

## رابطه بین ساز و کارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت

فاطمه یلمه<sup>۱</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۰۴/۱۶

### چکیده

در یک نگاه کلی نظام راهبری شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کنند. به بیان دیگر، نظام راهبری شرکتی شامل همه ساز و کارها و قیودی است که این اطمینان را فراهم می‌کند که دارایی‌های شرکت به صورت 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 راهبری شرکتی مؤثر و کارا باعث می‌گردد منافع مدیران و مالکان در یک راستا قرار گیرد، عملکرد عملیاتی شرکت بهبود یابد و شرکت‌ها رشد و گسترش یابند. هدف این پژوهش بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکت و ارزشیابی شرکت است. در راستای هدف پژوهش، پنج فرضیه تدوین شد. جهت آزمون این پنج فرضیه با استفاده از روش حذف سامانمند، نمونه‌ای متشکل از ۱۰۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۸ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه هیئت مدیره، درصد مالکیت سهامداران عمده، درصد مالکیت سهامداران نهادی، مدیران غیرموظف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان داد که بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

### واژگان کلیدی

ارزش شرکت، اندازه هیئت مدیره، سهامداران عمده، سهامداران نهادی، اهرم مالی، مدیران غیرموظف.

<sup>۱</sup> مربی حق التدریس

## ۱. مقدمه

پایه و اساس مطالعات راهبری شرکتی، تئوری نمایندگی است و مسایل نمایندگی نیز ناشی از مجزاسازی مالکیت از کنترل می‌باشد. فرض تئوری نمایندگی بر این است که بین منافع سهام‌داران و مدیریت یک تعارض بالقوه وجود دارد و مدیران به دنبال کسب حداکثر منافع خود از طریق سهام‌داران شرکت هستند، که این منافع ممکن است در تضاد با منافع سهام‌داران باشد (ولی پور و همکاران، ۱۳۹۲). در روابط نمایندگی، هدف مالکان حداکثرسازی ثروت است و به منظور دستیابی به این هدف بر کار نماینده نظارت می‌کنند و عملکرد او را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (نمازی و کرمانی، ۱۳۸۷). در این صورت، این موضوع مطرح می‌شود که متفاوت بودن سازوکارهای راهبری شرکتی و ساختار مالکیت شرکت‌ها می‌تواند بر ارزش شرکت تأثیر گذار باشد؟ با توجه به اینکه مالکان شرکت را گروه‌های مختلفی، مانند دولت، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های دیگر تشکیل می‌دهند، عملکرد و ارزش شرکت ممکن است متفاوت باشد، و وجود هر کدام از این ترکیب‌های متفاوت مالکیت، ممکن است در بهبود ارزش شرکت مؤثرتر باشد. با توجه به مطالب اهمیت این موضوع و تأثیری که سازوکارهای راهبری شرکت می‌تواند بر ارزش شرکت با ساختارهای متفاوت مالکیت داشته باشد، لذا با دستیابی به این رابطه می‌توان به منظور بهبود عملکرد و ارزش شرکت، اقدامات مناسب‌تری را به عمل آورد.

## ۲. مبانی نظری و ادبیات پژوهش

با افزایش رقابت جهانی، واحدهای تجاری برای اینکه در عرصه رقابت باقی بمانند تلاش را به خلق ارزش برای سهام‌دار معطوف کرده‌اند. بر این اساس برای واحدهای تجاری مهم است تا ارزشی را که برای سهام‌دارانشان ایجاد می‌کنند، اندازه‌گیری نمایند. حفظ توالی ارزش ایجاد شده سال به سال، واحدهای تجاری را قادر می‌سازد تا تصمیمات گذشته را ارزیابی و تصمیماتی را اتخاذ کنند که خلق ارزش برای سهام‌دار را بهبود بخشد. راهبری شرکتی عبارت از فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت مطابق با منافع سهام‌داران است (پارکینسون<sup>۱</sup>، ۱۹۹۴). راهبری شرکتی به عنوان یک محرک عملکرد واحد تجاری و یک معیار حیاتی برای ارزشیابی واحد تجاری و تضمینی برای اعتبار گزارش‌های مالی و حسابداری تعبیر شده است. بنابراین راهبری شرکتی می‌تواند هم اطلاعات حسابداری و هم ارزش بازار را تحت تأثیر قرار دهد (حساس یگانه و مولودی، ۱۳۹۰). تداوم شدید بحث‌های عمومی (فریمن و لیندسای<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲؛ لین و لیو<sup>۳</sup>، ۲۰۱۲) و دانشگاهی (چن و النجار<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲؛ ریواس<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲) در مورد ساختار هیئت مدیره حامل شواهدی برای این دیدگاه می‌باشد که امکان دارد اندازه هیئت مدیره ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. در واقع، یک توافق جامع تئوریک وجود دارد که نشان می‌دهد هیئت مدیره شرکت‌ها نقش مهمی را در راهبری شرکتی ایفا می‌کنند. در مقابل، شواهد تجربی در مورد رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت ترکیب شده است و حتی یک گروه از شواهد گزارش کرده‌اند که اندازه‌های بزرگ هیئت مدیره تأثیر منفی بر ارزش گذاری شرکت‌ها دارد. با این حال، یک سری از مسائل انتقادی با توجه به نتایج مطالعات قبلی افزایش یافته است (انتیم<sup>۶</sup>، ۲۰۱۴).

1. Parkinson
2. Freeman & Lindsay
3. Lin and Liu
4. Chen & Al-Najjar
5. Rivas
6. Ntim

اکثر روابط منفی شناسایی شده بین اندازه هیئت مدیره و ارزش گذاری شرکت به تئوری نمایندگی نسبت داده شده اند، که نشان می دهد هیئت مدیره های با اندازه بزرگ تمایل دارند تا با ارتباطات، نظارت و تصمیم گیری های ضعیف مرتبط شوند (گوست<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹). با این حال هیئت مدیره شرکت ها نه تنها برای مدیریت مشاوره، انضباط و نظارت (نقش های نمایندگی) فراهم می کنند (چن و یو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۲)، بلکه خدمات انتقادی و حمایت های مالی نیز فراهم می کنند (کیل و نیکولسون<sup>۹</sup>، ۲۰۰۳). احتمالاً، در بازارهای در حال ظهور با محتوای سازمانی، ساختار حقوقی و راهبری شرکتی متفاوت، امکان دارد نقش هیئت مدیره شرکت ها متفاوت باشد و در نتیجه رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش گذاری شرکت نیز می تواند با آنچه در بازارهای توسعه یافته گزارش شده متفاوت باشد. در حقیقت، تحقیقات قبلی نشان می دهند که هیئت مدیره شرکت ها در بازارهای در حال ظهور عموماً یک نقش ضعیف نظارتی را اجرا می کنند (کومار<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۶؛ هنری<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۸؛ النجار<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۳). بدین لحاظ، بررسی رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش گذاری شرکت ها در بازارهای در حال ظهور که شواهد تجربی آشکار اندکی وجود دارد (مانجینا و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۲).

دیدگاه ارائه شده توسط گوست (۲۰۰۹) نشان می دهد که هیئت مدیره های با اندازه بزرگ نسبت به هیئت مدیره های با اندازه کوچک برای اجرای اثربخش نقش های نمایندگی و منابع مستقل بهتر منصوب می شوند. ابتدا، هیئت مدیره های با اندازه بزرگ به داشتن تعداد بیشتر سهام داران خارجی و مدیران غیر اجرایی که مستقل تر و برای اجرای موثر نقش های نظارت، مشاوره و انضباط منصوب می شوند، تمایل دارند. دوم، هیئت مدیره های با اندازه بزرگ با تجارب، نظرات و مهارت های متنوع تری مرتبط هستند و همچنین برای حفظ منابع حیاتی از جمله قراردادهای تجاری پاسخگویی بهتری را اعمال می کنند (انتیم و همکاران، ۲۰۱۵). دیدگاه تئوریک غالب و متناقض توسط جنسن<sup>۱۴</sup> (۱۹۹۳) نشان می دهد که هیئت مدیره های با اندازه کوچکتر امکان دارد برای ارزش گذاری شرکت ها موثرتر واقع شوند. ابتدا، هیئت مدیره های با اندازه بزرگ نسبت به هیئت مدیره های با اندازه کوچکتر معمولاً منابع مالی و غیر مالی بیشتری را در غالب پاداش و مزایا مصرف می کنند (جنسن و میکلینگ<sup>۱۵</sup>، ۱۹۷۶). دوم، جنسن (۱۹۹۳) بیان می کند که هیئت مدیره ای که به سمت بزرگتر شدن حرکت می کند، نه تنها ارتباطات و هماهنگی ها را مشکل تر می کند بلکه کنترل های نسبتاً راحت تری توسط مدیران ارشد اجرایی به علت افزایش کوتاهی ها و قصور مدیران اعمال می شود.

سرمایه گذاران نهادی که مقدار زیادی از سهام شرکت را در مالکیت خود دارند، می دانند که واگذاری سهم شان زیان بار، هزینه بر و مشکل است. لذا سعی می کنند از طریق بهبود راهبری شرکت وضعیت آن شرکت را بهبود بخشند. زیرا شرکت هایی با راهبری شرکتی بهتر ارزش و عملکرد بهتری دارند (بوشی و همکاران<sup>۱۶</sup>، ۲۰۰۸). سهام داران عمده نیز تلاش مهمی در راهبری شرکتی بازی می کنند. به همین دلیل حضور چنین سهام دارانی و هلدینگ های آنان معمولاً به عنوان یک متغیر توضیحی در تحقیقات مالی استفاده می شود. اگر چه این فرض در کتاب شناسی وجود دارد که

7. Guest

8. Chen &amp; Yu

9. Kiel &amp; Nicholson

10. Kumar

11. Henry

12. Al-Najjar

13. Mangena et al

14. Jensen

15. Jensen &amp; Meckling

16. Bushee et al

سهامداران بزرگ قدرت بیشتر و انگیزه قوی‌تری برای حداکثر کردن ارزش سهام‌دار دارند، اما رابطه نظری میان سهام‌داران بزرگ و ارزش موسسه مبهم است. مالکیت عمده بالاتر از سطح مشخص ممکن است منجر به حفاظت مدیران مالک و در نتیجه سلب مالکیت از سهام‌داران خرد شود (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۱).

امروزه درجه بندی شرکت‌ها از لحاظ اعتباری تا حدود زیادی به اهرم مالی آنان وابسته است و در واقع مبنای تولید و ارائه خدمات، به نحوه تأمین و مصرف وجوه مالی مربوط می‌شود (اسمیت و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۸). اهرم مالی در موارد بسیاری به عنوان شاخصی از وضعیت مالی شرکت به کار گرفته شده و تحلیل گران مالی، هیچ گاه از اهمیت آن غافل نشده‌اند (توکل نیا و تیرگری، ۱۳۹۳). حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها مستلزم اجرای پروژه‌های سودآور توسط آنها می‌باشد. اجرای پروژه‌های سودآور نیز مستلزم تأمین مالی می‌باشد. استراتژی‌های موجود برای تأمین مخارج سرمایه‌ای بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثرگذار می‌باشد. انتخاب نوع تأمین مالی اعم از انتشار سهام جدید یا انتشار اوراق قرضه یا گرفتن وام بر ساختار مطلوب سرمایه و ساختار سرمایه نیز بر ارزش کل شرکت تأثیر می‌گذارد. برای بهینه کردن ساختار سرمایه شرکت‌ها درک و شناخت منابع مختلف مالی آنها و هزینه‌هایی که برای تأمین مالی مختلف متحمل می‌شوند، برای مدیران مالی شرکت‌ها به منظور تصمیم‌گیری درباره تأمین مالی جهت حداکثرسازی ارزش شرکت از اهمیت خاصی برخوردار است (مهرانی و رسائیان، ۱۳۸۶).

اعضای غیر مؤلف هیأت مدیره از طریق نظارت بر مدیران مؤلف بر روی تصمیمات آنان نظارت دارند. در نتیجه ترکیب هیأت مدیره می‌تواند بر عملکرد مالی شرکت‌ها اثر گذار باشد. در صورتی که اکثریت اعضای هیأت مدیره را مدیران مستقل غیر مؤلف تشکیل دهد، هیأت مدیره از کارایی بیش‌تری برخوردار خواهد بود. تئوری نمایندگی برای افزایش استقلال هیأت مدیره از مدیریت، از این ایده پشتیبانی می‌کند که هیأت مدیره می‌بایست تحت اختیار مدیران بیرونی (غیر اجرایی) باشد. زیرا رفتارهای فرصت طلبانه مدیریت باید توسط مدیران غیر اجرایی شرکت تحت کنترل و نظارت باشد. وجود چنین مدیرانی می‌تواند کیفیت تصمیمات مدیریت را تحت تأثیر قرار داده و راهکارهای مناسب که باید توسط مدیریت انجام شود تا عملکرد شرکت بهبود یابد را در اختیار وی قرار دهد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۸).

با توجه به نتایج متفاوت پژوهش‌های پیشین و با در نظر گرفتن پیشینه تحقیق و ارتباط مثبت و یا منفی که می‌تواند بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش گذاری شرکت وجود داشته باشد، همچنین با در نظر گرفتن تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی این سؤال مطرح می‌گردد که آیا رابطه‌ای بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ارزش گذاری شرکت‌ها وجود دارد؟

## ۲-۱. پیشینه پژوهش

کارلینا و لاکو<sup>۱۸</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان "تأثیر عملکرد مالی، ریسک مالی، نقدینگی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت"، به بررسی تأثیر عملکرد مالی، ریسک مالی، نقدینگی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در دوره جاری و آتی در بازه زمانی ۲۰۱۰-۲۰۱۵ در ۵۴ شرکت پرداخته‌اند. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها، تحلیل رگرسیون خطی چندگانه است. نتایج نشان می‌دهد که عملکرد مالی در دوره جاری و آتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد. با این حال، ریسک مالی و نقدینگی در دوره جاری و آتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارند، اما تأثیر آن از نظر آماری معنی‌دار نیست. حاکمیت

17. Smaith et al

18. Karlina & Lako

شرکتی تأثیر متفاوتی بر ارزش شرکت در دوره جاری و آتی نشان می دهد که در آن تأثیر منفی در دوره جاری اما تأثیر مثبت در دوره آتی را نشان می دهد. به طور کلی نتایج حاکی از آن است که عملکرد مالی عامل اصلی افزایش ارزش شرکت است.

آلفاتان و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "چگونه ساختار هیئت مدیره بر عملکرد شرکت در انگلستان تأثیر می - گذارد؟"، به بررسی تأثیر ساختار هیئت مدیره بر عملکرد شرکت پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی ۲۰۱۲-۲۰۱۵ و با استفاده از مشاهدات ۱۰۰ شرکت انجام شده است. نتایج نشان داد که همبستگی مثبتی بین اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره با کیوتوبین وجود دارد.

سوارنا و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "اثرات تعدیل کننده اهرم های مالی و سیاست های توزیع سود بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ها در بورس اوراق بهادار اندونزی"، به بررسی اثرات تعدیل کننده اهرم های مالی و سیاست های توزیع سود بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت ها با استفاده از داده های ۱۸۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اندونزی پرداختند. نتایج نشان داد که اهرم های مالی اثرات تعدیل کننده ای نداشته اند، در حالی که سیاست های تقسیم سود اثرات تعدیل کننده ای را داشته اند.

آریفین<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "تأثیر نظام راهبری، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت"، به بررسی تأثیر مستقیم و غیرمستقیم نظام راهبری، اهرم مالی و سیاست تقسیم سود بر ارزش شرکت در کشور اندونزی پرداختند. نمونه آماری پژوهش شامل ۱۸۱ شرکت می باشد که در سال ۲۰۱۴ با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. یافته های حاصل از پژوهش مؤید آن است که نظام راهبری تأثیر مثبتی بر اهرم مالی، سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت دارد. همچنین اهرم مالی تأثیر منفی بر سیاست تقسیم سود و ارزش شرکت دارد و سیاست تقسیم سود نیز تأثیر منفی بر ارزش شرکت دارد. علاوه بر این نتایج نشان می دهد که اهرم مالی بر رابطه بین نظام راهبری و سیاست تقسیم سود اثر تعدیلی جزئی دارد اما سیاست تقسیم سود بر رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت اثر تعدیلی قوی دارد. بطور کلی نتایج بیانگر آن است که نظام راهبری هیچ گونه تأثیر غیرمستقیمی بر ارزش شرکت از طریق اهرم مالی و یا سیاست تقسیم سود به عنوان متغیرهای میانجی ندارد.

انتیم و همکاران<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی با نام "اندازه هیئت مدیره، قوانین شرکت و ارزش گذاری شرکت ها در بازار های در حال ظهور" به بررسی ارتباط میان اندازه هیئت مدیره، درصد مدیران غیر مؤلف هیئت مدیره، اهرم مالی، سهام داران نهادی و سهام داران عمده بر ارزش گذاری شرکت ها برای دوره زمانی ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۱ برای شرکت های آفریقای جنوبی پرداخته شده است. این پژوهش با استفاده از روش رگرسیون چندمتغیره و به روش داده های ترکیبی انجام شده است. نتایج این مقاله نشان می دهد که اندازه هیئت مدیره رابطه مثبتی با ارزش گذاری شرکت دارد. این امر نشان می دهد که اندازه های بزرگتر هیئت مدیره امکان دسترسی آسان تر به منابع شرکت را بهتر را فراهم می کند. این یافته ها نشان می دهد که تأثیر مثبت اندازه هیئت مدیره بر ارزش گذاری شرکت احتمالاً بر کارایی سازوکارهای راهبری شرکتی بستگی دارد. به طور کلی نتایج تحقیق نقش مستقل منابع هیئت مدیره را در مقایسه با نقش نمایندگی آنها را حمایت می کند.

19. Alqatan et al

20. Soewarno et al

21. Arifin

22. Ntim et al

فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان "نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. 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. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده های 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 می دهد. علاوه بر این مشخص شد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می دهد.

عنایت پور شیاچه و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان "تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای آزمون فرضیه های پژوهش، ۱۱۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ به عنوان نمونه انتخاب شده و برای آزمون فرضیه از نرم افزار آماری ایویوز استفاده شده است. نتایج حاصله حاکی از آن است که، مالکیت نهادی تأثیر معناداری بر ارزش و ریسک شرکت دارد.

آزادی و همکاران (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین ویژگی های هیئت مدیره با عملکرد شرکت با نقش تعدیلی کمیته حسابرسی"، به بررسی این موضوع می پردازد که آیا ویژگی های هیئت مدیره، کمیته حسابرسی و تشکیل کمیته حسابرسی با عملکرد شرکت مرتبط است یا خیر. پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی و از نظر ماهیت و روش توصیفی، تحلیلی و از نوع همبستگی می باشد. در مرحله جمع آوری، طبقه بندی و پردازش اولیه داده ها از نرم افزار اکسل استفاده شده و آزمون فرضیه ها به کمک نرم افزار ایویوز صورت گرفته است. با مطالعه نمونه ای از شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶، دریافتیم که بین تشکیل کمیته حسابرسی و همچنین پیچیدگی عملیات شرکت با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با این حال، وجود رابطه معنی دار بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت تأیید نشد. به علاوه، نتایج نشان می دهند که نه اندازه کمیته حسابرسی و نه تشکیل آن، رابطه بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد شرکت را تعدیل نمی کنند.

شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) در مطالعه ای با عنوان "تأثیر حاکمیت شرکتی، سیاست تقسیم سود، ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر ارزش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران"، به بررسی این موضوع پرداخته اند. هدف این تحقیق، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت، سود تقسیمی و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی از مولفه های اندازه هیات مدیره و استقلال هیات مدیره و برای اندازه گیری ساختار مالکیت از دو شاخص درصد سرمایه گذاران نهادی و مالکیت مدیران استفاده شد. نسبت کیوتوبین نیز به عنوان ارزش شرکت به کار گرفته شد. برای آزمون فرضیه های تحقیق از داده های مربوط به ۷۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار ایران به عنوان نمونه ی آماری و برای دوره ی زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۲ به روش تحلیل داده های ترکیبی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند. تحقیق حاضر دارای چهار فرضیه ی اصلی بوده است و برای هر یک از فرضیه های اصلی اول و دوم دو فرضیه ی فرعی تدوین شد. نتایج تحقیق بیانگر تأثیر مثبت معنادار متغیرهای

استقلال هیات مدیره، درصد سرمایه گذاران نهادی و نسبت سود تقسیمی بر شاخص کیوتوبین و تاثیر منفی و معنادار نسبت اهرم مالی بر شاخص کیوتوبین بوده است.

لاری سمنانی و گودرزی (۱۳۹۳) در پژوهشی با نام "ارتباط راهبری شرکتی با ارزش سهام در شرکتهای صنایع مالی بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی با ارزش سهام پرداخته اند. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت های صنایع مالی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۳-۱۳۹۰ و شامل ۴۰ شرکت است. در این پژوهش ویژگی های راهبری شرکتی با استفاده از متغیرهای اندازه هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، استقلال هیأت مدیره و مدت زمان تصدی مدیر عامل اندازه گیری شد و برای ارزش سهام ارزش بازاری آن استفاده شد. روش آماری مورد استفاده جهت آزمون فرضیه تحقیق همبستگی پیرسون، آزمون کای دو و رگرسیون چند متغیره می باشد. یافته های پژوهش نشان می دهد که بین ویژگی های راهبری شرکتی و ارزش سهام در شرکت های صنایع مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد. رابطه معنی دار منفی بین استقلال هیأت مدیره و ارزش سهام وجود دارد. علاوه بر این، رابطه معنی دار بین سایر ویژگی های راهبری شرکتی (اندازه هیأت مدیره، نفوذ مدیر عامل، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، مدت زمان تصدی مدیرعامل) و ارزش سهام وجود ندارد.

## ۲-۲. فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری فوق فرضیه های این پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

فرضیه اول: با افزایش اندازه هیئت مدیره ارزش شرکت افزایش می یابد.

فرضیه دوم: بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد.

فرضیه پنجم: بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

## ۳. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از آن جهت که با استفاده از مدل ها، روش ها و نظریه های موجود به دنبال حل مشکل یا بهبود وضعیت تصمیم گیری در قلمرو پژوهش است، از نوع پژوهش بنیادی تجربی است. در این پژوهش داده ها و اطلاعات اولیه با استفاده از روش های آزمایش و مشاهده گردآوری می شود و با استفاده از روش ها و تکنیک های آماری و معیارهای پذیرفته شده مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. در این پژوهش محقق می خواهد بداند که آیا بین دو چیز یا دو گروه اطلاعات رابطه و همبستگی وجود دارد یا خیر؛ یعنی این که آیا تغییر در یکی با تغییر در دیگری همراه است یا خیر. لذا از نظر ماهیت این پژوهش از نوع همبستگی می باشد.

## ۳-۱. جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ که در بازه زمانی سال های ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۸ است که از آن نمونه ای به روش حذف سامانمند (غربالگری) انتخاب می شود که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است:

۱- به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت ها از نوع بانک ها، موسسات مالی و اعتباری، بیمه و لیزینگ نباشند.

۲- به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند باشد.

۳- در بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد.

۴- اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش قابل دسترس باشد.

با توجه به محدودیت‌های اعمال شده در نهایت تعداد ۱۰۵ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید.

### ۳-۲. تبیین و اندازه‌گیری متغیرها

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی است که در ادامه به توصیف آن‌ها پرداخته می‌شود.

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیر وابسته

ارزش شرکت: در این پژوهش برای تعیین ارزش شرکت از معیار اندازه‌گیری کیوتوین استفاده خواهد شد که برابر است با کل بدهی‌ها به اضافه ارزش بازار سهام عادی تقسیم بر کل دارایی‌ها.

$$Q = \frac{(TA - BV + MV)}{TA} \quad (1)$$

$Q$  = نسبت کیوتوین

$TA$  = کل دارایی‌ها

$BV$  = ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

$MV$  = ارزش بازار سهام عادی

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل این تحقیق شامل پنج متغیر به شرح زیر می‌باشد:

اندازه هیئت مدیره: لگاریتم طبیعی مجموع تعداد مدیران در هیئت مدیره شرکت.

اهرم مالی: برابر است با نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

سهام‌داران عمده: درصد سهام‌های نگه‌داری شده توسط سهام‌دارانی که بیش از ۵ درصد کل سهام‌داران شرکت باشند.

سهام‌داران نهادی: درصد سهام نگه‌داری شده توسط سهام‌داران نهادی. سهام‌داران نهادی به اشخاص حقوقی اطلاق می‌شود که تعداد قابل ملاحظه‌ای از سهام شرکت را در اختیار دارند.

درصد مدیران غیر مؤلف در هیئت مدیره: درصد مدیران غیر مؤلف به مجموع مدیران در یک شرکت.

#### تبیین و اندازه‌گیری متغیرهای کنترلی

متغیرهایی که در این پژوهش لازم است اثر آن‌ها کنترل شود به شرح زیر هستند:

نسبت پوشش بدهی: برابر است با نسبت کل بدهی به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام.

اندازه شرکت: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها.

نوع مؤسسه حسابرسی: متغیر ساختگی اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده باشد کد یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

مخارج سرمایه‌ای: برابر است با نسبت مخارج سرمایه‌ای به کل دارایی‌ها.

رشد شرکت: درصد تغییرات فروش (فروش سال جاری منهای فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل).

### ۳-۳. طرح آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش برای آزمون فرضیه های تحقیق به پیروی از تحقیق انتیم و همکاران (۲۰۱۵) از مدل زیر استفاده شده است. (۱)

$$Q_{it} = \alpha_0 + \beta_1 BSIZE_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 BLKOWN_{it} + \beta_4 INSOWN_{it} + \beta_5 NEDS_{it} + \beta_6 GEAR_{it} + \beta_7 LNTA_{it} + \beta_8 BIG4_{it} + \beta_9 CAPEX_{it} + \beta_{10} GROWTH_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Q_{it}$ : ارزش شرکت (که با کاربست سه معیار کیوتوین، بازده دارایی‌ها، بازده سهام‌داران حاصل می‌شود).

$BFSIZE_{it}$ : اندازه هیئت مدیره

$LEV_{it}$ : اهرم مالی

$BLKOWN_{it}$ : سهامداران عمده

$INSOWN_{it}$ : سهامداران نهادی

$NEDS_{it}$ : درصد مدیران غیرموظف در هیئت مدیره

$GEAR_{it}$ : نسبت پوشش بدهی

$LNTA_{it}$ : اندازه شرکت

$BIG4_{it}$ : نوع مؤسسه حسابرسی

$CAPEX_{it}$ : مخارج سرمایه‌ای

$GROWTH_{it}$ : رشد شرکت

در این پژوهش از روش‌های کمی تجزیه و تحلیل آماری استفاده خواهد شد که شامل تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره به روش معادلات ساختاری خواهد بود. بدین منظور از آزمون اف وتی استیودنت و تحلیل ضریب تعیین استفاده می‌شود. پس از محاسبه و به دست آوردن متغیرهای تحقیق در مرحله بعد متغیرهای تحقیق با استفاده از مدل های رگرسیون چند متغیره بالا و با استفاده از نرم افزار ایویوز مورد تجزیه و تحلیل قرار خواهند گرفت. در فرایند برازش مدل و آزمون فرضیات این پژوهش ابتدا شروط عمومی رگرسیون نظیر نرمال بودن توزیع متغیرهای وابسته و عدم وجود هم خطی و همسانی واریانس مورد بررسی قرار گرفته است، سپس مدل پژوهش برازش شده و ضرایب متغیرهای مستقل محاسبه شده است. همچنین جهت تعیین کفایت مدل برازش شده و میزان توضیح دهنده متغیرهای مستقل از آماره ضریب تعیین استفاده شده و در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب متغیر  $\beta_1$  مثبت و معنی‌دار باشد، فرضیه اول تحقیق تأیید می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب متغیر  $\beta_3$  مثبت و معنی‌دار باشد، فرضیه دوم تحقیق تأیید می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب متغیر  $\beta_4$  مثبت و معنی‌دار باشد، فرضیه سوم تحقیق تأیید می‌شود. همچنین در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب متغیر  $\beta_2$  منفی و معنی‌دار باشد، فرضیه چهارم تحقیق تأیید می‌شود. و در صورتی که رابطه رگرسیونی و ضریب متغیر  $\beta_5$  مثبت و معنی‌دار باشد، فرضیه پنجم تحقیق تأیید می‌شود.

### ۴. یافته‌های پژوهش

فرضیه‌ها با استفاده از یک مدل رگرسیون آزمون می‌شوند. در مدل‌های رگرسیونی با توجه به مقادیر سطح معنی‌داری نسبت به رد یا تأیید فرضیه صفر تصمیم گرفته می‌شود. اگر سطح معنی‌داری کمتر از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ باشد فرض صفر رد، در غیر این صورت فرض صفر پذیرفته می‌شود. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها در جدول (۱) منعکس می‌شود.

جدول شماره (۱): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها

| نام متغیر                             | نماد متغیر         | ضریب   | انحراف استاندارد | آماره t | p-value |
|---------------------------------------|--------------------|--------|------------------|---------|---------|
| ضریب ثابت                             | C                  | ۲/۷۴۱  | ۰/۴۳۸            | ۶/۲۵۸   | ۰/۰۰۰   |
| اندازه هیئت مدیره                     | BSIZE              | ۰/۲۱۷  | ۰/۲۸۹            | ۰/۷۵۳   | ۰/۰۰۲   |
| اهرم مالی                             | LEV                | -۰/۹۰۸ | ۰/۱۴۰            | -۶/۵۰۲  | ۰/۰۰۰   |
| سهامداران عمده                        | BLKOWN             | ۰/۰۰۱  | ۰/۰۰۱            | -۰/۷۱۷  | ۰/۰۲۴   |
| سهامداران نهادی                       | INSOWN             | ۰/۰۰۴  | ۰/۰۰۱            | -۲/۴۷۸  | ۰/۰۱۳   |
| درصد مدیران غیر مؤظف<br>در هیئت مدیره | NED                | ۰/۱۰۷  | ۰/۰۶۹            | -۱/۵۶۳  | ۰/۰۰۹   |
| نسبت پوشش بدهی                        | GEAR               | ۰/۰۰۰  | ۰/۰۰۰            | -۱/۶۸۰  | ۰/۰۹۳   |
| اندازه شرکت                           | LNTA               | ۰/۰۰۵  | ۰/۰۲۴            | ۰/۲۰۴   | ۰/۸۳۹   |
| نوع مؤسسه حسابرسی                     | BIG4               | ۰/۰۷۸  | ۰/۰۷۴            | ۱/۰۵۵   | ۰/۲۹۲   |
| مخارج سرمایه ای                       | CAPEX              | ۳/۵۱۹  | ۲/۵۹۶            | ۱/۳۵۵   | ۰/۱۷۶   |
| رشد شرکت                              | GROWTH             | ۰/۰۰۹  | ۰/۰۱۵            | ۰/۶۰۳   | ۰/۵۴۷   |
| ضریب تعیین                            | R-squared          | ۰/۵۶   | آماره اف         |         | ۹/۳     |
| ضریب تعیین تعدیل شده                  | Adjusted R-squared | ۰/۵۰   | احتمال آماره اف  |         | ۰/۰۰    |

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به مقدار سطح معنی داری به دست آمده برای آماره F که برابر با صفر می‌باشد، فرض صفر رد می‌شود و این نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند. بنابراین به طور همزمان بین تمامی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه معنی داری وجود دارد. مقدار  $R^2$  تعدیل شده مدل برابر ۰/۵۰ می‌باشد، که نشان می‌دهد ۵۰ درصد تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل تشریح می‌شود؛ به عبارت دیگر ۵۰ درصد تغییرات متغیر وابسته مربوط به متغیرهای مستقل می‌باشد.

## آزمون فرضیه اول

با توجه به جدول ۱ و مقدار سطح معنی داری آماره t برای متغیر اندازه هیئت مدیره که برابر ۰/۰۰۲ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت) رد می‌شود و در نتیجه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اندازه هیئت مدیره که مثبت می‌باشد، نتیجه می‌شود بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، در نتیجه فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

## آزمون فرضیه دوم

با توجه به جدول ۱ و مقدار سطح معنی داری آماره t برای متغیر درصد مالکیت سهامداران عمده که برابر ۰/۰۲۴ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت) رد می‌شود و در نتیجه بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر درصد مالکیت سهامداران عمده که مثبت می‌باشد، نتیجه می‌شود بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، در نتیجه فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود.

## آزمون فرضیه سوم

با توجه به جدول ۱ و مقدار سطح معنی داری آماره  $t$  برای متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی که برابر  $0/013$  می باشد و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی که مثبت می باشد، نتیجه می شود بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. در نتیجه فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می شود.

## آزمون فرضیه چهارم

با توجه به جدول ۱ و مقدار سطح معنی داری آماره  $t$  برای متغیر اهرم مالی که برابر  $0/000$  می باشد و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اهرم مالی که منفی می باشد، نتیجه می شود بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. در نتیجه فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته می شود.

## آزمون فرضیه پنجم

با توجه به جدول ۱ و مقدار سطح معنی داری آماره  $t$  برای متغیر مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره که برابر  $0/009$  می باشد و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره که مثبت می باشد، نتیجه می شود بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد در نتیجه فرضیه پنجم پژوهش پذیرفته می شود.

## ۵. بحث و نتیجه گیری

در فرضیه ی اول پژوهش حاضر بیان شد که با افزایش اندازه هیئت مدیره ارزش شرکت افزایش می یابد. نتایج بدست آمده در جدول (۱) نشان می دهد مقدار احتمال آماره تی برای متغیر اندازه هیئت مدیره  $0/002$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اندازه هیئت مدیره که مثبت می باشد، نتیجه می شود بین اندازه هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه اول پذیرفته می شود. در تفسیر رابطه ی معنادار میان اندازه ی هیئت مدیره و ارزش شرکت می توان گفت افزایش اعضای موظف و دارای دانش مالی و حسابداری در ترکیب هیئت مدیره، منجر به نظارت کارا و مؤثر بر مدیریت شرکت شده و این نظارت می تواند تخصیص نامناسب منابع مالی را کاهش داده و نهایتاً ارزش سهام شرکت را بهبود بخشد. نتیجه ی بدست آمده در این فرضیه از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کارلینا و لاکو (۲۰۲۰)، آلفاتان و همکاران (۲۰۱۹)، انتیم و همکاران (۲۰۱۵)، فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹) و شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) همخوانی دارد. در فرضیه ی دوم پژوهش حاضر بیان شد که بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی دوم در جدول (۱) نشان می دهد مقدار احتمال آماره تی برای متغیر درصد مالکیت سهامداران عمده برابر  $0/024$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین درصد مالکیت

سهامداران عمده و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد، بنابراین فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می شود. می توان گفت تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران نهادی به عنوان سهامداران عمده باعث نظارت بیشتر آنان بر عملکرد مدیران شده و در نتیجه ارزش شرکت افزایش پیدا می کند. نتیجه ی بدست آمده در این فرضیه از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کارلینا و لاکو (۲۰۲۰)، انتیم و همکاران (۲۰۱۵)، فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹) و شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) همخوانی دارد. در فرضیه ی سوم پژوهش حاضر بیان شد که بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی سوم در جدول (۱) نشان می دهد مقدار احتمال آماره تی برای متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی که برابر  $0/013$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر درصد مالکیت سهامداران نهادی که مثبت می باشد، نتیجه می شود بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش پذیرفته می شود. در توجیه ارتباط مثبت بدست آمده می توان بیان کرد تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران به عنوان سهامداران نهادی باعث خواهد شد تا نظارت این دسته از سهامداران بر عملکرد مدیران شرکت های سرمایه پذیر بیشتر باشد و این خود به عنوان یک سازوکار نظارتی و راهبری شرکت، موجب افزایش ارزش سهام شرکت می شود. نتیجه ی بدست آمده در این فرضیه از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کارلینا و لاکو (۲۰۲۰)، انتیم و همکاران (۲۰۱۵)، فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹)، عنایت پور شیاذه و همکاران (۱۳۹۸) و شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) همخوانی دارد. در فرضیه ی چهارم پژوهش حاضر بیان شد که بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی چهارم با توجه به جدول (۱) نشان می دهد مقدار احتمال آماره تی برای متغیر اهرم مالی که برابر  $0/000$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین اهرم مالی و ارزش شرکت) رد می شود و در نتیجه بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر اهرم مالی که منفی می باشد، نتیجه می شود بین اهرم مالی و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه چهارم پژوهش پذیرفته می شود. می توان گفت اهرم مالی به عنوان شاخصی از وضعیت مالی شرکت به کار می رود و در درجه بندی شرکت از لحاظ اعتباری، به کار می رود. بدهی به عنوان یکی از راه های اصلی تأمین مالی شرکت ها است که می تواند ارزش شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. عدم ایفای تعهدات در اثر بدهی ایجاد شده می تواند ارزش شرکت را بکاهد. در شرکت هایی که فرصت های رشد بالایی دارند (دارای نسبت کیوتوین) بالاتری هستند، ارزش شرکت با اهرم ارتباط منفی دارد. در دیدگاه فرصت طلبانه، مدیران با افزایش اهرم و بالا رفتن تعهدات، برای دستیابی به حداکثر منافع، در پروژه های با خالص ارزش فعلی منفی سرمایه گذاری کرده و در نهایت باعث کاهش ارزش شرکت می شوند. نتیجه ی بدست آمده در این فرضیه از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کارلینا و لاکو (۲۰۲۰)، آرفین (۲۰۱۶)، انتیم و همکاران (۲۰۱۵)، فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹) و شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) همخوانی دارد. در فرضیه ی پنجم پژوهش حاضر بیان شد که بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ی پنجم با توجه به جدول (۱) نشان می دهد مقدار احتمال آماره تی برای متغیر مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره که برابر  $0/009$  و کمتر از سطح خطای  $0/05$  است، فرض صفر (فرض عدم وجود رابطه بین

مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت (رد می شود و در نتیجه بین مدیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد. همچنین با توجه به ضریب متغیر دیران غیرمؤلف در هیئت مدیره که مثبت می باشد، نتیجه می شود بین دیران غیرمؤلف در هیئت مدیره و ارزش شرکت رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد. بنابراین فرضیه پنجم پژوهش پذیرفته می شود. می توان گفت حضور مدیران غیر مؤلف در ترکیب هیئت مدیره ی یک شرکت که میزان اطلاعات بیشتری نسبت به مدیران مؤلف راجع به عملکرد شرکت دارند، می تواند نقش آنان را در ارزشمندی سهام شرکت، افزایش دهد. اگر این مدیران از دانش مالی و حسابداری برخوردار باشند، درک صحیحی راجع به نیازهای شرکت دارند. این عوامل می تواند اثرگذاری این مدیران بر ارزش شرکت را افزایش دهد. مدیران غیرمؤلف دارای این ویژگی ها، می توانند نقش مؤثر نظارتی خود برای کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران ایفا کنند و در اثر کاهش این تضاد منافع ایجاد شده، حضور این مدیران در ترکیب هیئت مدیره ی یک شرکت می تواند بر ارزش شرکت اثر گذار باشد. نتیجه ی بدست آمده در این فرضیه از بعد معناداری با نتایج پژوهش های کارلینا و لاکو (۲۰۲۰)، انتیم و همکاران (۲۰۱۵)، فروغی و جهان بخش (۱۳۹۹)، شریفی حسینی و همکاران (۱۳۹۵) و لاری سمنانی و گودرزی (۱۳۹۳) همخوانی دارد.

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

۱. با توجه به نتایج بدست آمده مبنی بر ارتباط معنی دار میان اندازه ی هیئت مدیره و ارزش شرکت، به هیئت مدیره ی شرکت ها پیشنهاد می شود که در ترکیب خود از اعضای دارای دانش تخصصی مالی و حسابداری استفاده کنند تا ضمن محافظت از منافع سهامداران، نظارت کارآمدتری بر مدیریت شرکت داشته و ارزش شرکت را بهبود بخشند.
۲. با توجه به نتایج بدست آمده در فرضیه ی دوم پژوهش به سهامداران عمده ی شرکت ها پیشنهاد می گردد تا سطح بهینه ای از تملک سهام را انتخاب کنند تا از طریق تمرکز مالکیت بهبود یافته ی خود بتوانند نظارت های مؤثرتری بر عملکرد مدیران داشته و از این طریق ارزش شرکت را افزایش دهند.
۳. با توجه به نتایج بدست آمده در فرضیه ی سوم به نتایج پژوهش به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود به منظور اخذ تصمیمات صحیح و اصولی سرمایه گذاری در سهام شرکت ها به ثبات مالکیت سهامداران نهادی توجه داشته باشند. زیرا تمرکز مالکیت یک گروه از سهامداران به عنوان سهامداران نهادی باعث خواهد شد تا نظارت این دسته از سهامداران بر عملکرد مدیران شرکت های سرمایه پذیر بیشتر باشد و این خود به عنوان یک سازوکار نظارتی و راهبری شرکت، موجب افزایش ارزش سهام شرکت شود.
۴. با توجه به نتایج بدست آمده در فرضیه ی چهارم به شرکت ها پیشنهاد می گردد ضمن در نظر گرفتن توانایی خود برای ایفای تعهدات و بدهی ها، سطح بهینه ای از ساختار سرمایه را جهت حداکثرسازی ارزش شرکت انتخاب کنند.
۵. با توجه به نتایج بدست آمده در فرضیه ی پنجم به شرکت ها پیشنهاد می گردد با داشتن ترکیبی از مدیران دارای دانش مالی و متخصص در هیئت مدیره، نظارت آنان را مؤثرتر کرده و با کاهش تضاد منافع میان سهامداران و مدیران، ارزش سهام شرکت را افزایش دهند.

## ۶. منابع و مآخذ

۱. آزادی، کیهان؛ فرزانه، مینا و فلاح کریمی، نفیسه. (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین ویژگی‌های هیئت‌مدیره با عملکرد شرکت با نقش تعدیلی کمیته حسابرسی، *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری* دوره ۳، شماره ۱۹، ۱-۱۹.
۲. توکل نیا، اسماعیل، و مهدی تیرگری. (۱۳۹۳). اهرم مالی، سطح نگهداشت وجه نقد و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: بررسی روابط غیر خطی و سلسله مراتبی، *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت* دوره ۷، شماره ۲۲، ۳۵-۵۱.
۳. حساس یگانه، یحیی. رئیسی، زهره و سید مجتبی حسینی. (۱۳۸۸). رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علوم مدیریت ایران* دوره ۴، شماره ۱۳، ۷۵-۱۰۰.
۴. حساس یگانه، یحیی، و عبدالله مولودی. (۱۳۹۰). رابطه حاکمیت شرکتی و ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران، *فصلنامه علمی- پژوهشی مطالعات مدیریت صنعتی* دوره ۹، شماره ۲۳، ۱۳۳-۲۶۱.
۵. حساس یگانه، یحیی؛ معزز، الهه؛ خان حسینی، داود و نیکونستی، محمد. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شد در بازار اوراق بهادار تهران. *مجموعه مقالات دهمین همایش ملی حسابداری ایران*، جلد سوم، صص ۲۱-۳۸.
۶. شریفی حسینی، عقیل؛ 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*.
۷. عنایت پور شیاده، ابراهیم؛ پور پاشا، مهدی قلی؛ درخشان، جواد و فرقانی، ابوالقاسم. (۱۳۹۹). تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت* دوره ۳، شماره ۲۳، ۱۶-۲۸.
۸. فروغی، داریوش و جان‌بخش، امید. (۱۳۹۹). نقش تعدیل‌کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *مطالعات حسابداری و حسابرسی* دوره ۹، شماره ۳۴، ۵-۲۰.
۹. لاری سمنانی، بهروز و سمیرا گودرزی. (۱۳۹۳). ارتباط حاکمیت شرکتی با ارزش سهام در شرکت‌های صنایع مالی بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات بازاریابی نوین*، جلد ۴، *سومین همایش ملی مدیریت و کارآفرینی دانشگاه پیام نور مرکز خونسار*. صفحات ۹۷-۱۱۸.
۱۰. مهرانی، ساسان و امیر رسائیان. (۱۳۸۶). بررسی رابطه نسبت سودآوری و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی* ۱۸: ۵۹-۸۰.
۱۱. نمازی، محمد و احسان کرمانی. (۱۳۸۷). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* شماره ۵۳.
۱۲. ولی پور، هاشم، زارع، لادن و خرم، اسماعیل. (۱۳۹۲). نقش تعدیل‌کنندگی اندازه هیأت‌مدیره در رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت، *مجله حسابداری مدیریت* دوره ۶، شماره ۱۶، ۶۱-۷۴.

14. Alqatan, A., Chbib, I., & Hussainey, K. (2019). How does board structure impact on firm performance in the UK? *Corporate Board: Role, Duties and Composition*, 15(2), 18-27.
15. Al-Najjar, B. 2013. "The Financial Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Some Emerging Markets." *International Business Review* 22 (1): 77-88.
16. Bushee B. J, Carter M.E, Gerakos J, (2008). " Institutional Investor Preferences for Corporate Governance Mechanism ", *Working papare, University of Pennsylvania*, 2008.
17. Chen, C. H., and B. Al-Najjar. 2012. "The Determinants of Board Size and Independence: Evidence from China." *International Business Review* 21 (5): 831-846.
18. Chen, C.-J., and C.-M. J. Yu. 2012. "Management Ownership, Diversification and Firm Performance: Evidence from an Emerging Market." *International Business Review* 21 (3): 518-534.
19. Freeman, S., and S. Lindsay. 2012. "The Effect of Ethnic Diversity on Expatriate Managers in their Host Country." *International Business Review* 21: 253-268.
20. Guest, P. M. 2009. "The Impact of Board Size on Firm Performance: Evidence from the UK." *European Journal of Finance* 15: 385-404.
21. Henry, D. 2008. "Corporate Governance Structure and the Valuation of Australian Firms: Is There Value in Ticking the Boxes." *Journal of Business Finance and Accounting* 35: 912-942.
22. Jensen, M. C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48: 831-880.
23. Jensen, M. C., and J. W. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
24. Karlina, Yunita. Lako, Andreas. (2020). The Impact of Financial Performance, Financial Risk, Liquidity, and Corporate Governance on Corporate Value, *Journal Of Management and Business Environment*, 1(2): 154-177.
25. Kiel, G. C., and G. J. Nicholson. 2003. "Board Composition and Corporate Performance: How the Australian Experience Informs Contrasting Theories of Corporate Governance." *Corporate Governance: An International Review* 11: 189-205.
26. Kumar, J. 2006. "Corporate Governance and Dividends Payout in India." *Journal of Emerging Market Finance* 5 (1): 15-58.
27. Lin, W.-T., and Y. Liu. 2012. "Successor Characteristics, Organisational Slack, and Change in the Degree of Internationalisation." *International Business Review* 21 (1): 89-101.
28. Mangena, M., V. Taurigana, and E. Chamisa. 2012. "Corporate Boards, Ownership Structure and Firm Performance in an Environment of Severe Political and Economic Uncertainty." *British Journal of Management* 23 (1): 23-41.
29. Ntim, C. G. 2014. "Board Diversity and Organizational Valuation: Unravelling the Effects of Ethnicity and Gender." *Journal of Management and Governance*, in press (doi: 10.1007/ s10997-013-9283-4).
30. Ntim, Collins G. Kwaku K. Opong & Jo Danbolt (2015). Board size, corporate regulations and firm valuation in an emerging market: a simultaneous equation approach, *International Review of Applied Economics*, 29:2, 194-220.
31. Parkinson, J.E. (1994). "Corporate Power and Responsibility", *Oxford University Press Oxford*.
32. Rivas, J. L. 2012. "Diversity & Internationalization: The case of Boards and TMT's." *International Business Review* 21: 1-12.
33. Smaith, D.J., Jianguo, Ch., and Hamish, A. (2008). The relationship between capital structure and product markets: evidence from New Zealand. Available at: <http://ssrn.com>.
34. 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, shsconf/201, DOI: 10.1051/ 73404002.

## The Relationship between the Mechanisms for Corporate Governance and Firm Valuation

Fatemeh Yalmeh<sup>1</sup>

Date of Receipt: 2021/06/22 Date of Issue: 2021/07/07

### Abstract

In a general view, the corporate governance system includes legal, cultural and institutional arrangements that determine the direction and movement of companies. In other words, the corporate governance system includes all the mechanisms and constraints that ensure that the company's assets are managed efficiently and in the interests of the suppliers of cash and prevent the improper use of resources by Managers and other groups participate. Establishing an effective and efficient corporate governance system causes the interests of managers and owners to be aligned, the company's operational performance to be improved and companies to grow and expand. The purpose of this study is to investigate the relationship between company governance mechanisms and company evaluation. In line with the purpose of the research, five hypotheses were developed. To test these five hypotheses using the systematic elimination method, a sample consisting of 105 companies was selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange between 1390 and 1398. Multivariate regression models using combined data method were used to analyze the data and test the hypotheses. The results show that there is a positive and significant relationship between board size, major shareholder ownership percentage, institutional shareholder ownership percentage, non-executive directors on the board and company value. The results also showed that there is a significant negative relationship between financial leverage and company value.

### Keyword

Company value, board size, major shareholders, institutional shareholders, financial leverage, non-executive directors.

1. Instructor as a tuition at the university