Archive of SID

Journal of Accounting and Social Interests "Scientific Journal"
Alzahra University- Faculty of Social Sciences and Economics
Accounting and Social Interests, VOL. 11, NO. 1, Spring 2021, Pages 61-76

The relationship between Operating Cash Flows and the Dynamic Optimal Capital Structure Spee: The Role of Corporate Governance

Soheila Ramezanpour[1], Mehdi Zolfaghari[2], Reza Zarei[3]

Received: 2019/12/09
Accepted: 2020/04/04

Research Paper

Abstract

he corporate governance determines relations among executive managers, stockholders, board of director and others that consider four main goals between executive managers and board of director and against stockholders and other stakeholders included accountability, transparency, justice and neutrality and responsibility. We divide companies in two categories: strong corporate governance companies and weak corporate governance companies to analyze the effect of operating cash flows on leverage structure dynamics. The main objective of present study is to investigate the linear relationship between corporate governance, operating cash flows and dynamic capital structure. The statistical sample includes 94 companies during the period from 2010 to 2017 based on filtering and systematic omission process, and we analyze the relationship between variables by generalized least square and panel data method. The result shows that there is a significantly positive relationship between operating cash flows and dynamic capital structure. Moreover, the results show that there is a significantly positive relationship between operating cash flows and dynamic capital structure in companies with strong corporate governance and dynamic capital structure.

Keywords: Corporate governance, Dynamic capital structure, Operating cash flows.

JEL classification: M41.

DOI: 10.22051/jaasci.2021.26218.1506

[1] MSc Student in Accounting, Kooshiar High Tech Educational Institution, Rasht, Iran. Corresponding Author (Ramzanpoor1992@yahoo.com)

[۲] Assistant Professor of Accounting, Islamic Azad University, Someh Sara Branch, Someh Sara, Iran(zolfaghari.mhd@gmail.com، zolfaghari.mhd@gmail.com)

[۳] Assistant Professor of Statistic, University of Guilan, Rasht, Ira(rezazarei.r@gmail.com)

jaacsi.alzahra.ac ir

www.SID.ir

Archive of SID

فصلنامه حسابداری و منافع اجتماعی

دانشگاه الزهرا (س)، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی
حسابداری و منافع اجتماعی، دوره ۱۱، شماره ۱، بهار ۱۴۰۰، ۶۱-۷۶

نقش حاکمیت شرکتی در رابطه بین جریانات نقدی عملیاتی و سرعت تعدیلات ساختار سرمایه پویا در شرکت‌های پذیرفته‌شده دربورس اوراق بهادارتهران

سهیلا رمضانپور[۱]، مهدی ذوالفقاری[۲]، رضا زارعی[۳]

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۲/۳۰
تاریخ پذیرش: ۹۸/ ۰۶/۲۳

چکیده

حاکمیت شرکتی به مجموع روابط میان مدیران اجرایی، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های مربوط می‌پردازد و عمدتاً چهار هدف اساسی را در ارتباط با روابط هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی در قبال یکدیگر و در برابر سهامداران و سایر ذینفعان شرکت مدنظر قرار می‌دهد که عبارتند از: پاسخگویی، شفافیت، عدالت و بی‌طرفی و مسئولیت‌پذیری. ما در این پژوهش بر اساس اصول حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها را به دو دسته شرکت‌های با ساختار حاکمیتی قوی و ضعیف تقسیم کرده تا تاثیر جریانات نقدی عملیاتی را بر پویایی و سرعت تعدیلات اهرمی را در هر دسته از شرکت‌ها بسنجیم. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و جریانات نقدی عملیاتی با ساختار سرمایه پویا است. جامعه آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بر این اساس تعداد ۹۴ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶، از بین جامعه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب‌شد و روابط بین متغیرهای پژوهش با استفاده از داده‌های تلفیقی ایستا و روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته، مورد تجزیه و تحلیل قرارگرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها حاکی از وجود ارتباط مثبت و معنادار بین جریانات نقدی عملیاتی با ساختار سرمایه پویا بود. همچنین، نتیجه فرضیه دوم نشان داد رابطه مثبت و معنی‌داری بین جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی و ساختار سرمایه پویا وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه پویا، حاکمیت شرکتی، جریانات نقدی عملیاتی

طبقه‌بندی موضوعی: M41

DOI: 10.22051/jaasci.2021.26218.1506

[۱] دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی کوشیار، رشت، ایران، نویسنده مسئول، (Ramzanpoor1992@yahoo.com)

[۲] استادیار حسابداری، دانشگاه آزاد صومعه‌سرا، صومعه‌سرا، ایران، (zolfaghari.mhd@gmail.com)

[۳] استادیار آمار، دانشکده علوم ریاضی، دانشگاه گیلان، رشت، ایران، (rezazarei.r@gmail.com)

jaacsi.alzahra.ac.ir

www.SID.ir

Archive of SID

مقدمه

وجود حاکمیت شرکتی مطلوب از آسیب‌پذیری بازارهای درحال توسعه ازجمله بازار ایران در مقابل بحران‌های مالی می‌کاهد و بیش از هر چیز حیات سالم بنگاه اقتصادی را در بلندمدت هدف قرار می‌دهد و به این خاطر درصدد است تا از منافع سهامداران در مقابل مدیریت سازمان‌ها حفاظت به عمل آورد. بر این اساس، نقش برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را در رابطه بین جریانات نقدی عملیاتی و پویایی ساختار سرمایه، به عنوان فرضیه مطرح در این پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است. در یک دیدگاه کلی ترکیب ساختار سرمایه یک شرکت به مراتب دارای اهمیت بیشتری نسبت به اندازه آن شرکت است (آی بار آریاس و همکاران ۲۰۱۲). اقتصاددانان اغلب تصور می‌کنند حاکمیت شرکتی با تحت فشار قرار دادن شرکت‌ها به کاهش کاستی‌ها و قصور مدیریتی، مدیران را مجبور می‌کند عملکرد بهتری از خود نشان دهند؛ علی‌رغم جذابیت شهودی این موضوع، هنگام عملی کردن این اعتقاد که حاکمیت شرکتی قوی باعث کم شدن کاستی‌های مدیریتی می‌گردد، اثرات دوجانبه و مبهمی از نظر ادبیات نظری آشکار می‌گردد (هیمن و همکاران ۲۰۱۲). بنابراین، ممکن است شرکت‌های با ساختار حاکمیتی ضعیف مدیران را تشویق کنند تا انگیزه قوی‌تری (یا ضعیف‌تری) برای حداکثر کردن ثروت سهامداران داشته باشند و بدین‌طریق باعث افزایش (یا کاهش) سرعت تعدیلات و پویایی آن‌ها برای رسیدن به ساختار سرمایه بهینه گردند. این افزایش (کاهش) در نهایت منجر به کاهش (افزایش) فاصله سرعت تعدیلات (پویایی)، بین شرکت‌های با ساختار حاکمیتی قوی و ضعیف می‌گردد. بنابراین، تاثیری که کیفیت حاکمیت شرکتی بر پویایی تعدیلات سرمایه می‌گذارد، کماکان یک سوال تجربی باقی می‌ماند (پالاسین و همکاران ۲۰۱۳).

در این پژوهش بر اساس اصول حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها به دو دسته شرکت‌ها با ساختار حاکمیتی قوی و ضعیف تقسیم شده‌اند تا پویایی و سرعت تعدیلات اهرمی در هر دسته از شرکت‌ها سنجیده شود. انتظار این است که در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، پویایی سرعت تعدیلات بیشتر از شرکت‌های با ساختار حاکمیتی ضعیف، باشد.

www.SID.ir

Archive of SID

مبانی نظری

مهم نیست که اندازه شرکتی بزرگ است یا کوچک! مهم این است که ساختار سرمایه آن شرکت چه ترکیبی دارد. ساختار سرمایه از اول مهم بوده و در آینده هم مهم خواهد بود. مدیران باید هنگام اتخاذ تصمیمات تامین مالی، پویایی ساختار سرمایه خود را نیز در نظر داشته باشند. هنگام تجزیه و تحلیل پویایی ساختار سرمایه، میزان جریانات نقدی عملیاتی، عامل تعیین کننده خواهد بود. حاکمیت شرکتی به‌طورکلی، به مجموع روابط میان مدیران اجرایی، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر طرف‌های مربوط می‌پردازد و عمدتاً چهار هدف اساسی را در ارتباط با روابط هیئت‌مدیره و مدیران اجرایی در قبال یکدیگر و در برابر سهامداران و سایر ذینفعان شرکت مدنظر قرار می‌دهد: پاسخگویی، شفافیت، عدالت و بی‌طرفی و مسئولیت‌پذیری. هیئت‌مدیره، به‌عنوان یکی از اصول اصلی داخلی حاکمیت شرکتی، نقش اساسی در نظارت بر رفتار مدیران و مشاوره دادن به آن‌ها در تعیین و اجرای راهبرد ایفا می‌کند. این در حالی است که اصول دیگری از قبیل ساختار مالکیتی و وجود سهامداران عمده و نهادی نیز در حاکمیت شرکتی مناسب مؤثر هستند. علی‌رغم پژوهش‌هایی که پیرامون تاثیر جریانات نقدی عملیاتی بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها و نیز نقش تعدیلگر حاکمیت شرکتی در تقویت این رابطه انجام شده است، اما توجه کم‌تری به ارتباط داخلی بین جریانات نقدی عملیاتی و پویایی ساختار سرمایه بهینه (با در نظر گرفتن نقش تعاملی حاکمیت شرکتی) شده است. در این پژوهش، اثر کیفیت حاکمیت شرکتی و جریانات نقدی عملیاتی بر پویایی (سرعت تعدیل) ساختار سرمایه شرکت‌ها، سنجیده شده است. انتظار این است که جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های با ساختار حاکمیتی متفاوت، باعث ایجاد انگیزه شود تا کاستی‌های مدیریتی برطرف شود و ثروت سهامداران آن‌ها حداکثر گردد. متغیرهایی که به منظور برآورد موازنه بین رفتار اهرمی طراحی شده‌اند، باید بتوانند نسبت بدهی مورد انتظار هر شرکت را در طول زمان بسنجند و همچنین باید انحرافات موجود در طول زمان را سریعا شناسایی کنند. بر این اساس، هر دو الزامات گفته شده در مدل تعدیل بخشی کاهش یافته[1] استفاده شده است تا ضریب سرعت تعدیل[2] یا پویایی ساختار سرمایه شرکت سنجیده شود.

احمدی و همکاران (۱۳۹۷)، تأثیر همزمان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود با نقش میانجی ساختار سرمایه و عملکرد مالی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان

www.SID.ir

Archive of SID

داد که حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی به‌طور مستقیم و غیرمستقیم (از طریق متغیر میانجی عملکرد مالی) بر کیفیت سود، تأثیر مثبت معنادار دارند، اما از طریق متغیر میانجی ساختار سرمایه، به‌طور معناداری تأثیر منفی می‌گذارند. همچنین، یافته‌ها حاکی از این است که تأثیر مستقیم حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر کیفیت سود، قوی‌تر از تأثیر غیرمستقیم آن است.

علی نژاد و سالاری (۱۳۹۷) تأثیر ساز و کارها حاکمیت شرکتی در به‌هنگام‌بودن اطلاعات سود را بررسی کردند. به‌هنگام بودن سود به‌عنوان یک ویژگی کیفی و نمادی از تغییر در ارزش بازار سهام و ساختار مالکیت (تمرکز مالکیت، مالکیت دولتی) و استقلال اعضای هیأت‌مدیره به‌عنوان ساز و کار حاکمیت شرکتی، در نظر گرفته شده است. نتایج پژوهش نشان داد تمرکز مالکیت، تأثیر مثبت و معناداری در به‌هنگام‌بودن سود دارد. به عبارتی، هرچه تمرکز در مالکیت افزایش یابد، سود حسابداری شرکت‌ها به‌هنگام‌تر است. همچنین، مالکیت دولتی، اثر منفی و معناداری در به‌هنگام‌بودن سود دارد، اما استقلال هیأت‌مدیره در به‌هنگام‌بودن سود، تأثیری ندارد.

تائبی نقندری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی اثر حاکمیت شرکتی و عملکرد اقتصادی با توجه به تأثیر تعدیل‌گری اندازهٔ شرکت پرداخته‌اند و نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی و عملکرداقتصادی دارای اثر مستقیم هستند و این رابطه توسط اندازهٔ شرکت به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر، تقویت می‌شود.

رامشه و همکاران (۱۳۹۵) بیان کردند که بر اساس نظریه توازن پویا، به‌دلیل وجود هزینه‌های انحراف از ساختار سرمایه و هدف و هزینه‌های تعدیل به‌سمت این ساختار، ساختار سرمایه شرکت‌ها لزوما همواره منطبق با ساختار هدف، نیست. شرکت‌ها با درنظرگرفتن این هزینه‌ها، زمانی به تعدیل ساختار سرمایه اقدام می‌کنند، که مزایای این اقدام از هزینه‌های مربوطه آن بیشتر باشد. آنها در پژوهش خود به بررسی سرعت تعدیل ساختار سرمایه بر اساس پیش‌بینی تئوری‌های توازن و سلسله‌مراتبی، پرداختند. نتایج آنها نشان داد در شرکت‌هایی که اهرم واقعی بالاتر از اهرم هدف بوده و با کسری وجوه نقد مواجهند، سرعت تعدیل اهرم بیشتر خواهد بود. به‌علاوه شرکت‌هایی که سرعت تعدیل بالاتری دارند، سودآوری و فرصت‌های رشد بیشتری نیز دارند. به‌طور کلی یافته‌های پژوهش آنها، شواهدی در حمایت از تئوری توازن پویا فراهم

www.SID.ir

Archive of SID

می‌کند. شوجی روسی باو و همکاران (۲۰۱۷)، تاثیر ساختار مالکیت و مدیریت سود در بازارهای نوظهور (دیدگاه نمایندگی نهادی) را بررسی کردند و به‌این نتیجه رسیدند که مالکیت کنترلی[۳] رابطه مثبتی با مدیریت سود دارد. آنها همچنین نشان دادند کیفیت قانونگذاری رابطه منفی بین مالکیت نهادی و مدیریت سود را تقویت می‌کند.

بصیل النجار و افرایم کلارک (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان حاکمیت شرکتی و سطح نگهداشت وجه‌نقد در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا، به بررسی تاثیر رویه‌های داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌گیری در مورد سطح نگهداشت وجه نقد در کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا پرداختند. آنها دریافتند که هر دو نوع رویه‌های داخلی و خارجی حاکمیت شرکتی دارای اهمیت هستند و ارتباط منفی بین اندازه هیات مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد را بر اساس شواهدی مبنی بر نگهداشت کم‌تر وجه نقد به منظور کاهش تضاد منافع گزارش نمودند. آن‌ها همچنین دریافتند که فعالیت‌های خارجی حاکمیت شرکتی در تصمیم‌گیری نگهداشت وجه نقد حائز اهمیت هستند. بر اساس نتایج آنها، شرکت‌های مستقر در کشورهایی با استانداردهای بین المللی مربوط به قوانین اوراق بهادار و نظارت‌های بانکی، وجه نقد کم‌تری نگهداری می‌نمایند و مالکان نهادی فرصت‌طلب بوده و هدفشان حداکثر کردن منافع شخصی‌شان می‌باشد.

در این پژوهش، بر اساس اصول حاکمیت شرکتی، شرکت‌ها به دو دسته شرکت‌های با ساختار حاکمیتی قوی و ضعیف تقسیم شدتا پویایی و سرعت تعدیلات اهرمی در هر دسته از شرکت‌ها، سنجیده شود. انتظار این است که در شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی، پویایی سرعت تعدیلات، بیشتر از شرکت‌های با ساختار حاکمیتی ضعیف باشد. بنابراین، با توجه به مبانی نظری گفته شده ما در این پژوهش قصد داریم نقش برخی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی را در رابطه بین جریانات نقدی عملیاتی و پویایی ساختار سرمایه، به عنوان فرضیه‌های مطرح در این پژوهش مورد آزمون قرار دهیم.

با توجه به مبانی نظری ارایه شده، این پژوهش شامل فرضیه‌های زیر می‌باشد:

فرضیه اول: بین جریانات نقدی عملیاتی و ساختار سرمایه پویا رابطه معناداری وجود دارد.

www.SID.ir

Archive of SID

فرضیه دوم: بین جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی و ساختار سرمایه پویا رابطه معناداری وجود دارد.

روش پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون خطی چندمتغیره و برای تجزیه و تحلیل نهایی برای واکاوی داده‌ها از نرم‌افزار آماری ایویوز[۴] ۹ استفاده شده است. جامعهٔ آماری پژوهش حاضر را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد و شامل شرکت‌هایی با این شرایط است:

شرکت‌های بررسی شده در این پژوهش جزو شرکت‌های صنایع واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری، لیزینگ و شرکت‌های بیمه نباشد؛ قبل از سال مالی ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرش شده باشد؛ در سال‌های مالی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداشته باشد؛ حداقل ۶ ماه از سال، بازده ماهانه داشته باشد و داده‌های مدّنظرآنها در دسترس باشد. برای وجود یکنواختی میان شرکت‌های مدّنظر، فقط شرکت‌هایی بررسی شده‌اند که پایان سال مالی آنها، ۲۹ اسفندماه بوده است. پس از اعمال محدودیت‌های بالا، تعداد ۹۴ شرکت در دورهٔ زمانی ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ برای بررسی انتخاب شدند.

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی ۱استفاده شد:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MtB_{it} + \beta_4 FIXASSET_{it} + \beta_5 EBIT_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

وبرای آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیونی۲ استفاده شد:

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CORGOV_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CORGOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 FIXASSET_{it} + \beta_7 EBIT_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

متغیر وابسته

در این پژوهش ساختار سرمایه پویا، متغیر وابسته در نظر گرفته‌شده است.

$DYCS_{it}$[۵]: پویایی ساختار سرمایه که از رابطه ۳به دست می‌آید:

$$LEV_{i,t+1} - LEV_{i,t} = \beta_0 + \lambda (PLEV_{i,t+1} - LEV_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1} \quad (۳)$$

www.SID.ir

Archive of SID

[۶] $LEV_{i,t+1}$: اهرم شرکت در سال $t+1$ که از تقسیم بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام شرکت در سال $t+1$ به دست می‌آید.

$LEV_{i,t}$: اهرم شرکت در سال t که از تقسیم بدهی‌ها بر حقوق صاحبان سهام شرکت در سال t به دست می‌آید.

[۷] **$PLEV_{i,t+1}$: اهرم پیش‌بینی شده شرکت در سال $t+1$ که از رابطه ۴ به دست می‌آید:**

$$(PLEV_{i,t+1}=D_{i,t} / (D_{i,t} + S_{i,t} * P_{i,t} \quad (۴)$$

که در آن: $D_{i,t}$: بدهی‌های بهره‌دار شرکت در سال t، $S_{i,t}$: تعداد سهام در دست عموم شرکت در سال t، $P_{i,t}$: قیمت بازار هر سهم در سال t، است. همچنین، λ: نشان‌دهنده سرعت تعدیلات اهرمی شرکت است که بیانگر پویایی ساختار سرمایه شرکت و متغیر وابسته فرضیات می‌باشد.

متغیرهای مستقل

CFO : از تقسیم جریانات نقدی عملیاتی شرکت بر کل دارایی‌ها هدست می‌آید.

در این پژوهش برای برآورد حاکمیت شرکتی متغیرهای زیر منظور شد.

- اندازه هیئت مدیره

تعداد بهینه اعضای هیئت‌مدیره باید به‌گونه‌ای تعیین شود که نسبت به این موضوع که اعضای کافی برای پاسخگویی به وظایف هیئت‌مدیره و انجام وظایف مختلف هیئت‌مدیره وجود دارد، اطمینان خاطر حاصل شود؛ در این پژوهش منظور از اندازه هیئت‌مدیره، تعداد اعضای هیئت‌مدیره در هریک از دوره‌های مالی می‌باشد. از منظر تئوری نمایندگی می‌توان استدلال کرد که هیئت‌مدیره بزرگ‌تر به احتمال قوی، نسبت به مشکلات نمایندگی هوشیار است، زیرا تعداد بیشتری از افراد کارهای مدیریت را تحت نظر قرار خواهند داد. وقتی هیئت مدیره‌ها بزرگ‌تر می‌شود، احتمال دارد که اعضای مستقل بیشتری با تخصص‌های ارزشمند را در برگیرد. پس از میانگین گرفتن از اندازه هیئت مدیره، اندازه‌های بالای میانگین را متغیر دامی یک و زیر میانگین را صفر اختصاص می‌دهیم.

www.SID.ir

Archive of SID

- استقلال هیئت مدیره

میزان استقلال اعضای هیئت‌مدیره، یکی از عواملی است که بر کارایی هیئت مدیره می‌افزاید. در بسیاری از تحقیقات حسابداری برای کمی‌سازی این شاخص، از نسبت مدیران غیرموظف به کل اعضای هیئت‌مدیره استفاده شده است. در این پژوهش نیز استقلال هیئت‌مدیره از تقسیم تعداد اعضای غیرموظف هیئت مدیره بر کل اعضای هیئت مدیره، در هریک از دوره‌های مالی حاصل می‌شود. اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، کارشناسان خبره‌ای هستند که در کنترل و تصمیم‌گیری، عملکرد ماهرانه‌ای دارند. این افراد در شرکت مسئولیت اجرایی ندارند و حقوق ماهانه دریافت نمی‌کنند. در مطالعات بسیاری ثابت شده است حضور مدیران غیر اجرایی در هیئت مدیره، اثرهای مثبتی بر عملکرد و ارزش‌آفرینی شرکت‌ها می‌گذارد. پس از میانگین گرفتن از استقلال هیئت مدیره، اندازه‌های بالای میانگین را متغیر دامی یک و زیر میانگین را کد صفر اختصاص می‌دهیم.

- دوگانگی نقش مدیرعامل

اگر مدیرعامل شرکت، رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد، به این وضعیت دوگانگی وظیفه مدیرعامل اطلاق می‌گردد و در این حالت مدیرعامل به‌طور بالقوه اختیار بیشتری دارد. ساختار دوگانه همچنین، به مدیرعامل اجازه می‌دهد تا اطلاعات در دسترس سایر اعضای هیئت‌مدیره را به‌طور مؤثری کنترل کند و بنابراین ممکن است از نظارت مؤثر جلوگیری به عمل آورد. در این پژوهش، برای اندازه‌گیری دوگانگی نقش مدیرعامل از متغیر دامی یک و صفر استفاده شد؛ بدین‌صورت که اگر مدیرعامل و رئیس هیئت‌مدیره یا نایب‌رئیس هیئت‌مدیره شرکت شخص واحدی باشد، با ارزش صفر و اگر شخص واحدی نباشد، با ارزش یک اندازه‌گیری شود.

- اندازه کمیته حسابرسی

منظور از اندازه کمیته حسابرسی تعداد کارکنان کمیته حسابرسی شرکت است. پس از میانگین گرفتن از اندازه کمیته، اندازه‌های بالای میانگین را متغیر دامی یک و زیر میانگین را کد صفر اختصاص می‌دهیم.

www.SID.ir

Archive of SID

- تمرکز مالکیت

تمرکز مالکیت به حالتی اطلاق می‌شود که میزان درخور ملاحظه‌ای از سهام شرکت به سهامداران عمده تعلق داشته باشد و نشان می‌دهد چند درصد سهام شرکت در دست عده‌ای محدودی قرار دارد. در این پژوهش، تمرکز مالکیت از مجموع درصد تملک سهامدارانی که حداقل ۵٪ سهام شرکت را در دست دارند، حاصل می‌شود. چنین سهامدارانی به‌واسطه تملک بالای سهام، به‌نوبه خود می‌توانند اداره شرکت را در دست گیرند. زمانی که تمرکز بالای مالکیت وجود دارد، امکان نظارت و کنترل بهتر بر عملکرد مدیریت شرکت فراهم می‌گردد. پس از میانگین گرفتن از درصد سهامداران عمده، درصدهای بالای میانگین را متغیر دامی یک و زیر میانگین را کد صفر اختصاص می‌دهیم.

- درصد سهام سهامداران نهادی

سهامداران نهادی شامل شرکت‌های بیمه، بانک‌ها، صندوق‌های بازنشستگی، صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هستند. از دیدگاه نظری، سهامداران نهادی جایگاه ویژه‌ای در حاکمیت شرکتی دارند، زیرا آن‌ها می‌توانند بر مدیران شرکت نظارت داشته و هم منافع مدیران و سهامداران را هم سو کنند. از سوی دیگر، این تمرکز می‌تواند به دلیل دسترسی به اطلاعات محرمانه سبب پیدایش اطلاعات نامتقارن بین آنان و سهامداران خرد گردد. در پژوهش حاضر، مالکیت نهادی، از مجموع درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران نهادی حاصل می‌گردد. و پس از میانگین گرفتن از درصد سهامداران نهادی، درصدهای بالای میانگین را متغیر دامی یک و زیر میانگین را کد صفر اختصاص می‌دهیم. با جمع کدهای محاسبه شده برای هر یک از شاخص‌های گفته شده می‌توان متغیر حاکمیت شرکتی را بصورت کمی درآورد. شرکتی که در همه شاخص‌ها کد یک اخذ کرده باشد، بالاترین سطح حاکمیت شرکتی را خواهد داشت و شرکتی که در همه شاخص‌ها کد صفر اخذ کند، پایین ترین سطح حاکمیت شرکتی را دارا خواهد بود.

برای متغیرهایی که به صورت نسبت یا درصد می‌باشند، پس از محاسبه این متغیرها برای هر شرکت، میانگینی برای هر متغیر از کل نمونه‌های مربوطه در طول دوره مورد بررسی تهیه می‌شود؛ اگر هر کدام از متغیرهای محاسبه شده برای هر شرکت در هر دوره از میانگین محاسبه

www.SID.ir

Archive of SID

شده برای کل نمونه‌های مربوط به آن متغیر در تمام دوره‌ها بیشتر باشد، آن متغیر برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر خواهد بود.

پس از مشخص شدن متغیرها، توانایی حاکمیت شرکتی به شرح ذیل محاسبه می‌گردد:

$$GOVINDEX = \sum di$$

در این رابطه di بیانگر کلیه اقلامی است که امتیاز یک گرفته‌اند. پس از محاسبه این شاخص، میانه متغیر حاکمیت شرکتی را محاسبه می‌کنیم و به سال/ شرکت‌های بالای میانه کد یک و پایین‌تر از میانه کد صفر اختصاص می‌دهیم تا متغیر حاکمیت شرکتی به یک متغیر دو وجهیو تعاملی، تبدیل گردد.

متغیرهای کنترلی

SIZE اندازه شرکت که برابر است با لگاریتم کل دارائی‌های شرکت، MtB ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری، Fixassetدارایی‌های ثابت تقسیم بر کل دارایی‌ها، EBIT سود عملیاتی شرکت در هر سال تقسیم بر کل دارایی‌ها، SGدرصد رشد فروش، از مابه‌التفاوت فروش هر سال و فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل به دست می‌آید، LEV اهرم مالی، از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید. $\beta_n \ldots \beta_1$، β_0: ضرایب آماری هستند و ε_{it} نشان‌دهنده خطای هر مدل یا باقیمانده می‌باشد.

در مدل اول ضریب β_1 و در مدل دوم ضریب β_3 بیانگر تأیید یا رد فرضیه‌ها خواهند بود.

تفسیر یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

روش آماری استفاده‌شده، روش رگرسیون با استفاده از داده‌های ترکیبی است. در داده‌های ترکیبی برای انتخاب بین داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون اف لیمر استفاده شد و براساس معنی‌داری کمتر از ۵ درصد این آزمون، روش داده‌های تابلویی انتخاب و برای انتخاب بین روش آثار ثابت و آثار تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شد. نتیجهٔ نهایی برای تمام فرضیه‌های پژوهش، استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی با آثار ثابت بود. برای بررسی

www.SID.ir

Archive of SID

نرمال‌بودن باقیمانده‌ها از آزمون جارک برا استفاده شد. نتایج این آزمون نشان می‌دهد باقیمانده‌های الگوهای مدّنظر، توزیع نرمال دارند. برای تشخیص وجود خودهمبستگی سریالی بین باقیمانده‌ها از آزمون دوربین واتسون استفاده شد. معنی‌داری بالای ۵ درصد این آزمون، نشان‌دهندهٔ نبود همبستگی بین باقیمانده‌ها است. برای بررسی همخطی از آزمون "عامل تورش واریانس" استفاده شد و در آن آمارهٔ تولرانس برای همه متغیرها بسیار نزدیک به ۱ بود که نبود همخطی بین اجزای اخلال الگوها را نشان می‌دهد. برای بررسی وجود ناهمسانی واریانس بین باقیمانده‌ها از آزمون وایت استفاده شد که نتایج نشان‌دهنده این است که آماره وایت هر دو مدل رگرسیونی در سطح خطای ۰/۰۵ معنی‌دار است. درنتیجه فرضیه صفر مبنی بر عدم ناهمسانی واریانس بین داده‌های مدل، در سطح خطای ۰/۰۵ تأیید نمی‌شود و باید هنگام برآورد مدل رگرسیون از GLS، استفاده شود.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد هرگاه فاصله داده‌ها از میانگین زیاد باشد، واریانس آن زیاد می‌شود و طبعا انحراف معیار که جذر واریانس است و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد، زیاد می‌شود. چولگی اگر مثبت باشد یعنی پراکندگی داده‌ها در سمت راست زیاد است و اگر منفی باشد یعنی پراکندگی داده‌ها در سمت چپ زیاد است. به‌طور نمونه در مورد اندازه شرکت میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه، بیشینه، چولگی و کشیدگی به ترتیب برابر با ۶/۰۲، ۵/۹۰، ۰/۷۳، ۴/۳۹، ۸/۳۲، ۰/۸۰ و ۳/۶۵، است. با توجه به این‌که میانگین اندازه شرکت بیشتر از میانه اندازه شرکت است، توزیع اندازه شرکت در این نمونه آماری چوله به راست است و این موضوع را در علامت مثبت چولگی نیز می‌توان مشاهده کرد. در مورد متغیر وابسته پژوهش (ساختار سرمایه پویا) نتایج نشان می‌دهد، میانگین این متغیر ۰/۰۰۱- است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیرها پیرامون این نقطه تمرکز یافته‌اند. بررسی‌ها نشان می‌دهد حدود یک هزارم از ساختار سرمایه آتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، قابلیت پیش‌بینی دارند و پویا هستند. منفی بودن علامت این متغیر هم نشان می‌دهد که پیش‌بینی وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران کمتر از وجود اهرم مالی در ساختار سرمایه واقعی شرکت‌ها است. میانهٔ این متغیر هم برابر ۰/۰۰۶- است و نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. همچنین، نتایج نشان می‌دهد میانگین متغیر مستقل جریانات نقدی عملیاتی ۰/۱۱ و به‌طور

www.SID.ir

Archive of SID

متوسط، جریانات نقدی عملیاتی شرکت یازده درصد دارایی شرکت‌ها است. درحالیکه بیشترین مقدار این متغیر ۰/۳۵ و کمترین مقدار ۰/۰۶- است، که نشان می‌دهد پایین‌ترین مقدار جریانات نقدی عملیاتی مربوط به شرکتی بوده است که جریانات نقدی خروجی آن بیشتر از جریانات نقدی ورودی بوده و خالص جریانات نقدی آن شش درصد دارایی‌ها بوده است.

نگاره (۱): نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه اول

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 MtB_{it} + \beta_4 FIXASSET_{it} + \beta_5 EBIT_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر		ضریب متغیر	مقدار ضریب	tآماره	سطح معنی داری	VIF
عدد ثابت		β_0	-۰/۰۰۹	-۰/۲۶	۰/۷۹	—
جریانات نقدی عملیاتی	CFO	β_1	۰/۰۴	۲/۹۴	۰/۰۰	۱/۵۵
سود عملیاتی	EBIT	β_2	-۰/۰۰۲	-۱/۰۵	۰/۳۶	۱/۷۹
دارایی‌های ثابت	FIXED	β_3	-۰/۰۰۲	-۱/۰۸	۰/۳۴	۱/۰۴
اهرم مالی	LEV	β_4	-۰/۰۲	-۲/۴۶	۰/۰۰	۱/۱۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	β_5	-۰/۰۰۴	-۲/۳۴	۰/۰۰	۱/۰۱
رشد فروش	SG	β_6	-۰/۰۱	-۲/۸۳	۰/۰۰	۱/۰۵
اندازه شرکت	SIZE	β_7	۰/۰۰۶	۲/۱۱	۰/۰۲	۱/۰۵
ضریب تعیین		۰/۲۴		آماره F (معنی‌داری)		(۳۲/۱۷ (۰۰ .۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۲		آماره دوربین واتسون		۱/۹۸۹
آماره وایت (معنی‌داری)		۷۴/۶۲ (۰/۰۰)		(آماره جارک- برا (معنی‌داری		۴/۳۵ (۰/۱۱)
تعداد مشاهدات		۷۵۲		آماره χ^2		۱۴/۵۶۵۰ (۰/۰۲)

مقدار آمارهF (۳۲/۱۷) حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق به ترتیب برابر با ۰/۲۴ و ۰/۲۲، است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۰/۲۲ از ساختار سرمایه پویا در شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مزبور تبیین می‌شوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب، نشان‌دهنده میزان تأثیر مثبت (منفی) هر یک از متغیرها بر ساختار سرمایه پویا، است.

www.SID.ir

Archive of SID

نگاره (۲): نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه دوم

$$DYCS_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{it} + \beta_2 CORGOV_{it} + \beta_3 CFO_{it} * CORGOV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 MtB_{it} + \beta_6 FIXASSET_{it} + \beta_7 EBIT_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 SG_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغیر		ضریب متغیر	مقدار ضریب	tآماره	سطح معنی داری	
عدد ثابت		β_0	-۰/۰۲	-۰/۵۹	۰/۵۵	—
جریانات نقدی عملیاتی	CFO	β_1	۰/۰۰۱	۲/۰۲	۰/۰۴	۳/۳۸
حاکمیت شرکتی	CG	β_2	۰/۰۱	۲/۳۳	۰/۰۰	۱/۷۲
جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای	CFO*CG	β_3	۰/۰۶	۲/۹۹	۰/۰۰	۳/۷۶
سود عملیاتی	EBIT	β_4	۰/۰۰۵	۱/۱۰	۰/۳۲	۱/۸۱
دارایی‌های ثابت	FIXED	β_5	-۰/۰۰۳	-۱/۱۱	۰/۳۱	۱/۰۵
اهرم مالی	LEV	β_6	-۰/۰۲	-۲/۳۳	۰/۰۰	۱/۱۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB	β_7	-۰/۰۰۴	-۲/۳۷	۰/۰۰	۱/۰۱
رشد فروش	SG	β_8	-۰/۰۱	-۲/۹۰	۰/۰۰	۱/۰۵
اندازه شرکت	SIZE	β_9	۰/۰۰۷	۲/۱۳	۰/۰۲	۱/۰۶
ضریب تعیین		۰/۲۴	آماره F (معنی‌داری)		۳۱/۹۶ (۰/۰۰)	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۲	آماره دوربین واتسون		۱/۹۹۴	
(آماره وایت (معنی‌داری		۵۸/۲۴ (۰/۰۰)	(آماره جارک- برا (معنی‌داری		۳/۵۳ (۰/۲۳)	
تعداد مشاهدات		۷۵۲	آماره χ^2		۱۴/۵۶۰۹ (۰/۰۴)	

مقدار آماره F (۳۱/۹۶) حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون است. ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل فوق به ترتیب برابر با ۰/۲۴ و ۰/۲۲، است. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور، تنها حدود ۰/۲۲ از ساختار سرمایه پویا در شرکت‌های مورد بررسی توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند. در این نگاره اعداد مثبت (منفی) در ستون مقدار ضریب نشان‌دهنده میزان تأثیرمثبت (منفی) هر یک از متغیرها بر ساختار سرمایه پویا است.

www.SID.ir

Archive of SID

نتیجه‌گیری

فرضیه اول: برای تأیید یا رد این فرضیه با توجه به نگاره نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون فرضیه اصلی اول، مقدار آماره F بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون است. همچنین، قدر مطلق آماره t مربوط به این متغیر بزرگ‌تر از نقاط بحرانی t با همان درجه آزادی است. بنابراین، با رد فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ و تأیید فرضیه H_1، می‌توان گفت که فرضیه: " بین جریانات نقدی عملیاتی و ساختار سرمایه پویا ارتباط معناداری وجود دارد. " تأیید می‌گردد و با توجه به علامت ضریب متغیر حاکمیت شرکتی می‌توان گفت این رابطه به صورت مستقیم و معنی‌دار است.

این نتیجه نشان می‌دهد شرکت‌هایی که جریانات نقدی عملیاتی بالایی دارند ساختار سرمایه پویا بالاتری را تجربه می‌کنند. جریانات نقدی عملیاتی، وجوه نقدی هستند که شرکت‌ها با استفاده از عملیات اصلی و مرکزی خود بدست آورده‌اند و می‌توانند از آن به‌عنوان یک منبع داخلی تامین مالی برای برطرف نمودن نیازهای مالی خود استفاده کنند. زمانی که جریانات نقدی عملیاتی شرکتی بالا باشد سرمایه‌گذاران می‌توانند ساختار سرمایه آتی شرکت را راحت‌تر پیش بینی کنند. پیش بینی ساختار سرمایه آتی باعث می‌شود پویایی ساختار سرمایه آن شرکت بالاتر رود و بدین ترتیب فعالان بازار سرمایه اعم از سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و اعتباردهندگان، روندهای آتی ساختار مالی شرکت را دقیق‌تر رصد نموده و تصمیمات سرمایه-گذاری و اعتباردهی درستی اتخاذ کنند. از طرفی طبق نظریه‌های مالی، عدم تقارن اطلاعاتی امکان دسترسی انحصاری مدیران به بخشی از اطلاعات محرمانه شرکت را می‌دهد. مدیران ممکن است از این اطلاعات محرمانه در جهت منافع شخصی خود استفاده کنند و ریسک سرمایه‌گذاری شرکت را برای سرمایه‌گذاران افزایش دهند. اصول حاکمیت شرکتی می‌تواند به‌عنوان مانعی برای مدیران باشد تا نتوانند از اطلاعات محرمانه‌ای که در اختیار دارند در جهت منافع شخصی، استفاده نمایند.

فرضیه دوم: برای تأیید یا رد این فرضیه با توجه به نگاره نتایج حاصل از پردازش معادله رگرسیون فرضیه اصلی دوم، مقدار آماره F بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیون است. وقدر مطلق آماره t مربوط به این متغیر، بزرگ‌تر از نقاط بحرانی t با همان درجه آزادی است. بنابراین، با رد فرضیه H_0 در سطح اطمینان ۹۵٪ و تأیید فرضیه H_1، می‌توان گفت که فرضیه: "بین

www.SID.ir

Archive of SID

جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی و ساختار سرمایه پویا ارتباط معناداری وجود دارد" تأیید می‌گردد.

وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین جریانات نقدی عملیاتی در شرکت‌های دارای حاکمیت شرکتی قوی و ساختار سرمایه پویا نشان می‌دهد رعایت اصول حاکمیت شرکتی در ایران اثربخش هستند و نتیجه این فرضیه هم تأییدی بر این موضوع هست که در شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی، ساختار سرمایه آتی برای سرمایه‌گذاران پویایی و قابلیت پیش‌بینی بالاتری دارد که ما نیز انتظار چنین نتیجه‌ای را داشتیم. وجود و رعایت اصول حاکمیت شرکتی باید منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به دنبال آن پیش‌بینی بهتر ساختار سرمایه آتی شرکت‌ها گردد. این موضوع در تحلیل نتیجه فرضیه دوم هم تأیید می‌شود. وجود رابطه مثبت و معنی‌دار حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه پویا باعث شده که تعامل دو متغیر جریانات نقدی عملیاتی و حاکمیت شرکتی هم رابطه مثبت و معنی‌داری با پویایی ساختار سرمایه داشته باشد.

پیشنهادات

به سرمایه‌گذاران بالقوه توصیه می‌شود در انتخاب سبد سرمایه‌گذاری خود به این نکته توجه نمایند و بدانند که جریانات نقدی عملیاتی نقطه قوت مالی یک شرکت به حساب می‌آید و می‌تواند در پیش‌بینی ساختار سرمایه آتی شرکت‌ها به آنها کمک کند و همچنین بدانند که اصول قوی حاکمیت شرکتی در شرکت‌های بورسی ایران باعث افزایش پویایی ساختار سرمایه می‌گردد. بنابراین، اگر سرمایه‌گذاران ریسک گریز هستند حتماً شرکت‌هایی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب کنند که جریانات نقدی عملیاتی بیشتر و حاکمیت شرکتی قوی دارند. به مدیران شرکت‌ها نیز توصیه می‌گردد از اصول حاکمیت شرکتی بیشتر استقبال کنند، زیرا این اصول به نفع شرکت است و پویایی ساختار سرمایه را افزایش می‌دهند.

پی نوشت

۱ Reduced-Form Partial Adjustment Model
۲ Coefficient Of The Adjustment Speed
۳ Controlling Ownership
۴ Eviews
۵ Dynamic capital structure
۶ Leverage
۷ Predicted leverage

www.SID.ir

Archive of SID

منابع

Alinejadsaroukalaee, M. , Salarisardoie, S. (2019). The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Earning Timeliness. *Journal of Asset Management and Financing*, 7 (3) , 59-70.(In Persian)

Al-Najjar, B. , & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, *39*, 1-12.

Aybar-Arias, C. , Casino-Martınez, A. and Lopez-Gracia, J. (2012). On the adjustment speed of SMEs to theirn optimal capital structure. Small Business Economics, 39, 977–996

Heyman, D. , Deloof, M. and Ooghe, H. (2008). The Financial Structure of Private Held Belgian Firms. Small Business Economics, 30, 301–313.

Palacin-Sânchez, M. , Ramirez-Herrera, L. and Di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. Small Business Economics, 41, 503-519.

Ramazan Ahmadi, M. , Abdolmajid Ahangari, A. , Hajeb, H. (2019). Investigating the Simultaneous Effect of Corporate Governance and Audit Quality on Earnings Quality with the Mediating Role of Capital Structure and Financial Performance. *Journal of Asset Management and Financing*, 7 (1) , 83-102.(In Persian)

Ramesheh, M. , Soleimani amiri, G. (2016). Speed of Adjustment to Target Capital Structure based on Interaction between Trade-off and Pecking order Theories in TSE. *Empirical Research in Accounting*, 6 (2) , 161-186.(In Persian)

Shuji Rosey Bao; Krista B. Lewellyn. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets—An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, *26 (5) , 828-838*

Taebi Noghondari (Ph. D) , A. , Taebi Noghondari, A. , Abbaszadeh, M. (2017). Moderating Effect of Firm Size on Relationship between Corporate Governance and Corporate Economic Performance. *Journal of Knowledge Accounting*, 8 (1) , 155-182.(In Persian)

www.SID.ir