Archive of SID

مطالعات حسابداری و حسابرسی، تابستان ۱۳۹۹، شماره ۳۴، از صفحه ۵ تا ۲۰

نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر داریوش فروغی©[۱]

دانشیار، حسابداری، دانشگاه اصفهان

امید جهان بخش[۲]

دانشجوی کارشناسی ارشد، حسابداری، موسسه آموزش عالی صبح صادق

(تاریخ دریافت: ۲۶ اسفند ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۲۶ تیر ۱۳۹۸)

امروزه حاکمیت شرکتی مناسب، عاملی بسیار مهم در افزایش ارزش شرکت می‌باشد. میزان تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های مختلف متفاوت است، که دلیل تفاوت را می‌توان به ویژگی‌های شرکت از جمله اهرم مالی و سیاست تقسیم سود نسبت داد. هدف این پژوهش بررسی نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای دستیابی به هدف فوق، اقدام به انتخاب ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه آماری طی بازه زمانی ۱۳۸۸ لغایت ۱۳۹۵ گردید. به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج این پژوهش نشان داد حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. همچنین نتایج نشان داد که اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. علاوه بر این مشخص شد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

واژه‌های کلیدی: ارزش شرکت، حاکمیت شرکتی، اهرم مالی، سیاست تقسیم سود.

© (نویسندهٔ مسئول)

[۱] foroghi@ase.ui.ac.ir

[۲] omidjahanbakhsh@gmail.com

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

در ادبیات مالی این ایده که اجرای حاکمیت شرکتی می‌تواند، ارزش بیشتری برای شرکت و ذی‌نفعان فراهم آورد، پژوهش‌های زیادی را به خود جلب کرده است. این موضوع به‌خصوص در کشورهایی که از نظر بازارهای مالی توسعه یافته‌تر بوده و دامنه ذی‌نفعان آن‌ها گسترده‌تر می‌باشد، به‌طور جدی‌تری دنبال شده است. هدف از اعمال حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخ‌گویی و منافع ذی‌نفعان مختلف شرکت فراهم آورد. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مختلفی وجود دارد؛ از قبیل حسابرس مستقل شرکت، کنترل‌های داخلی، کمیته حسابرسی، نظارت قانونی، مدیران غیر موظف، جدایی رئیس هیات‌مدیره از مدیرعامل، سرمایه‌گذاران نهادی و... که با توجه به پیشینه پژوهش و خلاء موجود در پژوهش‌های مرتبط به حاکمیت شرکتی، در خصوص تأثیر آن در ارزش شرکت و نقش تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های تقسیم سود از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. لذا در این پژوهش به بررسی نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت پرداخته می‌شود.

مبانی نظری

ارزش شرکت یک معیار ارزیابی جایگزین است که ارزش بازار یک شرکت را به گونه‌ای نشان می‌دهد که سرمایه گذاران ساده در بازار سرمایه نمی‌توانند آن را دریابند. این معیار برای دستیابی به تمایل شرکت‌ها برای جذب بدهی‌های نقدی و هرگونه وجه نقد موجود، تنظیم می‌شود و می‌تواند در راستای حفظ منافع عمومی، رعایت حقوق سهامداران، ارتقای شفافیت اطلاعات و الزام شرکت‌ها به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی مورد توجه قرار گیرد. تحقق این آرمان‌ها مستلزم وجود ضوابط استوار و سازوکارهای اجرایی مناسب است که مهم‌ترین آنان، نظام راهبری بنگاه یا حاکمیت شرکتی می‌باشد. حاکمیت شرکتی بیش از هر چیز، حیات شرکت را در درازمدت هدف قرار داده است و در این راستا سعی دارد تا از منافع سهامداران در مقابل مدیران شرکت‌ها پشتیبانی و از انتقال ناخواسته ثروت میان گروه‌های مختلف و تضییع حقوق عموم و سهامداران جزء جلوگیری کند. وجود یک نظام راهبری مناسب می‌تواند به تحقق استقلال حسابرسان مستقل به معنای واقعی آن کمک کند و منجر به ایجاد فضای شفاف اطلاعاتی شود تا در سایه آن، بازیگران عرصه اقتصادی، تصمیمات آگاهانه‌تری را اتخاذ کنند [۴].

ادبیات نظری در رابطه با تأثیرگذاری بین حاکمیت شرکتی، اهرم‌های مالی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت‌ها نشان می‌دهد که انجام اقدامات و شیوه‌های حاکمیت شرکتی می‌تواند علایم و نشانه‌های اعتباری را به سرمایه گذاران انتقال دهد. همچنین پیاده‌سازی و اجرای مناسب این سیاست‌ها در شرکت‌ها می‌تواند ریسک ناشی از رفتارهای اشتباه مدیران را کاهش دهد. بنابراین می‌توان فرض کرد که بین کیفیت مدیریت شرکت‌ها و ارزش شرکت‌ها ارتباط مثبت وجود دارد. همچنین ادبیات موجود در این رابطه نشان می‌دهد که روابط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها متفاوت است. به عنوان مثال، اندازه هیات مدیره و وجود سهامداران نهادی به‌صورت مثبت ارزش شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند؛ در حالی که برخی شاخص‌های دیگر اثر گذاری منفی دارند [۸].

www.SID.ir

Archive of SID

مطالعات قبلی همانند مطالعات صورت گرفته توسط سوارنا و همکاران[۱][۹] و فادجار[۲][۶] که به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اهرم‌های مالی شرکت‌ها پرداخته‌اند، نشان می‌دهند که حاکمیت شرکتی به‌صورت منفی با سطح اهرم‌های مالی در ارتباط است. این ارتباط منفی به این دلیل به وجود می‌آید که اگر شرکت شیوه‌های حاکمیت شرکتی خود را بهبود بخشد، مدیریت در نهایت بدهی را به عنوان یک ابزار نظارتی در نظر می‌گیرد. به‌طور کلی، شرکت‌هایی که دارای مدیران مستقل بیشتری هستند، بدهی بلندمدت بیشتری دارند. رابطه بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود نیز ممکن است بسته به دسترسی بدهی‌های مرتبط با سود شرکت‌ها متفاوت باشد. به عنوان مثال، در کشورهای آفریقای جنوبی، کنیا و غنا به نظر می‌رسد که رابطه مثبتی بین حاکمیت شرکت‌های بزرگ و پرداخت سود وجود دارد، در حالی که در کشور نیجریه، حاکمیت شرکتی به‌صورت منفی با پرداخت سود تقسیمی در شرکت‌ها ارتباط داشته است [۳].

هنگامی که سرمایه گذاران احساس می‌کنند که سرمایه گذاری آن‌ها سودآور است و اطلاعات ارائه شده شفاف است، شرکت‌ها می‌توانند به عنوان شرکت‌های دارای سطح بالایی از اعتبار نشان داده شوند. پس از آن، اعتماد سرمایه گذاران می‌تواند جذابیت یک شرکت در بازار سهام را افزایش دهد که منجر به افزایش ارزش شرکت می‌شود. اما؛ در نتایج به دست آمده در مطالعات قبلی هنوز هم ناسازگاری‌هایی وجود دارد [۹]. بنابراین هنوز نیاز است که این موضوع مورد بررسی قرار گیرد. همچنین هیچ تحقیقی تاکنون در داخل کشور انجام نشده که نقش تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های تقسیم سود را در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها مورد بررسی قرار دهد. در همین راستا در پژوهش حاضر، به بررسی این موضوع برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. سؤال اصلی پژوهش حاضر این است که: نقش تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها به چه صورت است؟

پیشینه پژوهش

پژوهش‌های صورت گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش‌های خارجی و داخلی می‌باشند. ابتدا پژوهش‌های خارجی و سپس پژوهش‌های داخلی ارائه خواهد شد.

کیم و همکاران[۳][۷] در پژوهشی با عنوان "رابطه مقطعی جی شکل بین تقسیم سود سهام و ارزش شرکت"، به بررسی رابطه‌ی جی شکل بین تقسیم سود سهام و ارزش شرکت پرداخته‌اند. این پژوهش در بازه زمانی ۱۹۶۲ الی ۲۰۱۰ در کشور ایالات‌متحده آمریکا انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که به‌طور متوسط، تقسیم سود سهامداران برتر، ارزش این شرکت‌ها را بیشتر از سایر شرکت‌ها بالا می‌برد، در حالی که پرداخت کنندگان بیشتر سود، ارزش شرکت بالاتری نسبت به کمتر پرداخت کنندگان سود

[۱] Soewarno et al

[۲] Fadjar

[۳] Kim et al

www.SID.ir

Archive of SID

سهام دارند. شواهد نشان می‌دهد که نظریه‌های تقسیم سود، مانند عرضه سود سهام، جریان نقدی آزاد و فرضیه‌های مشتریان تقسیم سود، برای توضیح رابطه‌ی جی شکل ناکافی است. به نظر نمی‌رسد که الگوی جی شکل، منعکس‌کننده اشتباه باشد.

سوارنا و همکاران [۹] در مطالعه‌ای با عنوان "اثرات تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های توزیع سود بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها"، به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. در این مطالعه، تأثیر اثرات تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های تقسیم سود بر تأثیر حاکمیت شرکت‌ها بر ارزش شرکت بررسی می‌شود. برای این منظور از داده‌های ۱۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی بهره‌گیری شده است. نتایج نشان داد که اهرم‌های مالی اثرات تعدیل کننده‌ای نداشته‌اند در حالی که سیاست‌های تقسیم سود اثرات تعدیل کننده‌ای را داشته‌اند.

لیا و زیاتس[۱][۸] در مطالعه‌ای با عنوان "حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت‌ها"، به بررسی این موضوع پرداخته‌اند. برای این منظور، از یک نمونه شامل ۱۳۰۹ مشاهدهٔ سالیانه شرکت‌ها در کشور ایالات‌متحده برای دوره ۱۹۹۶ الی ۲۰۰۶ استفاده شده است. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های دارای طبقه دوگانه نسبت به دیگر شرکت‌ها، احتمال بیشتری دارند که بیشتر از حقوق سهامداران استفاده کنند، در حالی که سطوح پایین‌تری از استقلال هیات مدیره را به نمایش گذاشتند. نتایج نشان می‌دهد که حقوق سهامداران در این شرکت‌ها افزایش می‌یابد درحالی‌که مقررات هیات مدیره در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد.

نوروش و همکاران [۵] پژوهشی با عنوان "مالکیت مدیریتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت" انجام داده‌اند. این پژوهش به بررسی رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت و مطالعه اثر تعدیل کنندگی مالکیت مدیریتی بر این رابطه پرداخته است. فرضیه‌های تحقیق با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ و با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر تکنیک داده‌های تابلویی مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که ارزش شرکت با نگهداشت وجه نقد، رابطه منفی و با میزان مالکیت مدیریتی رابطه مثبت معناداری دارد. با وجود این، هیچگونه شواهدی مبنی بر تأثیر مالکیت مدیریتی بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با ارزش شرکت یافت نشد.

دیدار و بیکی [۲] پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده"، انجام داده‌اند. هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای آزمون، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دورهٔ زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) استفاده شده است. در پژوهش، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده‌های تلفیقی انجام گرفته

[۱] Lia & Zaiats

www.SID.ir

Archive of SID

است. نتایج بیان‌کنندهٔ این است که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطهٔ مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل‌کننده ندارد.

اخلاصی و رنجبر [۱] پژوهشی با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش بلندمدت و فرهنگ حاکمیتی"، انجام داده‌اند. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت (مالکیت نهادی و مالکیت کنترلی) بر ارزش بلندمدت و فرهنگ حاکمیتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بود. در راستای این هدف، تعداد ۱۱۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۸۹ الی ۱۳۹۴ که به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده‌اند، مورد بررسی قرار گرفتند. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره استفاده گردید. نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که ساختار مالکیت بر ارزش بلندمدت و فرهنگ حاکمیتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معنی‌داری دارد.

فرضیه‌های پژوهش

این پژوهش شامل سه فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد.

فرضیه دوم: اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

فرضیه سوم: سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ می‌باشد. برای نمونه‌گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده شده است، به عبارت دیگر کل شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای یکسری ویژگی‌های مورد نظر بوده‌اند، به عنوان نمونه انتخاب شدند که شرایط آن به‌صورت زیر تعریف شده است:

در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره مالی نداشته باشند.

جزء شرکت‌های فعال در حوزه فعالیت‌های مالی، از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها، بیمه‌ها و مؤسسات مالی نباشند.

داده‌های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش، در طول دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵، موجود باشند.

دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هرسال باشد تا بتوان داده‌ها را در کنار یکدیگر و در صورت نیاز، به‌صورت تابلویی به‌کار برد.

معاملات سهام شرکت، طی دوره پژوهش حداقل هر سه ماه یک بار مبادله شده باشد.

با در نظر گرفتن شرایط فوق، در مجموع ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

روش پژوهش

این پژوهش از جنبه هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیمات مدیران و سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد. همچنین از بعد ماهیت و روش، در گروه

www.SID.ir

Archive of SID

پژوهش‌های همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیونی استفاده خواهد شد. همچنین، از آنجایی‌که از طریق آزمایش داده‌های موجود به نتایجی دست خواهد یافت، این پژوهش در گروه پژوهش‌های اثباتی قرار خواهد گرفت.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش ارزش شرکت است.

متغیر ارزش شرکت (FV) بر اساس نسبت کیوتوبین و به استناد پژوهش صورت گرفته توسط سوارنا و همکاران به شرح رابطه (۱) به دست می‌آید:

رابطه (۱):

$$FV_{it} = \frac{EMVit + DBVit}{ABV_{it}}$$

که در این رابطه؛

FVit: ارزش شرکت i در پایان سال t.

EMVit: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال t.

DBVit: ارزش دفتری بدهی‌های شرکت i در پایان سال t.

ABVit: ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

متغیر مستقل

متغیر مستقل در این پژوهش حاکمیت شرکتی است.

متغیر حاکمیت شرکتی (CG) بر اساس شاخص حاکمیت شرکتی به استناد پژوهش صورت گرفته توسط سورانا و همکاران و به شرح زیر و طبق رابطه (۲) به دست می‌آید:

جهت محاسبه شاخص حاکمیت شرکتی از دو دسته نقاط قوت و ضعف حاکمیت شرکتی که به‌صورت جداگانه به شرح جدول (۱) در نظر گرفته شده، استفاده می‌شود. به‌طوری که در هر دسته در صورت وجود نقاط قوت یا ضعف عدد یک و در صورت عدم وجود نقاط قوت یا ضعف عدد صفر داده می‌شود. اطلاعات مربوط به شاخص حاکمیت شرکتی به‌صورت مستقیم از طریق گزارش‌های هیات مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام و همچنین صورت‌های مالی حسابرسی شده به شرح زیر استخراج گردیده است. تعداد اعضای هیات مدیره، موظف و غیرموظف بودن آن‌ها و همچنین سمت اعضا در صفحه تائید صورت‌های مالی و همچنین گزارش هیات مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام استخراج شده است. وجود سهامدار نهادی از بررسی یادداشت توضیحی سرمایه در صورت‌های مالی استخراج گردیده که بر اساس آن هر شرکتی که سهامدار بیش از ۵ درصد از ارزش اسمی کل سهام را دارا باشد، دارای سهامدار نهادی بوده و در غیر این صورت فاقد سهامدار نهادی می‌باشد. ضمناً بدلیل الزام سازمان بورس و اوراق بهادار تهران همه‌ی شرکت‌های عضو بورس دارای کمیته حسابرسی در شرکت‌های خود می‌باشند و این موضوع در گزارش حسابرس مستقل و همچنین گزارش هیات مدیره به مجمع عمومی صاحبان سهام ذکر شده است.

www.SID.ir

Archive of SID

جدول (۱): شاخص حاکمیت شرکتی

نقاط ضعف	نقاط قوت
۱. تعداد اعضای هیات مدیره، پایین‌تر از سه عضو	۱. تعداد اعضای هیات مدیره، بالاتر از سه عضو
۲. تعداد مدیران غیرموظف یا مستقل، دو عضو و یا کمتر	۲. تعداد مدیران غیر موظف یا مستقل، بیشتر از دو عضو
۳. یکی بودن مدیر عامل و رئیس هیات مدیره	۳. دوگانگی مدیر عامل و رئیس هیات مدیره
۴. عدم وجود سهامداران نهادی	۴. وجود سهامداران نهادی
۵. عدم وجود کمیته حسابرسی	۵. وجود کمیته حسابرسی

سپس جهت محاسبه ضریب حاکمیت شرکتی از رابطه (۲) استفاده می‌شود:

$$CG_{it} = \frac{\sum_{p=1}^{n_{it}} Strength_p}{n_{it}} - \frac{\sum_{q=1}^{m_{it}} Weakness_q}{m_{it}}$$

رابطه (۲):

که در این رابطه؛

CGit: حاکمیت شرکت i در پایان سال t.

Strengthp: نقاط قوت حاکمیت شرکت i در پایان سال t طبق جدول شماره (۱).

Weaknessq: نقاط ضعف حاکمیت شرکت i در پایان سال t طبق جدول شماره (۱).

nit: تعداد نقاط قوت شرکت i در پایان سال t.

mit: تعداد نقاط ضعف شرکت i در پایان سال t.

متغیرهای تعدیل کننده

متغیرهای تعدیل کننده‌این پژوهش شامل: ۱- اهرم مالی ۲- سیاست تقسیم سود است که براساس پژوهش صورت گرفته توسط سورنا و همکاران ذیلاً بررسی می‌گردد:

اهرم مالی (Lev): متغیر اهرم مالی بر اساس شاخص اهرم مالی بصورت نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها بوده و به شرح رابطه (۳) به دست می‌آید:

$$Lev_{it} = \frac{TDit}{TA_{it}}$$

رابطه (۳):

در این رابطه:

Levit: اهرم مالی شرکت i در پایان سال t.

TDit: کل بدهی‌های شرکت i در پایان سال t.

TAit: کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

www.SID.ir

Archive of SID

سیاست تقسیم سود (Div): متغیر سیاست تقسیم سود بر اساس شاخص سیاست تقسیم سود بصورت نسبت سود تقسیمی به ازای هر سهم به قیمت هر سهم بوده و به شرح رابطه (۴) به دست می‌آید:

رابطه (۴):

$$Div_{it} = \frac{DPS_{it}}{PV_{it}}$$

که در این رابطه:

Divit: سیاست تقسیم سود شرکت i در پایان سال t.

DPSit: سود تقسیمی به ازای هر سهم شرکت i در پایان سال t.

PVit: قیمت هر سهم شرکت i در پایان سال t.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش شامل: ۱- اندازه شرکت ۲- رشد شرکت ۳- ساختار دارایی‌های شرکت است که در ادامه بررسی می‌گردد:

اندازه شرکت (Size): متغیر اندازه شرکت به‌صورت لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت تعریف و به شرح رابطه (۵) به دست می‌آید:

رابطه (۵): Sizeit = log TAit

که در این رابطه:

Sizeit: اندازه شرکت i در پایان سال t.

log TAit: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

رشد شرکت (Growth): متغیر رشد شرکت که برابر با درآمد فروش در سال جاری منهای درآمد فروش در سال قبل تقسیم بر درآمد فروش در سال قبل بوده و به شرح رابطه (۶) به دست می‌آید:

$$Growth_{it} = \frac{S_{it} - S_{it-1}}{S_{it-1}}$$

رابطه (۶):

که در این رابطه:

Growthit: رشد شرکت i طی سال t.

Sit: فروش شرکت i طی سال t.

Sit-1: فروش شرکت i طی سال t-1.

ساختار دارایی‌های شرکت (Asset Structure): متغیر ساختار دارایی‌های شرکت برابر با نسبت دارائی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها بوده و به شرح رابطه (۷) به دست می‌آید:

رابطه (۷):

$$AS_{it} = \frac{FA_{it}}{TA_{it}}$$

که در این رابطه:

ASit: ساختار دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

FAit: دارایی‌های ثابت شرکت i در پایان سال t.

TAit: کل دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

www.SID.ir

Archive of SID

طرح آزمون فرضیه‌ها

به‌منظور آزمون فرضیه اول پژوهش، به تبعیت از مطالعه انجام شده توسط سورنا و همکاران از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی بر اساس رابطه (۸) استفاده می‌شود:

رابطه (۸):

$$FVit = \beta0 + \beta1\ CGit + \beta2\ Sizeit + \beta3\ Growthit + \beta4\ ASit + \varepsilon it$$

که در آن:

FVit: ارزش شرکت i در پایان سال t.

CGit: حاکمیت شرکت i در پایان سال t.

Sizeit: اندازه شرکت i در پایان سال t.

Growthit: رشد شرکت i در سال t نسبت به سال t-1.

ASit: ساختار دارایی‌های شرکت i در پایان سال t.

εit: نشان دهنده عبارت جزء خطا می‌باشد.

در رابطه فوق چنانچه β1 در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنی دار باشد، فرضیه اول پژوهش رد نخواهد شد.

به‌منظور آزمون فرضیه دوم پژوهش، به تبعیت از مطالعه انجام شده توسط سورنا و همکاران از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی بر اساس رابطه (۹) استفاده می‌شود:

رابطه (۹):

$$FVit = \beta0 + \beta1\ CGit + \beta2\ Levit + \beta3\ (CG*Lev)it + \beta4\ Sizeit + \beta5\ Growthit + \beta6\ ASit + \varepsilon it$$

که در آن علاوه بر متغیرهای یاد شده:

(CG*Lev)it: برای در نظر گرفتن اثرات تعدیل کنندگی اهرم‌های مالی بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت i در پایان سال t مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در رابطه فوق چنانچه β3 در سطح اطمینان ۹۵ درصد مثبت و معنی دار باشد، فرضیه دوم پژوهش رد نخواهد شد.

به‌منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش، به تبعیت از مطالعه انجام شده توسط سورنا و همکاران [۱] از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی بر اساس رابطه (۱۰) استفاده می‌شود:

رابطه (۱۰):

$$FVit = \beta0 + \beta1\ CGit + \beta2\ Divit + \beta3\ (CG*Div)it + \beta4\ Sizeit + \beta5\ Growthit + \beta6\ ASit + \varepsilon it$$

که در آن علاوه بر متغیرهای یاد شده:

(CG*Div)it: برای در نظر گرفتن اثرات تعدیل کنندگی سیاست‌های تقسیم سود بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت i در پایان سال t مورد استفاده قرار می‌گیرد.

www.SID.ir

Archive of SID

در رابطه فوق چنانچه$\beta 3$ در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنی دار باشد، فرضیه سوم پژوهش رد نخواهد شد.

لازم به ذکر است برای آزمون فرضیه‌های فوق، از نرم افزارهای آماری ایویوز و اکسل و برای تعیین معناداری کل مدل رگرسیون از آزمون F فیشر و برای آزمون معناداری ضرایب رگرسیون، از آزمون t استیودنت استفاده می‌شود.

یافته‌های پژوهش

فرضیات با استفاده از سه مدل رگرسیون آزمون می‌شوند، در مدل‌های رگرسیونی با توجه به مقادیر p-value نسبت به رد یا عدم رد فرضیه صفر تصمیم گرفته می‌شود. اگر p-value کمتر از سطح معنی داری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد، در غیر این صورت فرض صفر رد نمی‌شود. در این پژوهش جهت آزمون معناداری کل مدل از آماره F و جهت آزمون معنادار بودن ضرایب رگرسیون از آماره t استفاده می‌شود. همچنین از ضریب تعیین تعدیل شده برای بررسی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل استفاده خواهد شد.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش در جدول (۲) درج شده است.

جدول (۲): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

$FVit = \beta 0 + \beta 1\ CGit + \beta 2\ Sizeit + \beta 3\ Growthit + \beta 4\ ASit + \varepsilon it$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
ضریب ثابت	$\beta 0$	۱/۹۸۸۱۰۸	۰/۲۸۲۶۳۸	۷/۰۳۴۱۲۰	۰/۰۰۰۰
حاکمیت شرکت	CG	۰/۲۶۲۸۵۴	۰/۰۴۸۵۷۴	۵/۴۱۱۴۰۷	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۲۰۷۸۳	۰/۰۱۹۴۵۲	-۱/۰۶۸۴۳۷	۰/۲۸۵۷
رشد شرکت	GROWTH	-۰/۰۰۸۱۳۵	۰/۰۱۳۳۴۸	-۰/۶۰۹۴۳۵	۰/۵۴۲۴
ساختار دارایی ها	AS	-۰/۳۸۱۰۷۱	۰/۰۸۰۲۸۹	-۴/۷۴۶۲۶۲	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین			۰/۷۰	آماره اف	۱۶/۰۲۳۴۳
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۶۶	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که صفر می‌باشد (۰/۰۵> احتمال)، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۶۶ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۶۶ درصد تغییرات

www.SID.ir

Archive of SID

متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۶۶ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

در فرضیه اول پژوهش بیان شد که حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت دارد. مقدار ضریب متغیر حاکمیت شرکتی، مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه اول است، درصورتی که ضریب مذکور مثبت و معنادار باشد نشان دهنده تائید این فرضیه است. مقدار احتمال آماره تی برای این متغیر برابر ۰/۰۰۰۰ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ (۰/۰۵> احتمال) است و همچنین علامت ضریب این متغیر مثبت می‌باشد که نشان می‌دهد تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت است. بنابراین می‌توان گفت که فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۳) درج شده است.

جدول (۳): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

$FVit = \beta0 + \beta1\ CGit + \beta2\ Levit + \beta3\ (CG*Lev)it + \beta4\ Sizeit + \beta5\ Growthit + \beta6\ ASit + \varepsilon it$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
ضریب ثابت	β0	۰/۹۴۰۸۷۳	۰/۲۲۴۵۷۱	۴/۱۸۹۶۴۸	۰/۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۰۳۵۵۵۲	۰/۱۰۲۲۰۴	۰/۳۴۷۸۵۲	۰/۷۲۸۱
اهرم مالی	LEV	۱/۰۴۲۴۸۷	۰/۰۵۴۲۶۳	۱۹/۲۱۱۷۰	۰/۰۰۰۰
اثر ضربی حاکمیت و اهرم	CG*LEV	۰/۳۱۶۳۷۲	۰/۱۰۶۵۴۶	۲/۹۶۹۳۴۵	۰/۰۰۳۱
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۰۷۵۶۱	۰/۰۱۳۹۱۲	-۰/۵۴۳۵۰۰	۰/۵۸۷۰
رشد شرکت	GROWTH	۰/۰۰۹۷۹۲	۰/۰۰۷۳۴۹	۱/۳۳۲۳۴۵	۰/۱۸۳۲
ساختار دارایی‌ها	AS	-۰/۰۲۴۷۱۴	۰/۰۳۸۸۷۰	-۰/۶۳۵۸۱۸	۰/۵۲۵۱
ضریب تعیین			۰/۸۹	آماره اف	۵۶/۰۴۹۵۵
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۸۷	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که صفر می‌باشد (۰/۰۵ >احتمال)، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۸۷ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۸۷ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۸۷ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

در فرضیه دوم بیان شد که اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. مقدار ضریب متغیر اثر ضربی حاکمیت شرکتی و اهرم مالی مبین شاخصی برای ارزیابی فرضیه دوم است، درصورتی که ضریب مذکور مثبت و معنادار باشد، نشان دهنده تائید این فرضیه است. مقدار آماره تی ۲/۹۶۹۳۴۵ و احتمال آن برای این متغیر برابر ۰/۰۰۳۱ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ (۰/۰۵ >احتمال) است که نشان دهنده افزایش شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه دوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش در جدول (۴) درج شده است.

جدول (۴): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم

$FVit = \beta0 + \beta1\ CGit + \beta2\ Divit + \beta3\ (CG*Div)it + \beta4\ Sizeit + \beta5\ Growthit + \beta6\ ASit + \varepsilon it$					
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره تی	احتمال
ضریب ثابت	β0	۲/۷۴۸۲۱۵	۰/۳۲۲۴۸۰	۸/۵۲۲۱۳۱	۰/۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۲۳۵۹۷۳	۰/۰۷۵۰۳۴	۳/۱۴۴۸۸۱	۰/۰۰۱۷
سیاست تقسیم سود	DIV	-۰/۹۸۳۸۰۶	۰/۱۸۷۲۱۴	-۵/۲۵۴۹۸۳	۰/۰۰۰۰
اثر ضربی حاکمیت و سیاست سود	CG*DIV	-۰/۳۵۳۱۷۶	۰/۱۷۹۰۶۱	-۱/۹۷۲۳۸۰	۰/۰۴۶۹
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۷۳۶۱۲	۰/۰۱۹۷۰۶	-۳/۷۳۵۴۶۸	۰/۰۰۰۲
رشد شرکت	GROWTH	۰/۰۰۵۴۱۸	۰/۰۱۳۵۹۸	۰/۳۹۸۴۷۹	۰/۶۹۰۴
ساختار دارایی‌ها	AS	-۰/۲۷۵۳۶۵	۰/۰۷۹۰۲۹	-۳/۴۸۴۳۶۸	۰/۰۰۰۵
ضریب تعیین			۰/۶۱	آماره اف	۱۰/۳۳۱۰۹
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۵۵	احتمال آماره اف	۰/۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای آماره اف که صفر می‌باشد (۰/۰۵ >احتمال)، فرض صفر که عدم معناداری کل مدل است، رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به‌طور هم‌زمان صفر نیستند. بنابراین به‌طور هم‌زمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۵۵ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۵۵ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

در فرضیه سوم بیان شد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. مقدار ضریب متغیر اثر ضربی حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم سود مبین شاخصی

www.SID.ir

Archive of SID

برای ارزیابی فرضیه سوم است، درصورتی که ضریب مذکور منفی و معنادار باشد نشان دهنده تائید این فرضیه است. مقدار آماره تی ۱/۹۷۲۳۸۰- و احتمال آن برای این متغیر برابر ۰/۰۴۶۹ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ (۰/۰۵ >احتمال)، است که نشان دهنده کاهش شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی-شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادهای پژوهش

پژوهش حاضر در پی روشن ساختن این موضوع است که نقش تعدیل کننده اهرم‌های مالی و سیاست‌های تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها به چه صورت است؟ در این پژوهش برای بررسی چنین ارتباطی سه فرضیه مطرح شده است. در این قسمت نتایج حاصل از این فرضیه‌ها به‌طور خلاصه ذکر می‌شوند. مطابق با فرضیه اول پژوهش این انتظار می رود که حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی داشته باشد. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. در نتیجه فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی به عنوان راه حلی در راستای کاهش تعارضات نمایندگی، مطرح می‌شود. در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. به بیان دیگر، حاکمیت شرکتی شامل همه ساز و کارها و قیودی است که این اطمینان را فراهم می‌کند که دارایی‌های شرکت به‌صورت کارا و در جهت منافع تأمین‌کنندگان وجوه نقد مدیریت می‌شود و مانع استفاده نامناسب منابع توسط مدیران و دیگر گروه‌ها در شرکت می‌شود. استقرار یک نظام حاکمیت شرکتی مؤثر و کارا باعث می گردد، منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد، عملکرد عملیاتی شرکت بهبود یابد و شرکت‌ها رشد و گسترش یابند. نتایج بسیاری از تحقیقات تجربی نیز نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی خوب منجر به عملکرد بهتر شرکت می‌شود. در نتیجه می توان انتظار داشت که حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی داشته باشد و موجب افزایش ارزش شرکت شود.

مطابق با فرضیه دوم پژوهش این انتظار می رود که اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش دهد. نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش رد نمی‌شود. حاکمیت شرکتی مناسب عاملی بسیار مهم در افزایش ارزش شرکت می‌باشد. میزان تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های مختلف متفاوت است که دلیل تفاوت را می‌توان به ویژگی های شرکت از جمله اهرم مالی نسبت داد. حاکمیت شرکت و اهرم‌های مالی نقش بسیار مهمی در افزایش ارزش شرکت و ثروت سهامدارن ایفاء می کنند، به‌طوری که از منظر کلی می‌توان به این واقعیت اشاره نمود که زمانی حاکمیت شرکتی کارآمد باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود که استفاده نامناسب از اهرم‌های مالی کاهش ارزش سهام و حتی خطر ورشکستگی مالی را به دنبال خواهد داشت. هنگامی که سرمایه گذاران اطمینان می یابند که سرمایه گذاری آن‌ها سودآور بوده و اطلاعات ارائه شده شفاف می‌باشند، شرکت‌ها می‌توانند نشان دهنده سطح بالایی از اطمینان باشند. پس از آن، اطمینان سرمایه گذاران می‌تواند جذابیت یک شرکت در بازار

www.SID.ir

Archive of SID

سهام را افزایش داده و منجر به افزایش ارزش شرکت شود. با این وجود، در نتایج مطالعات پیشین هنوز هم ناسازگاری وجود دارد. بنابراین تأثیرات هنوز هم نیازمند آن هستند که مجددا بررسی شوند. همچنین پیش بینی می‌شود که اثر تعاملی حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر ارزش شرکت تأثیر مثبتی داشته باشد. مطابق با فرضیه سوم پژوهش این انتظار می رود که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش دهد. نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش رد نمی‌شود. هدف اصلی شرکت‌های سهامی به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. یکی از عوامل مؤثر بر این امر، سیاست تقسیم سود شرکت است. تصمیم‌گیری درباره پرداخت سود و مقدار آن، موضوع مهم و بحث‌برانگیزی در حوزه مدیریت شرکت است. سیاست تقسیم سود یکی از مهم ترین مباحث مطرح در ادبیات مالی است، زیرا سود تقسیمی بیانگر پرداخت های نقدی عمده شرکت‌ها و یکی از مهم ترین گزینه ها و تصمیمات پیش روی مدیران به شمار می رود. اجرای حاکمیت شرکتی مناسب می‌تواند ریسک رفتار نامناسب مدیران را کاهش دهد. بنابراین می‌توان فرض کرد که بین کیفیت حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ارتباط مثبت معناداری وجود دارد. همچنین رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش ممکن است بسته به سیاست تقسیم سود شرکت‌ها متفاوت باشد. با توجه به سیاست تقسیم سود سهام و ارزش شرکت، سود تقسیمی هر سهم و بازده سود سهام، هر دو از عوامل تعیین کننده قیمت سهام می‌باشند. در شرکت‌های با حاکمیت ضعیف، مشخص شده که تقسیم سود سهام بر قیمت سهام و ارزش شرکت تأثیر منفی دارد. درنتیجه سیاست تقسیم سود ممکن است روی سرمایه گذاران و مالکان شرکت‌ها تأثیر بگذارد. درنتیجه می توان انتظار داشت که سیاست تقسیم سود اثر حاکمیت شرکتی را بر ارزش شرکت تعدیل سازد. نتایج این پژوهش نیز نشان داد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

با توجه به نتایج پژوهش، پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه شده است:

با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش و مشخص شدن تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت، پیشنهاد می‌شود که سرمایه گذاران در هنگام اخذ تصمیمات خرید و فروش سهام شرکت‌ها، شاخص حاکمیت شرکتی را هم به عنوان یکی از متغیرهای مهم در تصمیم گیری در نظر داشته باشند. همچنین به اعضاء هیات مدیره و مدیران سطح بالایی پیشنهاد می‌شود که با در نظر گرفتن تأثیر شاخص حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت، با اتخاذ تصمیمات مناسب نسبت به کاهش سرمایه گذاری هایی که به‌صورت ناکارا اتفاق می افتد و موجب تأثیر منفی بر ارزش شرکت‌ها می‌شود، اقدام کنند.

بر اساس یافته‌های پژوهش پیشنهاد مبنی بر اثر تعدیلی اهرم مالی بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پیشنهاد می گردد اطلاعات مربوط به اهرم مالی و جزئیات مربوط به آن در صورت های مالی سالانه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران افشا گردد و به استفاده کنندگان صورت های مالی پیشنهاد می‌شود به‌منظور قضاوت صحیح نسبت به عملکرد شرکت، متغیر اهرم مالی و تاثیری که می‌تواند بر ارزش شرکت‌ها و حاکمیت شرکتی داشته باشد را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند.

www.SID.ir

Archive of SID

با توجه به نتایج به دست آمده مبنی بر تأثیر تقسیم سود بر ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت، توصیه می‌شود سرمایه گذاران نه تنها به ویژگی های حاکمیت شرکتی توجه کنند؛ بلکه باید تقسیم سود شرکت را نیز در نظر داشته باشند. زیرا، تصمیم گیری هایی که از جانب مدیریت در خصوص تقسیم سود می‌تواند تا حد زیادی کارایی مدیریت را در افزایش ارزش شرکت تعیین کند.

فهرست منابع

۱. اخلاصی، فاطمه و محمدحسین رنجبر (۱۳۹۵)، "تأثیر ساختار مالکیت بر ارزش بلندمدت و فرهنگ حاکمیتی: مطالعه موردی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه مهندسی مدیریت نوین** ۱۳(۱-۲): ۷۱-۸۱.

۲. دیدار، حمزه و خدیجه بیکی (۱۳۹۶)، "بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بررسی‌های حسابدای و حسابرسی** ۲۴(۲): ۱۹۷-۲۲۰.

۳. شریفی حسینی، عقیل و زارعی، بتول و ترابی، تقی. (۱۳۹۵)، "تأثیر حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران". **کنفرانس بین‌المللی مدیریت و علوم انسانی**.

۴. شوروزی، محمدرضا و خلیل، محسن و سلیمانی، حمید و امید فروتن. (۱۳۹۴)، "ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی". **پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی** ۷(۲۵): ۱۲۷- ۱۴۵

۵. نوروش، ایرج و صفری گرایلی، مهدی و مومنی یانسری، ابوالفضل. (۱۳۹۷)، مالکیت مدیریتی، نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱(۳۹): ۵-۲۰.

6. Fadjar Siahaan, O.P. (2013), "The Effect of Good Corporate Governance Mechanism, Leverage, and Firm Size on Firm Value". **GTSF International Journal on Business Review (GBR)**, 2(4):137-142
7. Kim, Soojung. Park, Soon Hong. Suh, Jungwon. (2018), "A J-shaped cross-sectional relation between dividends and firm value", **Journal of Corporate Finance** 48 (2018) 857–877.
8. Lia Ting and Nataliya Zaiats (2017), "Corporate governance and firm value at dual class firms", **Review of Financial Economics**, Available online 18 July 2017.
9. Soewarno Noorlailie and Stephanie Yulia Arifin Bambang Tjahjadi (2017), "The mediating effect of leverage and dividend policy on the influence of corporate governance towards firm value", 34, **SHS Web of Conferences**, 04002 (2017), shsconf/201, DOI: 10.1051/ 7340400

www.SID.ir

Archive of SID

Accounting & Auditing Studies, Summer 2020, No. 34. pp. 5-20

Moderator Role of Financial Leverage and Dividend Policy on the Effect of Corporate Governance to Firm Value in Tehran Stock Exchange

Daruosh Foroughi (PhD)©

Associate Professor of Isfahan University, Iran

Omid Jahanbakhsh[۲]

Postgraduate student of Sobh-e-Sadegh Institute of Higher Education, Iran

(Received: 17 March 2019; Accepted: 17 July 2019)

Corporate Governance is a very important factor in increasing the value of the company. The impact of corporate governance on the company's value varies from firm to company, which can be attributed to the company's features, including financial leverage and dividend policy. Corporate governance and financial leverage play an important role in increasing the value of the company and the shareholders' wealth, so that in general terms one can point out that when corporate governance increases the value of the company, the use of leverage is inappropriate Fiscal declines in stock prices and even risk of bankruptcy. The purpose of this study was to investigate the moderator role of financial leverage and dividend policy in the effect of corporate governance on the value of companies in listed companies in Tehran Stock Exchange. In this research, a systematic deletion method has been used to determine the statistical sample and finally a sample of 104 companies listed in Tehran Stock Exchange was investigated in the period from 2009 to 2016. To test the research hypotheses, multiple regression has been used in combination data. The results of this study showed that corporate governance has a positive impact on the value of the company. The results also showed that financial leverage increases the severity of corporate governance impact on company value. In addition, it was found that dividend policies reduce the effectiveness of corporate governance on corporate value.

Keywords: Financial Leverage, Dividend Policy, Corporate Governance, Firm Value.

[۱]foroghi@ase.ui.ac.ir © (Corresponding Author)

[۲]omidjahanbakhsh@gmail.com

www.SID.ir