوفه، داروغه حضرتی، فاطمه. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین نظام راهبری شرکتی و فرار مالیاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۱-۲۳.

۱۶- نبوی چاشمی، سیدعلی، بابایی، حسن. (۱۳۹۵). بررسی رابطه سرمایه فکری، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. نهمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد و مدیریت، لهستان. مرکز ارتباطات دانشگاهی.

۱۷- یلمه، فاطمه. (۱۴۰۰). رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. دوره ۵، شماره ۱۷، صص ۴۹-۶۴.

18. Ciftci, Ilhan, Ekrem Tatoglu, Geoffrey Wood, Mehmet Demirbagc, Selim Zaim (2019). Corporate governance and firm performance in emerging markets: Evidence from Turkey. *International Business Review*. Volume 28, Issue 1, PP.90-103.

19. Duru. A., iyengar. R. j., zampelli. E.M. (2016). The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independenc. *Journal of Business Research*. vol. 69(10), PP. 4269 - 4277.

20. Iqbal, M. and Javed, F. (2017). The Moderating Role of Corporate Governance on the Relationship between Capital Structure and Financial Performance: Evidence from Manufacturing Sector of Pakistan. *International Journal of Research in Business and Social Science*. vol. 6(1), PP. 89-105.

21. Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*. 5(11), PP. 119- 133.

22. Kieschnick, R. and Moussawi, R. (2018). Firm age, corporate governance, and capital structure choices. *Journal of Corporate Finance*. vol. 48(C), PP. 597-614.

23. Kansil, R. and Singh, A. (2018). Institutional ownership and firm performance: evidence from Indian panel data. *International Journal of Business and Emerging Markets*. vol. 10(3), PP. 250-269.

24. Liu, X. and Zhang, Ch. (2017). Corporate Governance, Social Responsibility Information Disclosure, and Enterprise Value in China. *Journal of Cleneer production*. Volume 144, PP. 1075 - 1084.

25. 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*. Volume. 8, issue. 1, PP. 1-22.

26. Oppong, C., Atchulo, A. S., Dargaud Fofack, A., & Afonope, D. E. (2024). Internal control mechanisms and financial performance of Ghanaian banks: the moderating role of corporate governance. *African Journal of Economic and Management Studies*. vol. 15(1), PP. 88- 103.

27. Pillai, Rekha. and Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar. (2018). On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*. vol. 44, issue C, PP. 394- 410.

28. Tripathi, V., Goodell, J. W., Madhavan, V., & Kumar, S. (2024). Moderating effect of capital structure on the relationship between corporate governance mechanisms and firm value: Evidence from India. *International Review of Economics and Finance*. vol. 92(C), PP. 1336- 1350.

29. Vo, X.V. & Ellis, C. (2017). An empirical investigation of capital structure and firm value in Vietnam. *Finance Research Letters*. vol. 22(C), PP. 90- 94.

یادداشت ها

- ¹ Kieschnick & Moussawi ^۲ Oppong et al
^۳ Tripathi et al ^۴ Alraba et al
^۵ Ngatno et al ^۶ Ciftci et al
^۷ Kansil & Singh ^۸ Pillai et al
^۹ Iqbal et al ^{۱۰} Liu & Zhang
^{۱۱} Vo & Ellis ^{۱۲} Imran & Wasim
^{۱۳} Duru et al ^{۱۴} Breusch-Pagan-Godfrey
^{۱۵} Variance Inflation Factor (VIF) ^{۱۶} Augmented Dickey-Fuller
^{۱۷} Phillips-Perron ^{۱۸} Stationarity
^{۱۹} Cointegration test