

تأثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

حسن احمدی^۱

سمیه خاور^{۲*}

مژگان جعفری^۳

ندا زمیار^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۷/۱۲ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۹/۳۰

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت می باشد. جامعه آماری مورد بررسی کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ هستند که پس از گردآوری داده های مورد نیاز تحقیق، انتخاب ابزار مناسب برای محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات از آمار توصیفی، استنباطی، روش رگرسیون چند متغیره و داده های پانلی استفاده شده و همچنین تجزیه و تحلیل آنها، از نرم افزارهای Excel و EViews استفاده شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد حاکمیت شرکتی و اهرم مالی با در نظر گرفتن نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت، بر عملکرد مالی تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر مسئولیت اجتماعی شرکت نیز دارای اثر مثبت معنادار است. نتیجه دیگر آنکه حاکمیت شرکتی نیز بر عملکرد مالی تأثیر مثبت داشته ولی اهرم مالی تأثیر منفی بر این متغیر دارد.

واژگان کلیدی

حاکمیت شرکتی، اهرم مالی، عملکرد مالی، مسئولیت اجتماعی شرکت، رگرسیون پانلی

۱- استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. (نویسنده مسئول)

Ahmadihassan80@yahoo.com

۲- کارشناس ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران.

۳- کارشناس ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. mojgan.jafari563@gmail.com

۴- کارشناس ارشد مدیریت مالی، موسسه آموزش عالی غیر انتفاعی خرد بوشهر، بوشهر، ایران. Nedaazamyaar@gmail.com

۱. مقدمه

امروزه در اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت ها تردیدی نیست چرا که این موضوع با توجه به رخدادهای سال های اخیر و بحرانهای مالی شرکت ها اهمیتی بیش از پیش یافته است. مفهوم "مسئولیت اجتماعی شرکتها" در زمره مفاهیم اخلاق کسب و کار مطرح است و به نقشی که شرکتها در حوزه اجتماعی برعهده دارند مربوط می شود. سازمان های سرآمد به عنوان سازمان هایی پاسخگو، برای شفافیت و پاسخگویی به ذینفعان خود در قبال عملکردشان، روشی بسیار اخلاقی در پیش می گیرند.

مسئولیت پذیری اجتماعی، موجب بهبود رضایت سهامداران می شود و بر روی شهرت شرکت نیز اثر مثبتی دارد. این نتایج به گسترش درک مفاهیم مسئولیت اجتماعی بر شرکتها و سرمایهگذاران می پردازد. تعهد شرکت برای مشارکت در توسعه ملی که از طریق تمرکزگرایی بر مسائل مالی یا اقتصادی، اجتماعی و محیطی می باشد، از مهمترین موضوعات در مفهوم مسئولیت اجتماعی شرکتها است بوجود آمده است.

یکی از مهم ترین اهداف بنگاه های اقتصادی، کسب منافع و افزایش ثروت مالکان در درازمدت است. سهامداران، اعتباردهندگان و دیگر گروههای مرتبط با بنگاه های اقتصادی به منظور اخذ تصمیمات منطقی به اطلاعات قابل اتکا و مربوط در رابطه با عملکرد مالی شرکت نیاز دارند و با توجه به این که سهامداران و اعتباردهندگان منابع مالی محدود خود را به بنگاههای اقتصادی تخصیص می دهند ارزیابی عملکرد بنگاهها به منظور اطمینان از تخصیص بهینه منابع محدود امری مهم و حیاتی تلقی می شود. معیارهای سنجش عملکرد از نظامهای کنترلی مدیریت است، زیرا برنامه ریزی اقتصادی و تصمیم های کنترلی مؤثر نیازمند ارزیابی چگونگی عملکرد واحدها است. ارزیابی به موقع عملکرد بنگاه های اقتصادی می تواند منجر به تخصیص بهینه منابع محدود شود (وکیلی فرد و فیض آبادی، ۱۳۹۴).

از طرفی نقش مهم اهرم مالی در شکل دهی سیاست های نقدی شرکت نیز به اثبات رسیده است (جان، ۱۹۹۳). مفهوم اهرم مالی یکی از مهم ترین مفاهیم مالی است و استفاده و جایگاه ویژه های در ساختار سرمایه دارد. اهرم مالی نسبت بدهی به سهام را در بافت سرمایه شرکت نشان می دهد و هرچه میزان بدهی در ساختار سرمایه بیشتر باشد اهرم مالی بالاتر خواهد بود (قربانی، ۱۳۷۸).

اهرم مالی به عنوان نماینده ساختار مالی شرکتها و جریان نقد آزاد با عملکرد مالی و تنوع پذیری شرکتها در تعامل است. تمایل مدیران واحدهای اقتصادی دارای جریان وجوه نقد آزاد و فرصت های رشد اندک به سرمایه گذاری در پروژههای اضافی یا حتی پروژههای دارای خالص ارزش فعلی منفی می تواند از طریق ایجاد سرمایه گذاریهایی که ثروت سهامداران را بیشینه نمی کند، مشکلات نمایندگی و تضاد منافع را افزایش و عملکرد مالی شرکت ها را به شدت کاهش دهد (دشو و همکاران، ۲۰۰۸).

اهمیت موضوع تحقیق در این است که مسئولیت اجتماعی شرکت، عامل اساسی بقای هر شرکت است. با توجه به اینکه همه شرکت ها ارتباط هایی با جامعه دارند، مسئولیت اجتماعی شرکت صرف نظر از اندازه یا بخش سازمان، به درجات مختلف، به موضوع اجتناب ناپذیری تبدیل شده است. مسئولیت اجتماعی سازمان کل طیف اصول بنیادی را که از سازمان ها انتظار می رود، آنها را بپذیرند و در اقدامات خود منعکس کنند را دربر می گیرد. این اصول نه تنها از لحاظ اخلاقی اهداف مطلوب و پسندیده ای هستند، عوامل کلیدی مهمی نیز در حصول اطمینان از این نکته می باشند که جامعه امکان بقای سازمان را در دراز مدت فراهم می آورد؛ زیرا از فعالیت ها و رفتار سازمان بهره می برد.

در سال های اخیر اقتصاد کشور حرکت شتابان به سمت افزایش تولید داشته است. افق های آینده نیز گویای رقابتی تر شدن صنایع گوناگون است. بنابراین با توجه به موارد گفته شده و همچنین کمبود پژوهش در زمینه ی مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت، مطالعه و بررسی موضوع حاضر لازم و ضروری به نظر می رسد.

۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

۲-۱ فرضیات پژوهش

فرضیه اصلی:

حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری دارد. فرضیه های فرعی

۱- حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

۲- حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر مسئولیت اجتماعی تأثیر معناداری دارد.

۳- حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

۲-۲ مبانی نظری

اخیرا مسئولیت اجتماعی شرکت ها، توجه جامعه جهانی را به خود جلب کرده است که می تواند به عنوان مدیریت تضاد بالقوه منافع بین ذینفعان مختلف در رابطه با مسائل اقتصادی، زیست محیطی، اجتماعی و اخلاقی بیان شود. روند کنونی جهانی شدن و تقاضای روزافزون ذینفعان از شرکتها برای پذیرش مسئولیت های اجتماعی، شرکتها را به درگیر شدن در مسئولیت اجتماعی تشویق می کند. در نتیجه جهانی شدن، شرکتها در کشورهای در حال توسعه مایل به حرکت به سوی بازارهای جهانی می باشند. از این رو به منظور مقبولیت در بازارهای جهانی، مجبورند نشان دهند که در حال انجام مسئولیت های اجتماعی هستند (صالح و همکاران، ۲۰۱۱).

از طرف دیگر ارزیابی عملکرد واحدهای اقتصادی بخش عمده ای از مباحث حسابداری، مدیریت، اقتصاد و را به خود اختصاص داده است. ارزیابی عملکرد فرآیندی است که بدان وسیله همه ی مدیران درباره عملکرد کارهای تخصصی انجام شده در درون شرکت اطلاعاتی بدست می آورند و این عملکرد را با شاخصهای تعیین شده در بودجه، برنامه ها و هدفها مقایسه می کنند (پارسائیان، ۱۳۸۶).

اصولا عملکرد با هدف رابطه ی مستقیمی دارد. نتایج حاصل از ارزیابی عملکرد خود هدف نبوده بلکه ابزاری است که در جهت پیش بینی برنامه های آتی و نیز بهبود نقاط قوت و برطرف نمودن نقاط ضعف آن واحد مورد استفاده قرار می گیرد. ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی بدون در نظر گرفتن ویژگیهای تجاری بر شرایط حاکم بر بازار و خدمات آن و صرف نظر از جایگاهی که واحد مورد ارزیابی در مجموعه ی نظام و ساختار اقتصادی کشور از آن برخوردار است، ثمربخش نخواهد بود. امروزه مدیران به صورت بالقوه به مکانیزم هایی که از طریق آن عملکردشان مورد قضاوت قرار می گیرد، توجه دارند.

جنین (۱۹۹۷) از تحلیلگران اقتصادی می گوید « علی رغم نارسایی هایی که در نحوه ی اندازه گیری عملکرد واحدهای اقتصادی وجود دارد، تفاوت میان شرکت هایی که خوب باید اداره شوند، در میزان توجه آنها به ارقام عملکرد مالی و اقتصادی است ». وی معتقد است که ارزیابی عملکرد مدیریت شرکتها با ارزیابی های کمی امکان پذیر است.

در یک تقسیم بندی کلی، معیارهای عملکرد را می توان به دو گروه معیارهای مالی و معیارهای غیرمالی طبقه بندی نمود (اسپیکل من، ۱۹۷۴). معیارهای غیرمالی عمدتاً شامل: معیارهای تولیدی، معیارهای بازاریابی و معیارهای اجتماعی می باشد و نسبتهای مالی از جمله تکنیک هایی است که به عنوان معیار مالی پیشنهاد شده است. معیارهای غیرمالی، معیارهایی هستند که عموماً محاسبه و تجزیه و تحلیل اطلاعات اولیه از ترازنامه و یا صورت سود و زیان و بطور کلی از صورتهای مالی استخراج نمی شود و بیشتر معیارهایی کیفی هستند.

از اواخر دهه ۱۹۷۰، حاکمیت شرکتی موضوع مهم مورد بحث در ایالات متحده و سرتاسر جهان بوده است. تلاشهای گسترده و برجسته‌ای برای اصلاح حاکمیت شرکتی صورت گرفته است که بخشی از آن از طریق نیازها و خواسته‌های صاحبان سهام برای احقاق حقوق مالکیت شرکت و افزایش ارزش سهام و بنابراین ثروت خود انجام گرفته است. در طول سه دهه وظایف مدیران شرکت تا حد زیادی از مسئولیت قانونی سنتی آن‌ها در وفاداری به شرکت و صاحبان سهام فراتر رفته است. در نیمه اول ۱۹۹۰، موضوع حاکمیت شرکتی در ایالات متحده به دلیل موج برکناری مدیران عامل توسط هیأت‌های آن‌ها، مورد توجه زیاد مطبوعات قرار گرفت. عامل اصلی بحران‌های ایجاد شده در این شرکت‌ها، مالکیت و نظارت گروه‌های مشترک‌المنافع یا گروه‌های دارای ارتباطات نهانی بر این شرکت‌ها بود. این شرکت‌ها که اساساً به واسطه وجود محیط‌هایی مبتنی بر روابط شکل گرفته بودند، قادر به رقابت در عرصه اقتصاد جهانی نبودند. در سال ۱۹۹۷، در بحران مالی جنوب شرقی آسیا بعد از سقوط دارایی‌های مالی، اقتصاد تایلند، اندونزی، کره جنوبی، مالزی و فیلیپین به شدت تحت تأثیر سرمایه‌های خارجی قرار گرفت. فقدان حاکمیت شرکتی در این کشورها ضعف مؤسسات در اقتصاد آن‌ها را نشان داد. پس از وقوع بحران در این کشورها، با تأسیس ساختارهای حاکمیت شرکتی، حذف آثار نظام سرمایه‌ای رابطه‌ای مانند ارتباطات سیاسی و روابط گروهی و جایگزینی فعالیت‌های تجاری مبتنی بر عملکرد مورد توجه قرار گرفت. در سال ۲۰۰۰، ورشکستگی‌های بزرگ انرون و ورلد کام و سقوط شرکت‌های کوچک‌تری هم چون ارتباطات آدلفیا، باعث شد تا توجه سهامداران و دولت به حاکمیت شرکتی بیشتر شود. این توجه در متن قانون ساربانس آکسلی سال ۲۰۰۲ به اوج خود رسید (محرابی، ۱۳۸۹).

موضوع در کشورهای در حال توسعه کمی متفاوت است و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی در این کشورها غالباً به پر کردن خلأهای قانونی پرداخته است، اما در کشورهای پیشرفته از طریق قوانین و مقررات ساختاریافته تأمین می شود، نظیر: برخورد یکسان با سهامداران، افشای مناسب وبه موقع ونحوه برگزاری مجامع عمومی، درعین حال هم در کشورهای در حال توسعه وهم کشورهای پیشرفته، تلاش هادرجهت ارائه راهکارهایی برای ملزم نمودن مدیران به پاسخگویی و تنظیم روابط منصفانه با ذینفعان ادامه دارد. حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن بیست و یکم به عنوان یکی از مهم ترین مباحث کسب و کار مطرح شد. تأکید مبانی اولیه حاکمیت شرکتی بیشتر بر موضوع راهبرد شرکت‌ها و حقوق سهامداران قرار داشت و بعدها با طرح دیدگاههای جدیدتر، به سمت توجه جدی به حقوق کلیه ذی نفعان و اجتماع گرایش یافت. در سال‌های اخیر، پیشرفت‌های زیادی در خصوص موضوع حاکمیت شرکتی در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای پیشرو در این زمینه، هم چنان به تقویت نظام‌های حاکمیت شرکتی خود ادامه می دهند. در این راستا، به مشارکت کنندگان در حاکمیت شرکتی و موضوع‌هایی از قبیل سهامداران و روابط آن‌ها، مسئولیت پاسخگویی، بهبود عملکرد هیأت مدیره، کمیته‌های هیأت مدیره، حسابرسان و نظام‌های حسابداری و کنترل داخلی، توجه ویژه‌ای مبذول می دارند (دوانی، ۱۳۸۷).

۳. پیشینه داخلی

خسرویان (۱۴۰۰) به بررسی مفهوم بازاریابی سبز و نقش آن در عملکرد مالی و مسئولیت اجتماعی شرکتها پرداخت. فرضیه اصلی تحقیق این گونه بیان می‌گردد که، به‌کارگیری استراتژی بازاریابی سبز تاثیر مثبت و معناداری بر ارتقاء عملکرد مالی شرکتها و عمل به مسئولیت‌های اجتماعی آنان دارد.

براخاس و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر مکانیزمهای نظام راهبری بر گزارشگری مسئولیت اجتماعی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‌دهد، اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و استقلال کمیته حسابرسی دارای رابطه مثبت و معنی دار با گزارشگری مسئولیت اجتماعی میباشند. لذا هر سه فرضیه پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

برزگر و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر اهرم مالی بر مدیریت هزینه کارکنان در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. یافته‌های تحقیق نشان داد که بین اهرم مالی و مدیریت هزینه کارکنان رابطه ای معنادار و منفی وجود دارد.

امیری و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی با رویکرد مسئولیت پذیری اجتماعی پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که تمامی فرضیات تحقیق تایید می‌باشند که در زیر به تشریح بیان شده است: یافته فرضیه اول: این فرضیه بیان می‌کند که بین حاکمیت شرکت و عملکرد مالی رابطه وجود دارد. یافته فرضیه سوم: این فرضیه بیان می‌کند که بین عملکرد مالی و مسئولیت پذیری اجتماعی رابطه وجود دارد.

شریفی (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با ریسک‌پذیری و گزارش عملکرد مالی بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. هدف تحقیق حاضر بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با ریسک‌پذیری و عملکرد در بانک‌ها می‌باشد. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که پس از استفاده از روش حذفی سیستماتیک ۱۳ بانک به عنوان نمونه در دوره زمانی ۵ ساله از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۴ انتخاب شده‌اند. به منظور تحلیل اطلاعات در این بخش از رگرسیون چند متغیره برای سنجش رابطه متغیرها استفاده شده است و منبع جمع آوری داده‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی بانک‌ها و گزارش فعالیت‌های هیئت مدیره و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج گردیده است. این تحقیق شامل دو فرضیه است. نتایج تحلیل فرضیه اول تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی متغیرهای مستقل استقلال هیئت مدیره و درصد مالکیت مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره با ریسک‌پذیری بانک‌ها رابطه معنادار وجود دارد. نتایج تحلیل فرضیه دوم تحقیق نشان داد که از بین متغیرهای حاکمیت شرکتی، متغیرهای مستقل اندازه هیئت مدیره و درصد مالکیت مدیرعامل و اعضای هیئت مدیره با عملکرد بانک‌ها رابطه معنادار دارند.

۴. پیشینه خارجی

سروار و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با نقش میانجی مسئولیت اجتماعی پرداخت. برای تعیین رابطه بین متغیرها از حداقل مربع معمولی و حداقل مربع دو مرحله استفاده شد. با استفاده از آزمون هاسمن مشخص شد که مدل اثر تصادفی مدل مناسبی است. تعداد کمی از متغیرهای مستقل ما دارای درون زایی بودند، بنابراین برای اینکه نتایج پایداری داشته باشیم از روش حداقل مربعات دو مرحله ای به جای حداقل مربع معمولی استفاده کردیم. این مطالعه همچنین اهمیت پنهان بسیاری از روابط را نشان می‌دهد. نتایج نشان داد که بین

متغیرهای پژوهش رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

پرستای و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تاثیر سودآوری بر اجتناب مالیاتی و اهرم مالی پرداخت. نمونه این پژوهش از روش نمونه گیری غیراحتمالی با روش نمونه گیری هدفمند استفاده شده است. روش تجزیه و تحلیل داده ها از آزمون فرضی کلاسیک، یعنی آزمون چند خطی، آزمون همبستگی خودکار، آزمون ناهمسانی و آزمون نرمال استفاده شد. آزمون فرضیه ها با استفاده از تحلیل رگرسیون چندگانه. نتایج مطالعه به این نتیجه رسید که: (۱) سودآوری بر اجتناب مالیاتی تاثیر مثبت دارد، (۲) اهرم تاثیر مثبت بر اجتناب مالیاتی دارد.

سوریا و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی تاثیر عملکرد مالی و مالکیت نهادی و ریسک بر پاداش مدیران پرداختند. نتایج این مطالعه نشان می دهد که عملکرد و ریسک شرکت به طور معنی داری بر پاداش اجرایی صنایع بانکی در اندونزی تاثیر می گذارد. در همین حال، مالکیت نهادی تاثیر قابل توجهی بر غرامت اجرایی صنایع بانکی در اندونزی نداشت.

آوسلوس و همکاران (۲۰۲۱) به بررسی حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های لندن پرداختند. نتیجه گیری حاصل از آزمایش تجربی که بر روی ۲۵۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار لندن در سال ۲۰۱۴ انجام شد، نشان دهنده یک رابطه مثبت یا منفی است، اما گاهی اوقات هیچ تاثیری از تاثیر مکانیسم های حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی ندارد.

ال اهدال و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های بورس پرداختند. نتایج نشان داد که مسئولیت پذیری هیئت مدیره و کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت ها که از روش بازده دارایی و کیوتوبین اندازه گیری می شوند، تاثیر اندکی دارد. به طور مشابه، شفافیت و افشاء بر عملکرد شرکت ها که از روش کیوتوبین اندازه گیری می شود، تاثیر منفی اندکی دارد.

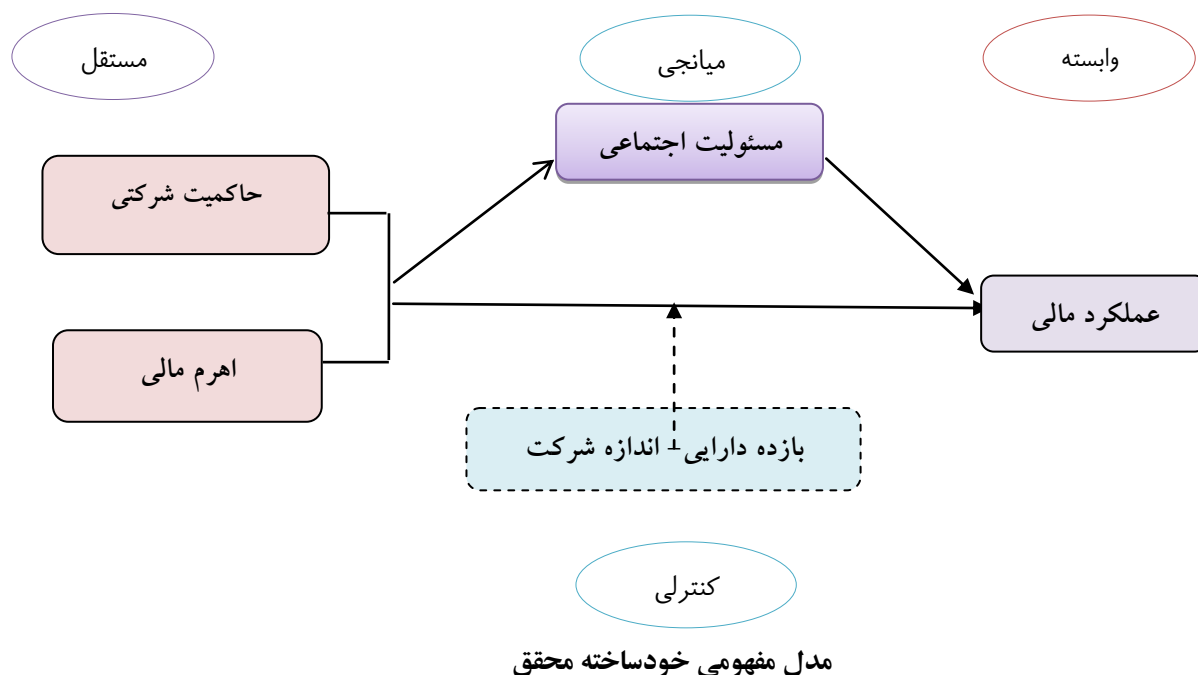
کائو ریس (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین بهداشت کارکنان، کارایی سرمایه گذاری و عملکرد مالی شرکت در ۲۶۸۰ شرکت آمریکایی بین سال های ۱۹۹۵ الی ۲۰۱۵ پرداختند. نتایج بررسی آنان نشان داد که بهبود بهداشت و درمان کارکنان باعث تقویت کارایی سرمایه گذاری و در نتیجه افزایش عملکرد شرکت می شوند. زیرا مهم ترین بخش در هر شرکت و سازمان نیروی انسانی می باشد. همچنین نتایج نشان داد که هیچ یک از بخش های مسئولیت اجتماعی به اندازه بهداشت و درمان نیروی انسانی نمی تواند باعث بهبود کارایی سرمایه گذاری و افزایش سود در شرکت های آمریکایی شود.

۵. روش شناسی تحقیق

قلمرو این تحقیق، که به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) می پردازد، محدوده ی زمانی تحقیق، اطلاعات مالی مربوط به عملکرد سال های مالی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ (دوره زمانی ۷ ساله) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) می پردازد. قلمرو مکانی تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. از آن جهت که شرکت های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران از ویژگی های مشترکی نظیر سهامی بودن شرکت، گذشت حداقل دو سال از تاریخ بهره برداری و تابعیت ایرانی داشتن شرکت

¹ - Cao, Zhangfan and Rees

برخوردار می‌باشند، بنابراین به عنوان جامعه آماری این پژوهش انتخاب شده‌اند. لذا جامعه آماری در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۷ ساله ۱۳۹۹-۱۳۹۳ هست که از این تعداد ۱۳۳ شرکت به نمونه انتخاب شد.



۱-۵ متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل:

اهرم مالی (LEV): منظور از کل بدهی‌ها، مجموع بدهی‌های جاری و بدهی‌های بلند مدت است. به عبارتی کل بدهی در ترازنامه از طریق کسر کردن کل حقوق صاحبان سهام از کل داراییها به دست می‌آید (فکوری و همکاران، ۱۳۹۳). هدف اصلی موسسات بازرگانی حداکثر کردن ثروت سهامداران است. از آنجایی که افزایش ثروت سهامداران از دو راه سود سهام پرداخت شده هر سهم و تغییرات قیمت هر سهم امکان‌پذیر است، لذا ساختار سرمایه مالی مطلوب اهمیت خود را در افزایش ثروت نشان می‌دهد. ساختار سرمایه یک شرکت، ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام است. وظیفه هر مدیر مالی بهینه سازی ساختار دارایی‌ها، بدهی و حقوق صاحبان سهام به منظور حداکثر سازی ثروت سهامداران است (رحمیان ۱۳۸۰).

$$2 \quad \text{اهرم مالی بدهی} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

حاکمیت شرکتی: برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی از دوگانگی وظیفه مدیرعامل استفاده می‌شود. دوگانگی وظیفه مدیرعامل: یک متغیر موهومی و دارای ارزش صفر و یک است. چنانچه مدیرعامل عضوی از اعضای هیات مدیره باشد، مقدار یک و چنانچه مدیرعامل عضو هیات مدیره نباشد، صفر است.

متغیر وابسته

عملکرد مالی: برای اندازه گیری عملکرد مالی از نسبت کیوتوبین (Q-tobin) استفاده می‌کنیم. نسبت کیوتوبین برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری.

متغیر میانجی

مسئولیت پذیری اجتماعی: جدول ۱۲ ابعاد کیفی مسئولیت اجتماعی را نشان می‌دهد؛ این ابعاد شامل محصول، اجتماع، محیط زیست، می‌باشد. همچنین، در این جدول نشانگرهای اجتماعی قوی و نشانگرهای اجتماعی که جای نگرانی دارد نشان داده شده است. برای رتبه بندی شرکت‌های نمونه گزارش های هیات مدیره مورد بررسی قرار گرفت. در واقع برای سنجش متغیر CSR یک شرکت به این صورت عمل می‌کنیم که اگر سازمانی قوت ها و ضعف ها را افشا کرده باشد، به هر یک از آن قوت یا ضعف نمره یک تعلق می‌گیرد و با تفاضل قوت ها از ضعف های مربوطه نمره آن به دست می‌آید. در نهایت با جمع نمره تمام این ابعاد برای CSR یک نمره کلی به دست خواهد آمد.

متغیر کنترلی

بازده داراییها (ROA): این بازده یکی از نسبت‌های سودآوری است که هدف کلی آن اندازه‌گیری میزان توفیق یا ناتوانی موسسه در استفاده از منابع مالی شرکت می‌باشد. هدف خاص محاسبه بازده دارایی، اندازه‌گیری سودآوری کلی دارایی است.

$$ROA = \frac{NI}{Assets}$$

NI: سود خالص
Assets: کل دارایی‌ها

اندازه شرکت (Size):

اندازه شرکت یک عامل تعیین کننده ابتدایی برای تخصیص دارایی ها و پارامترهای مربوط به ریسک و بازده سهام و صندوق های سرمایه گذاری در سهام است. در این تحقیق اندازه شرکت عبارتست از لگاریتم طبیعی جمع کل داراییها.

$$Size_{it} = \ln(Assets_{it-1})$$

۶. یافته‌های پژوهش

مدل اول (۱)

$$Q_{tobin_{it}} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل دوم (۲)

$$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل سوم (۲)

$$Q_{Tobin_{it}} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 CSR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل چهارم (۲)

$$Q_{Tobin_{it}} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل پنجم (۲)

$$Q_{Tobin_{it}} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول تعریف و نحوه اندازه‌گیری متغیرها

ردیف	نام متغیر	نوع متغیر	نحوه اندازه‌گیری
۱	اهرم مالی Lev	مستقل	جمع بدهی‌ها بر کل دارایی‌ها
۲	حاکمیت شرکتی CG	مستقل	چنانچه مدیر عامل عضوی از اعضای هیات مدیره باشد، مقدار یک و چنانچه مدیر عامل عضو هیات مدیره نباشد، صفر است.
۳	عملکرد مالی Qtobin	وابسته	نسبت کیوتوبین برابر است با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری.
۴	مسئولیت‌پذیری اجتماعی CSR	میانجی	جدول ۲ ابعاد کیفی مسئولیت اجتماعی را نشان می‌دهد؛ این ابعاد شامل محصول، اجتماع، محیط زیست، می‌باشد. همچنین، در این جدول نشانگرهای اجتماعی قوی و نشانگرهای اجتماعی که جای نگرانی دارد نشان داده شده است. برای رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه گزارش‌های هیات مدیره مورد بررسی قرار گرفت. در واقع برای سنجش متغیر CSR یک شرکت به این صورت عمل می‌کنیم که اگر سازمانی قوت‌ها و ضعف‌ها را افشا کرده باشد، به هر یک از آن قوت یا ضعف نمره یک تعلق می‌گیرد و با تفاضل قوت‌ها از ضعف‌های مربوطه نمره آن به دست می‌آید. در نهایت با جمع نمره تمام این ابعاد برای CSR یک نمره کلی به دست خواهد آمد.
۵	اندازه شرکت size	کنترلی	لگاریتم طبیعی جمع کل دارایی‌ها
۶	بازده دارایی‌ها (ROA)	کنترلی	درآمد قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی

ابعاد مسئولیت اجتماعی

ابعاد کیفی ESG	نشانگر اجتماعی نقطه قوت	نشانگر اجتماعی نگران‌کننده
محصول	کیفیت نوآوری/تحقیق و توسعه سایر نقاط قوت	ایمنی محصول نگرانی در مورد قرارداد بستن/بازاریابی سایر نگرانی‌ها
اجتماع	کمک به خیریه‌ها خیریه‌های نوآورانه کمک به خیریه‌های بیرون از کشور پشتیبانی از بخش مسکن پشتیبانی از آموزش و پرورش روابط با افراد بومی سایر نقاط قوت	سرمایه‌گذاری‌های مناقشه برانگیز تأثیر اقتصادی منفی روابط با افراد بومی اختلافات مالیاتی سایر نگرانی‌ها
محیط زیست	خدمات و محصولات سودمند جلوگیری از آلودگی باز یافت انرژی پاک ارتباطات املاک، کارخانه‌ها و تجهیزات نقطه قوت سیستم مدیریت سایر نقاط قوت	زباله‌های خطرناک مشکلات قانونی مواد شیمیایی سوراخ‌کننده لایه اوزون سطح شدن حجم زیادی از مواد آلاینده مواد شیمیایی به کار رفته در کشاورزی تغییر اقلیم سایر نگرانی‌ها

در این تحقیق جهت گردآوری اطلاعات موردنیاز از روش کتابخانه ای استفاده می شود. در این رابطه ابتدا با استفاده از اینترنت و شبکه های اطلاعاتی و مراجعه به کتب، مجلات و پایان نامه ها بمنظور جمع آوری ادبیات و پیشینه تحقیق و دستیابی به ساختار کلی تحقیق صورت می پذیرد. همچنین جهت جمع آوری اطلاعات موردنیاز برای آزمون فرضیات، داده های شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از طریق نرم افزار تدبیرپرداز و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. علاوه بر این از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این تحقیق روش داده های پانل می باشد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش که با استفاده از داده های ۱۳۳ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره های زمانی بین سال های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ اندازه گیری شده اند، شامل تعداد مشاهدات، میانگین، انحراف معیار، حداقل، حداکثر، ضریب چولگی و ضریب کشیدگی است که در جدول ۱-۴ ارائه شده است.

جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

پنل - متغیرهای پیوسته									
نام متغیر	نماد	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عملکرد مالی	Q_Tobin	۹۳۱	۲/۲۲۱	۱۰/۷۲۹۴	۱۲/۶۸۹۱	۰/۶۹۷۸	۱/۴۸۲	۲/۸۸۲۲	۷/۳۵۴۱
حاکمیت شرکتی	CG	۹۳۱	۰/۶۱۳۴	۰/۶	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۱۳۵۷	۰/۹۶۹۶	۶/۰۹۹۸
اهرم مالی	LEV	۹۳۱	۰/۵۷۷۴	۰/۵۹۳۵	۱/۵۶۵۶	۰/۰۱۲۷	۰/۲۲۳۲	-۰/۰۱۲۶	۳/۳۸۹۱
مسئولیت پذیری اجتماعی	CSR	۹۳۱	۰/۳۷۶۱	۰/۳۶۸۴	۰/۶۰۵۳	۰/۲۱۰۵	۰/۰۶۰۲	۰/۱۳۷۷	۲/۹۸۹۵
اندازه شرکت	SIZE	۹۳۱	۱۴/۳۱۲۵	۱۴/۱۴۹۴	۱۹/۷۷۳۹	۱۰/۴۹۲۵	۱۰/۴۸۷۲	۰/۸۱۲۱	۴/۴۲۹۱
بازده دارایی ها	ROA	۹۳۱	۰/۱۳۲	۰/۱۱۲۳	۰/۶۲۳۴	-۰/۳۲۶۹	۰/۱۳۶۲	۰/۴۴۴۸	۴/۰۹۳۹

آزمون ریشه واحد، یکی از معمول ترین آزمون هایی است که برای تشخیص مانایی متغیرها مورد استفاده قرار می گیرد که برای این منظور از روش لین و چو (Levin, Lin & Chu) استفاده شده است.

فرض صفر: ریشه واحد وجود دارد و متغیر موردنظر نامانا است.

فرض مقابل: ریشه واحد وجود ندارد و متغیر موردنظر مانا است.

جدول نتایج آزمون مانایی برای متغیرهای مدل ها

متغیر	آماره آزمون	مقدار p*	نتیجه
عملکرد مالی	-۲۱/۴۱۹	۰/۰۰۰	پایا
حاکمیت شرکتی	-۲۵/۵۱۸	۰/۰۰۰	پایا
اهرم مالی	-۲۴۶/۸۴۶	۰/۰۰۰	پایا
مسئولیت پذیری اجتماعی	-۶۵/۸۱۲	۰/۰۰۰	پایا
اندازه شرکت	-۱۷/۸۳۲	۰/۰۰۰	پایا
بازده دارایی ها	-۲۴/۵۲۱	۰/۰۰۰	پایا

*p-value (pq_tobinob)

قبل از تفسیر نتایج جدول ذکر این نکته قابل توجه است که در آزمون ریشه واحد، فرض صفر بیانگر نامانایی متغیرها است. در این صورت چنانچه مقدار p کمتر از سطح معناداری $0/05$ باشد فرض صفر رد خواهد شد. به این ترتیب نتایج حاصل آزمون مانایی برای داده‌های ترکیبی (پانل) در جدول ۴-۲ نشان از مانا بودن تمام متغیرهای مورد مطالعه است. برای نرمال کردن متغیرها از نرم افزار مینی تب با استفاده از تبدیل کاکس باکس استفاده شده. برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای اصلی تحقیق آزمون کلموگروف اسمیرنوف استفاده شده است. نتایج آزمون در جدول زیر آمده است.

جدول آزمون تعیین نرمال بودن متغیرهای اصلی تحقیق

متغیر	آماره کلموگروف-اسمیرنوف	مقدار p^*
عملکرد مالی	۱/۱۶۳	۰/۲۱۲
حاکمیت شرکتی	۰/۹۵۷	۰/۶۱۱
اهرم مالی	۱/۷۵۷	۰/۰۶۱
مسئولیت پذیری اجتماعی	۰/۸۴۸	۰/۷۴۵
اندازه شرکت	۰/۶۵۲	۰/۸۹۲
بازده دارایی‌ها	۰/۴۳۲	۰/۹۹۷

*p-value (significance)

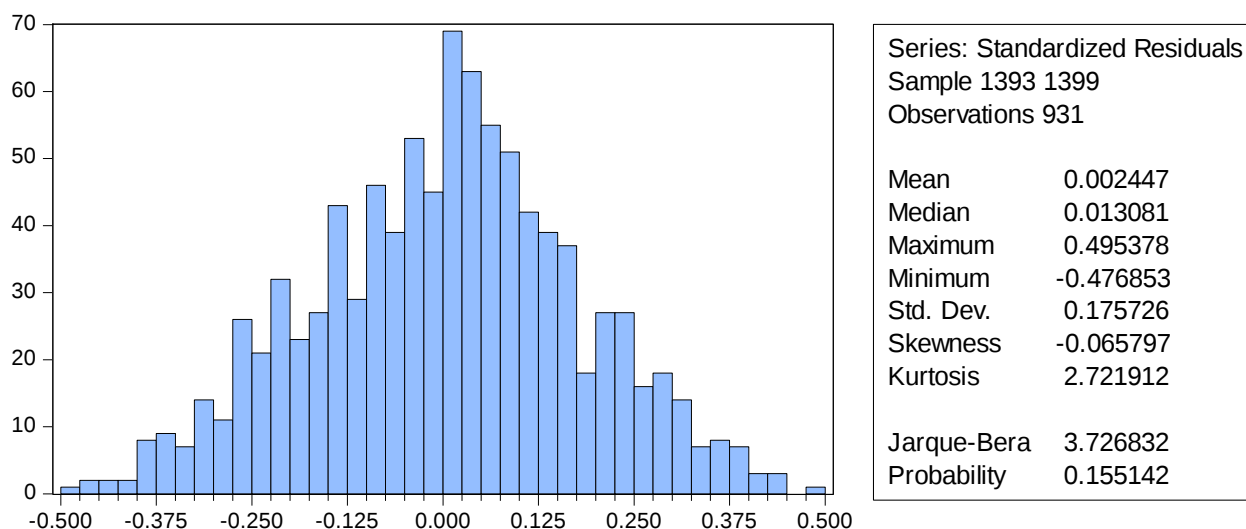
قبل از اینکه نتایج جدول تفسیر شود، ذکر این نکته ضروری است که اگر مقدار p ی متغیرها بیشتر از سطح معناداری $0/05$ باشد نتیجه می‌شود که توزیع آن متغیر نرمال است؛ بنابراین با توجه به این نکته، نتایج خروجی جدول ۴-۳ نشان می‌دهد که مقدار p ی مربوط به آزمون کلموگروف اسمیرنوف در نمرات تمام متغیرها بیشتر از $0/05$ است، بنابراین نتیجه می‌شود که توزیع تمام متغیرها نرمال است.

بررسی نرمال بودن جملات خطا

با توجه به اهمیت نرمال بودن جملات خطا در مدل پژوهش آزمون جارکوبرا استفاده می‌شود:
فرض صفر: جملات خطا نرمال هستند.
فرض مقابل: جملات خطا نرمال نیستند.

جدول نتایج آزمون جارکوبرا

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل اول	۹۳۱	۳/۷۲۷	۰/۱۵۵

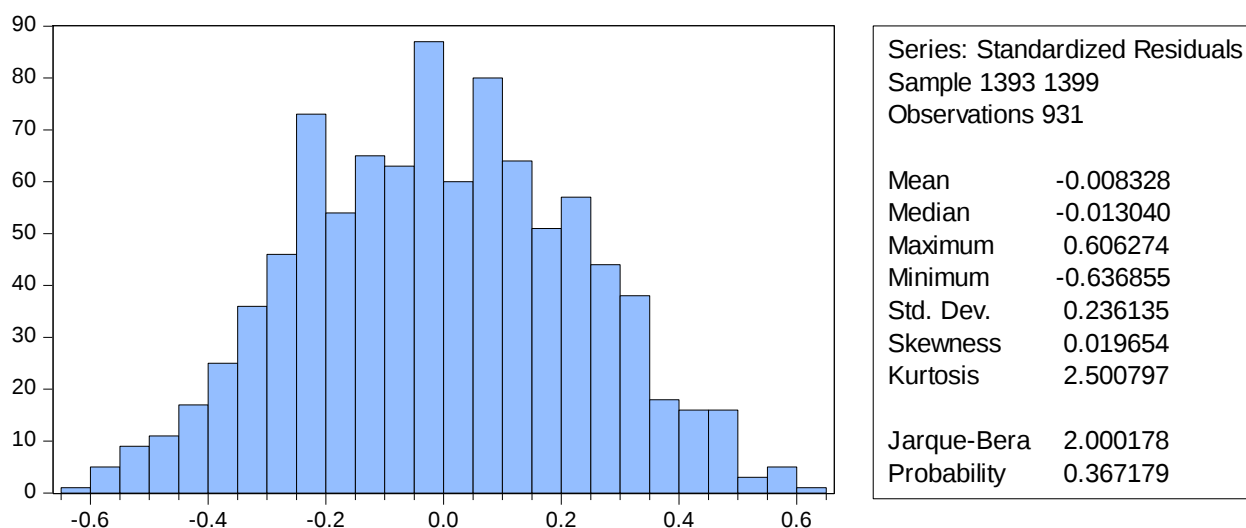


نمودار آزمون جارکویرا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل اول

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا نرمال هستند.

جدول نتایج آزمون جارکویرا مدل دوم

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل دوم	۹۳۱	۲/۰۰۰۲	۰/۳۶۷

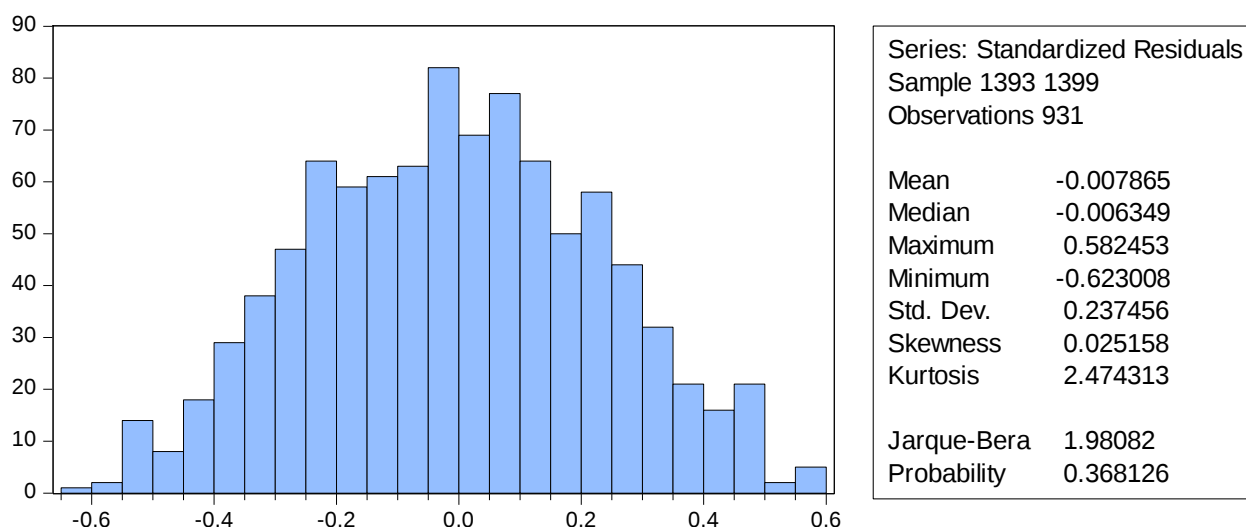


نمودار آزمون جارکویرا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل دوم

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا در مدل دوم نرمال هستند.

جدول نتایج آزمون جارکویرا مدل سوم

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل سوم	۹۳۱	۱/۹۸۱	۰/۳۶۸

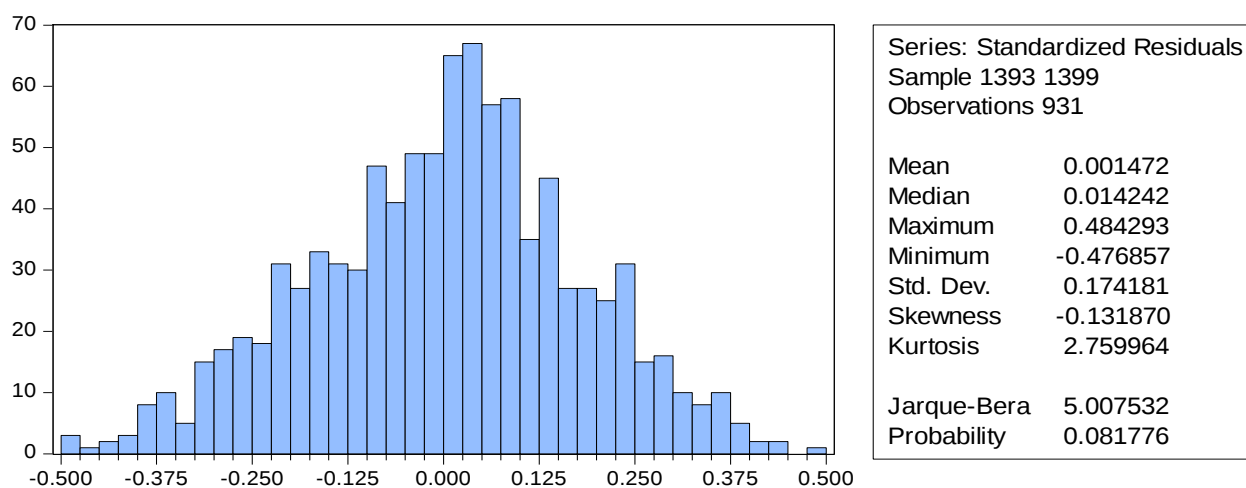


نمودار آزمون جارکو برا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل سوم

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا در مدل سوم نرمال هستند.

جدول نتایج آزمون جارکو برا مدل چهارم

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل چهارم	۹۳۱	۵/۰۰۷	۰/۰۸۲

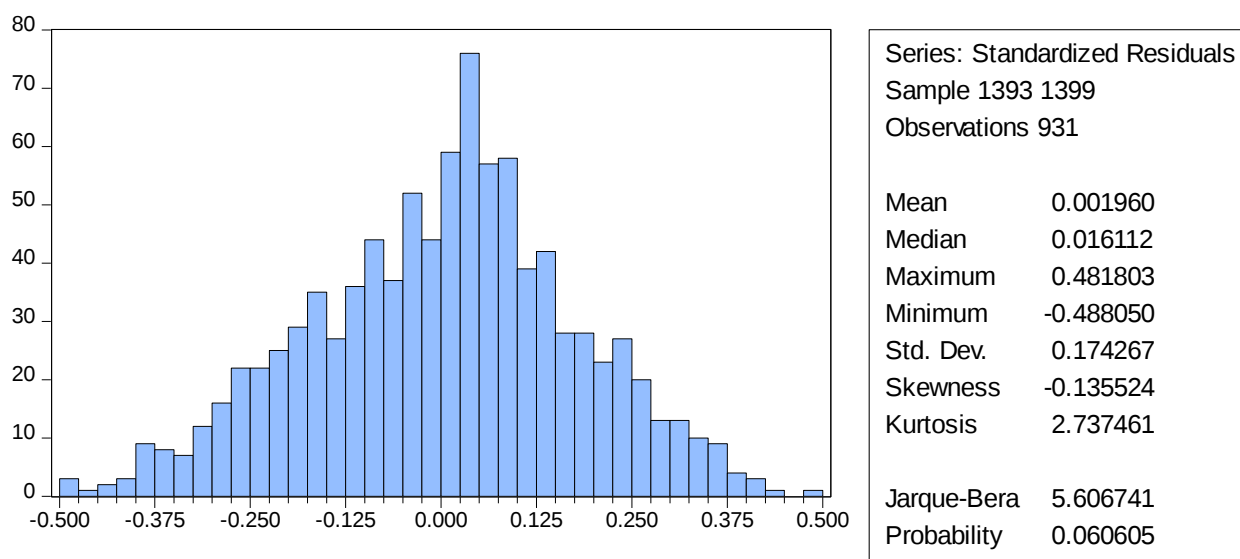


نمودار آزمون جارکو برا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل پنجم

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا نرمال هستند.

جدول نتایج آزمون جارکو برا مدل پنجم

نام متغیر	تعداد	آماره	سطح معناداری
مدل پنجم	۹۳۱	۵/۶۰۶	۰/۰۶۱



نمودار آزمون جارکویرا بررسی نرمال بودن جملات خطا مدل پنجم

در این آزمون فرض بر این است که جملات خطا نرمال نیستند مگر اینکه خلاف آن اثبات شود بنابراین، با توجه به جدول بالا چون سطح معنی داری برای تمام مدل‌های پژوهش بیشتر ۰/۰۵ است لذا فرض صفر برای آن‌ها رد نشده و جملات خطا در مدل دوم نرمال هستند.

عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-گادفری^۱ استفاده شده است که فرضیه‌های آن به شرح زیر است:

H_0 : عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا

H_1 : وجود خودهمبستگی جمله خطا

نتایج حاصل آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-گادفری نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره F، در مدل پژوهش بیشتر ۵٪ می‌باشد بنابراین می‌توان فرض صفر را در مدل تأیید کرد لذا می‌توان گفت که فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل پژوهش برقرار است.

جدول آزمون همبستگی سریالی LM

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری
مدل اول	$F(2, 924)$	۱۷/۹۴۴	۰/۰۰۰
مدل دوم	$F(2, 926)$	۰/۶۲۴	۰/۵۳۶
مدل سوم	$F(2, 923)$	۱۷/۹۸۵	۰/۰۰۰
مدل چهارم	$F(2, 925)$	۱۸/۴۶۵	۰/۰۰۰
مدل پنجم	$F(2, 925)$	۱۹/۲۶۳	۰/۰۰۰

با توجه به جدول مشاهده می‌شود به جزء مدل دوم بقیه مدل‌ها مشکل وجود همبستگی جمله خطا وجود دارد.

اگر مدل با الگوی اثرات ثابت مقطعی برآورد شده باشد، می‌توان آزمون و وولدریج^۱ (۲۰۰۲) برای شناسایی خودهمبستگی سریالی مرتبه اول بهره برد و برای رفع مشکل خودهمبستگی مرتبه اول می‌توان عبارت $AR(1)$ را به مدل افزود. با این حال، اگر مدل با الگوهای اثرات ثابت یا تصادفی زمانی برآورد شده باشد؛ امکان استفاده $AR(1)$ در برآورد مدل نیست و به‌ناچار از وقفه جمله باقیمانده مدل اولیه، استفاده می‌گردد.

ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

یکی دیگر 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 ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول زیر نشان داده شده است.

فرض صفر: وجود همسانی واریانس باقیمانده‌ها.

فرض مقابل: وجود ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها.

جدول آزمون بروش-پاگان-گودفری

نام متغیر	نوع آماره	احتمال آماره	سطح معناداری	نوع آزمون
مدل اول	$F(4,926)$	۸/۹۳۵	۰/۰۰۰	GLS
مدل دوم	$F(2,928)$	۰/۱۷۸	۰/۸۳۷	OLS
مدل سوم	$F(5,925)$	۷/۳۶۲	۰/۰۰۰	GLS
مدل چهارم	$F(3,927)$	۷/۷۴۷	۰/۰۰۰	GLS
مدل پنجم	$F(3,927)$	۱۱/۶۰۰	۰/۰۰۰	GLS

در این آزمون فرض بر ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها است که با توجه به جدول فوق و معنادار بودن مدل‌های پژوهش، به جزء مدل دوم فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل‌های پژوهش پذیرفته نمی‌شود، تمامی این الگو به جزء مدل دوم دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد و نمی‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) است. ولی با توجه به معنادار نبودن مدل دوم پژوهش، فرضیه ما مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل دوم پژوهش پذیرفته می‌شود، الگوی این مدل دارای همسانی واریانس می‌باشد و می‌توان از رگرسیون خطی استفاده نمود و نیاز به استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) نیست.

عدم وجود هم‌خطی بین جملات توضیحی

هم‌خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل است. در صورت وجود هم‌خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم‌خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان‌دهنده عدم وجود هم‌خطی است. نتایج حاصل از این آزمون نشان می‌دهد؛ که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل اول پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۹۹۷۷	۱/۰۰۲۳
اهرم مالی	LEV	۰/۸۰۰۴	۱/۲۴۹۳
اندازه شرکت	SIZE	۰/۹۷۴۳	۱/۰۲۶۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۸۴۷	۱/۲۷۴۴

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل دوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۹۹۹۹	۱/۰۰۰۱
اهرم مالی	LEV	۰/۹۹۹۹	۱/۰۰۰۱

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی در مدل سوم پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۹۹۰۸	۱/۰۰۹۳
اهرم مالی	LEV	۰/۷۹۷۰	۱/۲۵۴۸
مسئولیت‌پذیری اجتماعی	CSR	۰/۹۸۸۵	۱/۰۱۱۷
اندازه شرکت	SIZE	۰/۹۷۴۳	۱/۰۲۶۴
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۸۴۰	۱/۲۷۵۶

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی چهارم در مدل پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۰/۹۹۸۵	۱/۰۰۱۵
اندازه شرکت	SIZE	۰/۹۸۱۰	۱/۰۱۹۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۹۸۰۱	۱/۰۲۰۳

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی پنجم در مدل پژوهش

متغیر	نماد	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
اهرم مالی	LEV	۰/۸۰۱۰	۱/۲۴۸۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۹۷۴۵	۱/۰۲۶۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰/۷۸۶۱	۱/۲۷۲۰

عدم وجود خودهمبستگی جز خطا

این فرض مدل کلاسیک رگرسیون خطی بیان می‌دارد که بین جملات باقیمانده رگرسیون، همبستگی وجود نداشته باشد. برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها از آماره دوربین و اتسون استفاده شده است. اگر مقدار آماره دوربین و اتسون نزدیک به عدد دو باشد، استقلال باقیمانده‌ها پذیرفته می‌شود؛ اما اگر این آماره خارج از محدوده مجاز (۲/۵، ۱/۵) باشد، به‌منظور رفع خودهمبستگی از تکنیک تأخیر (وقفه) زمانی مرتبه اول (AQ_TOBIN(1 استفاده می‌شود. نتایج تخمین مدل‌های پژوهش نشان می‌دهد، میزان این آماره در مدل در محدوده مجاز خود قرار دارند و لذا دلیلی برای رد عدم وجود خودهمبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل‌های مورد استفاده در پژوهش برقرار است.

جدول نتایج حاصل آزمون عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا

مدل پژوهش	نوع آماره	مقدار آماره
مدل اول پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۷۷۹
مدل دوم پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۸۸۶
مدل سوم پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۷۸۰
مدل چهارم پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۴۶۸
مدل پنجم پژوهش	دوربین-واتسون	۱/۷۸۰

آزمون تشخیص مدل (آزمون چاو)^۱

قبل از تخمین مدل‌ها، ابتدا باید مشخص شود که اصولاً نیازی به در نظر گرفتن ساختار پانل داده‌ها (تفاوت‌ها یا اثرات خاص شرکت‌ها) وجود دارد یا این که می‌توان داده‌های مربوط به شرکت‌های مختلف را با استفاده از روش تلفیقی (Pooling) روی هم ریخت و از آن در تخمین مدل استفاده کرد. در تخمین‌های تک معادله‌ای، برای اخذ تصمیم از آماره آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در این آزمون فرض H_0 استفاده از روش داده‌های تلفیقی (Pooling) را در مقابل فرض H_1 یعنی استفاده از روش داده‌های تابلویی (Panel) نشان می‌دهد.

فرض صفر: روش داده‌های تلفیقی (Pooling) مناسب است.

فرض مقابل: روش داده‌های تابلویی (Panel) مناسب است.

جدول نتایج آزمون F لیمر برای مدل اول

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۲/۶۹۰	(۱۳۲،۷۹۴)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در مورد مدل اول رد می‌شود ($p < ۰/۰۵$). این بدان معنی است که نمی‌توان مدل اول را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل اول با استفاده از داده‌های پانل برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

جدول نتایج آزمون F لیمر برای مدل دوم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱/۱۷۵	(۱۳۲،۷۹۶)	۰/۱۰۲	استفاده از داده‌های تلفیقی

همان‌گونه که در جدول مشاهده می‌شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت‌ها در مورد مدل دوم رد نمی‌شود ($p > ۰/۰۵$). این بدان معنی است که می‌توان مدل دوم را با روی هم ریختن داده‌های مربوط به شرکت‌های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه نباید از روش داده‌های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل دوم با استفاده از داده‌های تلفیقی برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می‌شود.

جدول نتایج آزمون F لیمر برای مدل سوم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۲/۶۸۰	(۱۳۲،۷۹۳)	۰/۰۰۰	استفاده از داده‌های تابلویی

¹ Cho

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها در مورد مدل سوم رد می شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی توان مدل سوم را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل سوم با استفاده از داده های پانل برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می شود.

جدول نتایج آزمون F لیمر برای مدل چهارم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۲/۶۹۹	(۱۳۲،۷۹۵)	۰/۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها در مورد مدل چهارم رد می شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی توان مدل سوم را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل چهارم با استفاده از داده های پانل برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می شود.

جدول نتایج آزمون F لیمر برای مدل پنجم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۲/۷۰۷	(۱۳۲،۷۹۵)	۰/۰۰۰	استفاده از داده های تابلویی

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر مبنی بر برابری همه اثرات خاص شرکت ها در مورد مدل پنجم رد می شود ($p < 0/05$). این بدان معنی است که نمی توان مدل پنجم را با روی هم ریختن داده های مربوط به شرکت های مورد مطالعه و به روش Pooling تخمین زد بلکه باید از روش داده های پانل استفاده کرد. به عبارتی کارآمدی برآورد مدل پنجم با استفاده از داده های پانل برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مشخص می شود.

آزمون تشخیص نوع مدل (آزمون هاسمن)

بعد از اینکه با استفاده از آزمون F لیمر نتیجه شد که برای برآورد مدل های مورد نظر باید از روش پانل استفاده کرد در ادامه برای تشخیص اینکه در برآورد مدل های پانل دیتا کدام روش (مدل اثرات ثابت یا مدل اثرات تصادفی) مناسب است، آزمون هاسمن استفاده می شود. در این آزمون، فرض صفر بیانگر مناسب بودن مدل اثرات تصادفی است و رد فرض صفر به منزله کارا تر بودن مدل اثرات ثابت برای تخمین مدل تحقیق است.

فرض صفر: مدل اثرات تصادفی مناسب است.

فرض مقابل: مدل اثرات ثابت مناسب است.

جدول نتایج آزمون هاسمن برای مدل اول

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱۰۷/۵۰۳	۴	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول ۴-۲۳ مشاهده می شود فرض صفر کارا تر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل اول برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول نتایج آزمون هاسمن برای مدل سوم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱۱۴/۶۱۷	۵	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر کارا تر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل سوم برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول نتایج آزمون هاسمن برای مدل چهارم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۹۵/۴۱۵	۳	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر کارا تر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p < 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل چهارم برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول نتایج آزمون هاسمن برای مدل پنجم

آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار p	نتیجه
۱۰۸/۷۱۷	۳	۰/۰۰۰	استفاده از مدل اثرات ثابت

همان گونه که در جدول مشاهده می شود فرض صفر کارا تر بودن مدل اثرات تصادفی برای شرکت های مورد مطالعه رد می شود ($p > 0/05$). به عبارتی نتایج بیانگر تأیید اثرات ثابت در برابر اثرات تصادفی است بنابراین مدل پنجم برای ۱۳۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باید به صورت اثرات ثابت تخمین زده شود.

جدول نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل اول) با روش ثابت با توجه به ناهمسانی

متغیر وابسته: عملکرد مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$Q_tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۱۷,۲۴۲۸	-۴,۷۶۰۷	۰,۰۰۰۰۰	معنادار
حاکمیت شرکتی	CG	۰,۵۰۵۱	۲,۴۷۲۲	۰,۰۱۳۶	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۱,۱۷۱۷	-۵,۰۹۲۴	۰,۰۰۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۱,۲۶۳۹	۵,۱۲۷۴	۰,۰۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی ها	ROA	۳,۷۴۸۱	۶,۵۷۶۱	۰,۰۰۰۰۰	معنادار
آماره دوربین - واتسون	۱/۷۷۹			۰/۰۰۰	
آماره F	۸/۲۱۵				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۵۴				
ضریب تعیین	۰/۶۳۰				

منبع: یافته های پژوهشگر

همان طور که در جدول (۲۸-۴) ملاحظه می شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۶۳۰ است؛ یعنی ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. با توجه به این که آماره دوربین واتسون به دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی

حاکمیت شرکتی می‌توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). همچنین با توجه مقدار منفی ضریب رگرسیونی اهرم مالی می‌توان نتیجه گرفت اهرم مالی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$).

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرهای کنترلی در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند.

مدل دوم پژوهش

۲- حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر مسئولیت اجتماعی تأثیر معناداری دارد.

جدول نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل دوم) با روش تلفیقی

متغیر وابسته: مسئولیت‌پذیری اجتماعی: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$CSR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	۰,۴۱۲۳	۴۲,۴۴۶۲	۰,۰۰۰۰۰	معنادار
حاکمیت شرکتی	CG	۰,۰۴۳۵	۳,۴۸۹۲	۰,۰۰۰۰۵	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۰,۰۱۷۷	-۲,۲۷۰۵	۰,۰۲۳۴	معنادار
آماره دوربین - واتسون	۱/۸۸۶			۰/۰۰۰	
آماره F	۸/۹۷۱				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۰۸				
ضریب تعیین	۰/۴۱۱				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول (۲۹-۴) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۴۱۱ است؛ یعنی ۴۱٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین واتسون انجام می‌گیرد که با توجه به این که آماره به‌دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می‌توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). همچنین با توجه مقدار منفی ضریب رگرسیونی اهرم مالی می‌توان نتیجه گرفت اهرم مالی با مسئولیت‌پذیری اجتماعی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$).

مدل سوم پژوهش

۳- حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

جدول نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل سوم) با روش ثابت با توجه به ناهمسانی

متغیر وابسته: حاکمیت شرکتی: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$Q_Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 CSR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
نتیجه	احتمال	آماره t	ضرایب	نماد	متغیرها
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۴,۷۷۳۴	-۱۷,۰۹۱۵	C	ضریب ثابت
معنادار	۰,۰۱۳۹	۲,۴۶۴۲	۰,۵۰۶۹	CG	حاکمیت شرکتی
معنادار	۰,۰۰۰۰	-۵,۰۷۶۵	-۱,۱۴۹۲	LEV	اهرم مالی
معنادار	۰,۰۰۰۲۷	۳,۰۰۹۴	۰,۰۷۷۲	CSR	مسئولیت پذیری اجتماعی
معنادار	۰,۰۰۰۰	۵,۱۳۸۶	۱,۲۶۷۸	SIZE	اندازه شرکت
معنادار	۰,۰۰۰۰	۶,۶۹۱۸	۳,۷۴۲۸	ROA	بازده دارایی‌ها
	۰/۰۰۰			۱/۷۸۰	آماره دوربین - واتسون
				۸/۱۷۲	آماره F
				۰/۵۵۴	ضریب تعیین تعدیل شده
				۰/۶۳۱	ضریب تعیین

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۶۳۱ است؛ یعنی ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

آماره دوربین واتسون در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می‌توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < ۰/۰۵$). همچنین با توجه مقدار منفی ضریب رگرسیونی اهرم مالی می‌توان نتیجه گرفت اهرم مالی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < ۰/۰۵$). با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی مسئولیت‌پذیری اجتماعی می‌توان نتیجه گرفت مسئولیت‌پذیری اجتماعی با حاکمیت شرکتی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < ۰/۰۵$). فرضیه اول و دوم پژوهش مورد تایید می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرهای کنترلی در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند.

مدل چهارم پژوهش

فرضیه ۳: حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

جدول نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل چهارم) با روش ثابت با توجه به ناهمسانی

متغیر وابسته: عملکرد مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$Q_Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۱۶,۰۴۱۲	-۴,۵۱۸۴	۰,۰۰۰۰	معنادار
حاکمیت شرکتی	CG	۰,۵۲۹۱	۲,۷۰۲	۰,۰۰۰۷	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۱,۲۳۱۶	۵,۰۱۹۱	۰,۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی‌ها	ROA	۳,۱۷۸۶	۶,۷۲۶	۰,۰۰۰۰	معنادار
آماره دوربین-واتسون	۱/۷۶۸			۰/۰۰۰	
آماره F	۹/۰۷۹				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۸۰				
ضریب تعیین	۰/۶۵۱				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۶۵۱ است؛ یعنی ۶۵٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. آماره دوربین واتسون به‌دست‌آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می‌توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < ۰/۰۵$). فرضیه سوم پژوهش مورد تایید می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرهای کنترلی در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند.

مدل پنجم پژوهش

فرضیه ۴: اهرم مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

جدول نتایج بررسی ضرایب جزئی (مدل پنجم) با روش ثابت با توجه به ناهمسانی

متغیر وابسته: عملکرد مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$Q_Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۱۷,۴۳۹۱	-۴,۸۵۳۹	۰,۰۰۰۰	معنادار
اهرم مالی	LEV	-۱,۱۹۱	-۵,۳۰۱۸	۰,۰۰۰۰	معنادار
اندازه شرکت	SIZE	۱,۲۸۸۱	۵,۲۴۷۳	۰,۰۰۰۰	معنادار

متغیر وابسته: عملکرد مالی، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$Q_Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \varepsilon_{it}$					
معنادار	۰,۰۰۰۰	۶,۶۰۸۶	۳,۷۵۳۴	ROA	بازده دارایی‌ها
	۰/۰۰۰			۱/۷۸۰	آماره دوربین-واتسون
				۸/۳۱۴	آماره F
				۰/۵۵۵	ضریب تعیین تعدیل شده
				۰/۶۳۱	ضریب تعیین

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همان‌طور که در جدول ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است. در این مدل، ضریب تعیین برابر با ۰/۶۳۱ است؛ یعنی ۶۳٪ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است. با توجه به این که آماره به‌دست آمده در دامنه ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است. با توجه مقدار منفی ضریب رگرسیونی اهرم مالی می‌توان نتیجه گرفت اهرم مالی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < ۰/۰۵$). فرضیه اول پژوهش مورد تایید می‌باشد. نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی متغیرهای کنترلی در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی‌ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه پژوهش

در این پژوهش به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران) تدوین شده است. نتایج حاصل آزمون فرضیه پژوهش به شرح جدول بیان شده است.

جدول نتایج فرضیه‌ها

عنوان فرضیه	نتیجه	نوع تأثیر
حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری دارد.	عدم رد فرضیه	منفی
حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر مسئولیت اجتماعی شرکت تأثیر معناداری دارد.	عدم رد فرضیه	مثبت/منفی
حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد	عدم رد فرضیه	مثبت
اهرم مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد	عدم رد فرضیه	منفی

۷. نتیجه گیری

فرضیه اول این پژوهش بیان کننده تأثیر حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری است. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می‌توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد. همچنین با توجه مقدار منفی ضریب رگرسیونی اهرم مالی می‌توان نتیجه گرفت اهرم مالی با عملکرد مالی، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج این پژوهش با نتایج امیری و همکاران (۱۳۹۹)، سروار و همکاران (۲۰۲۲) و مهندرا و همکاران (۲۰۲۲) همسو می باشد.

براساس فرضیه دوم حاکمیت شرکتی و اهرم مالی بر مسئولیت اجتماعی تأثیر معناداری دارد. با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با مسئولیت پذیری اجتماعی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد. نتایج این پژوهش با نتایج خسروی و همکاران (۱۴۰۰)، برخاس و همکاران (۱۴۰۰) و سروار و همکاران (۲۰۲۲) همسو می باشد.

فرضیه سوم تأثیر حاکمیت شرکتی، اهرم مالی و مسئولیت اجتماعی بر عملکرد مالی را مورد بررسی قرار می دهد. براساس نتایج حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند. روند کنونی جهانی شدن و تقاضای روزافزون ذینفعان از شرکتها برای پذیرش مسئولیت های اجتماعی، شرکتها را به درگیر شدن در مسئولیت اجتماعی تشویق می کند. در نتیجه جهانی شدن، شرکتها در کشورهای در حال توسعه مایل به حرکت به سوی بازارهای جهانی می باشند. از این رو به منظور مقبولیت در بازارهای جهانی، مجبورند نشان دهند که در حال انجام مسئولیت های اجتماعی هستند (صالح و همکاران، ۲۰۱۱).

فرضیه ۳: حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد.

با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی حاکمیت شرکتی می توان نتیجه گرفت حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). فرضیه سوم پژوهش مورد تایید می باشد. نتایج نشان می دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد یعنی متغیرهای کنترلی در مدل معنی دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند. نتایج این پژوهش با نتایج خسروی و همکاران (۱۴۰۰)، امیری و همکاران (۱۳۹۹) و سروار و همکاران (۲۰۲۲) همسو می باشد.

در ادامه نتایج نشان داد اهرم مالی با عملکرد مالی، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می دهد که اندازه شرکت و بازده دارایی ها تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارند. دلایل استفاده از اهرم مالی ممکن است برای افراد و شرکت های مختلف متفاوت باشد. شرکت ها ممکن است بخواهند دارایی و تجهیزاتی را برای افزایش ارزش سهامداران خریداری کنند، اما سرمایه گذاران فردی ممکن است از اهرم های مالی برای افزایش بازده سرمایه گذاری خود استفاده کنند. در هر صورت، اگر ارزش دارایی افزایش یابد و نرخ بهره وام کمتر از نرخ افزایش ارزش دارایی باشد، صاحب آن دارایی بازده بیشتری دریافت خواهد کرد. با این حال، اگر ارزش دارایی کاهش یابد، به این معنی است که مالک ضرر مالی بیشتری متقبل خواهد شد. شرکت ها از ترکیبی از حقوق صاحبان سهام و بدهی برای تامین مالی عملیات های تجاری خود استفاده می کنند، اما برای حفظ رشد سود باید نرخ بازدهی بالاتری نسبت به نرخ بهره وام های خود ایجاد کنند. در عین حال، شرکت ها باید تمایل به استقراض و حفظ حاشیه سود عالی داشته باشند. نتایج این پژوهش با نتایج برزگر و همکاران (۱۴۰۰)، امیری و همکاران (۱۳۹۹) و سروار و همکاران (۲۰۲۲) همسو می باشد.

منابع

۱. ایران نژاد پاریزی، م. توسلی، س. (۱۳۸۹) مسئولیت اجتماعی و مدیریت سبز، پژوهش نامه شماره ۶۲ مسئولیت اجتماعی، معاونت پژوهش های فرهنگی و اجتماعی، نشر پژوهشکده تحقیقات کاربردی.
۲. پارسایان، ع. (۱۳۸۶) حسابداری صنعتی با تأکید بر مسائل مدیریتی، جلد سوم، انتشارات ترمه.
۳. جهانخانی، ع. سجادی، ا. (۱۳۷۴) کاربرد مفهوم ارزش افزوده اقتصاد در تصمیمات مالی، فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۵ و ۶.
۴. جهانخانی، ع. ظریف فرد، احمد، (۱۳۷۴) آیا مدیران و سهام داران از معیارهای مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند. "فصلنامه علمی و پژوهشی تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۷ و ۸.
۵. چاوش باشی، فرزانه. (۱۳۸۹) درآمدی بر مسئولیت اجتماعی در سطح سازمان. "پژوهش نامه شماره ۶۲ مسئولیت اجتماعی، معاونت پژوهش های فرهنگی و اجتماعی، نشر پژوهشکده تحقیقات راهبردی.
۶. خلیلی عراقی، مریم و یقین لو، مهرانگیز. (۱۳۸۳) سایه روشن هایی از مسئولیت پذیری، مسئولیت اجتماعی شرکت ها. "ماهنامه تدبیر، سال ۱۵، شماره ۱۱۹، ص ۶۶.
۷. سرمد، زهره، بازرگان، عباس، حجازی، الهه، (۱۳۸۱)، "روشهای تحقیق در علوم رفتاری"، تهران انتشارات آگاه ۰ چاپ پنجم.
۸. شباهنگ، رضا. (۱۳۹۱) حسابداری مدیریت، جلد اول، انتشارات سازمان حسابرسی، چاپ بیست و دوم.
۹. صالحی، عبدالعلی، (۱۳۸۱) تأثیر وجود همبستگی بین Q ساده ترین وسایر نسخه های Q در ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس تهران. "پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
۱۰. علی خانی کشکک، راضیه. (۱۳۸۹) ارزیابی کمیت و ماهیت افشای اطلاعات زیست محیطی و اجتماعی و
۱۱. رابطه آن با برخی خصوصیات شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. "پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه علوم و تحقیقات تهران.
۱۲. فقهی نجف آبادی، محمود. (۱۳۸۸) ارزیابی عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با رویکرد نسبت Q توین به نسبت P/E پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس تهران.
۱۳. کاوسی، اسماعیل و چاوش باشی، فرزانه. (۱۳۸۹) طراحی استراتژی پایدار در راستای ایجاد مسئولیت پذیری اجتماعی. "پژوهش نامه شماره ۶۲ مسئولیت اجتماعی، معاونت پژوهش های فرهنگی و اجتماعی، نشر پژوهشکده تحقیقات راهبردی.

۱۴. مسعودی، زهرا". (۱۳۹۱) (بررسی تأثیر شفافیت سازمانی بر عملکرد سازمان) (مورد مطالعه: صنعت مواد غذایی). پایان نامه کارشناسی ارشد، رشته مدیریت دولتی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس تهران.
۱۵. مدرس، احمد و عبدالله زاده، فرهاد". (۱۳۸۴) (مدیریت مالی). جلد اول، انتشارات شرکت چاپ و نشر بازگانی.
۱۶. نیکومرام، هاشم و فیض آبادی، بهنام". (۱۳۸۹) (مسئولیت اجتماعی از دیدگاه اسلام). "گروه پژوهشهای فرهنگی و اجتماعی، پژوهش شماره ۳
۱۷. محمود آبادی، حمید، و زمانی، زینب. (۱۳۹۵) (بررسی رابطه بین ریسکپذیری شرکت و عملکرد مالی با تاکید بر سازوکارهای راهبری شرکتی، مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۱۷۱.۱۴۱
۱۸. موسوی، سید احمد؛ رضایی، فرزین و شاه ویسی، فرهاد. (۱۳۹۵) (تبیین ایفای مسئولیت پذیری اجتماعی، شرکت ها و تأثیر آن بر ریسک سقوط قیمت سهام. مجله علمی پژوهشی دانش حسابداری مالی، دوره ۳، ۷۴-۴۷، شماره ۳، پاییز ۱۳۹۵
۱۹. نیکومرام، هاشم و بنی مهد، بهمن". (۱۳۸۸) (تئوری حسابداری مالی) (مقدمه ای بر تئوری های توصیفی). انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات، چاپ اول.
۲۰. نمازی، م. و شیرزاد، ج. (۱۳۸۴) (بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکتهای پذیرفته شده در بورس -۹۵: ۴۲) (۱۲). اوراق بهادار تهران. بررسیهای حسابداری و حسابرسی، ۷
21. Aber J. (2106). The Effect of Capital Structure on Profitability. journal of Risk Finance 6, pp:438-445.
22. Abou-El-Sood, H,. (2108) "Corporate governance structure and capital adequacy: implications to bank risk taking", International Journal of Managerial Finance, Vol. 03 Issue: 2, pp.065- 085, doi:0110018/IJMF-14-2106-1178
23. Aribi, A., & Gao, S. (2101). Corporate social responsibility disclosure. Journal of Financial Reporting and Accounting, 8(2), 72-90.
24. Azizul Islam, M. (2119). Social and Environmental Reporting Practices Organizations Operating in, or Sourcing Products from, a Developing Country: Evidence from Bangladesh. University of Dhaka.
25. Amran, A. & Devi, S. S., (2118), "The impact of government and foreign affiliate influence on corporate social reporting: The case of Malaysia", Managerial Auditing Journal, Vol. 23, No. 4, PP. 386-414.
26. Adam, C.A. (2112), "Internal Organizational Factors Influencing Corporate Social and Ethical Reporting: Beyond Current Theorising", Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 05, No. 2
27. Bushman, Robert, Piotroski, Joseph and Smith Abble. (2110). "What determines corporate transparency?" University of North Carolina, University of Chicago and Harvard Business School.

28. Cho, CH. H., Guidry, R. P., Hageman, A. M., & Patten, D. M. (2102). Do actions speak louder than words? An empirical investigation of corporate environmental reputation. *Accounting, Organizations and Society*, 37, 04–25.
29. Campbell, D. Craven, B. and P. Shrivess, (2113). "Voluntary social Reporting in three FTSE sectors : A comment on perception and legitimacy", *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, Vol. 06, NO. 4, pp. 558-580.
30. Cormier, D. & Gordon, I. M., (2110), "An examination of social and environmental reporting strategies", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 04, No. 5, PP. 587–606.
31. Deegan, C. and Gordon, B. (0996), "A study of the environmental disclosure practices of Australian corporations", *Accounting and Business Research*, Vol. 26 No. 3, pp. 087-99.
32. Eljido-Ten, E., Kloot, L., & Clarkson, P. (2101). Extending the application of stakeholder influence strategies to environmental disclosures: An exploratory study from a developing country. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 23(8), 0132–0159.
33. Guidry, R. P. and Patten, D. M., (2102), "Voluntary disclosure theory and Financial control variables: An assessment of recent environmental disclosure research", *Accounting Forum*, Vol. 36, PP. 80– 91.
۳۴. Gray, R. (2116). Social, environmental and sustainability reporting and organizational value creation. Whose value? Whose creation? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35. 09(6), 793–809.

The effect of corporate governance and financial leverage on financial performance considering the mediating role of corporate social responsibility (evidence from Tehran Stock Exchange)

Hassan Ahmadi¹
Somayeh Khavar^{*2}
Mozhgan Jafari³
Neda Zamyar⁴

Abstract

The purpose of this research is to investigate the impact of corporate governance and financial leverage on financial performance with regard to the mediating role of corporate social responsibility. The statistical population under investigation is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange in the period from 2013 to 2019, after collecting the data required for the research, choosing the appropriate tool for calculating and analyzing information from descriptive, inferential statistics, multivariate regression method and the panel data used. Excel and EViews software were used in order to conduct calculations. The findings of the research show that corporate governance and financial leverage, considering the mediating role of corporate social responsibility, have a negative and significant effect on financial performance. Also, corporate governance and financial leverage have a significant positive effect on corporate social responsibility. Another result is that corporate governance also has a positive effect on financial performance, but financial leverage has a negative effect on this variable.

Keywords

corporate governance, financial leverage, financial performance, corporate social responsibility, panel regression

1. Assistant Professor of Accounting Department, Kherd Bushehr Non-Profit Higher Education Institute, Bushehr, Iran (Responsible Author) (Ahmadihassan80@yahoo.com)

2. Master of Financial Management,, Kherd Bushehr Institute of Higher Education, Bushehr, Iran

3. Master of Financial Management,, Kherd Bushehr Institute of Higher Education, Bushehr, Iran.mojgan.jafari563@gmail.com

4. Master of Financial Management,, Kherd Bushehr Institute of Higher Education, Bushehr, Iran. Nedaazamyar@gmail.com