



فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه

دوره پانزدهم، شماره پنجاه و هفتم، بهار ۱۴۰۲

نوع مقاله: علمی پژوهشی

صفحات: ۱۹۸-۲۱۷

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره آمیز و عملکرد کسب و

کارهای بزرگ دارای عرضه عمومی اولیه

فرشاد مومنی^۱

مهدی مرادی^۲

مهدی جباری نوقایی^۳

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۰۱/۲۶ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۱/۰۲/۳۱

چکیده

سرمایه گذاری مخاطره آمیز روش تامین مالی است که سرمایه گذاران برای کسب و کارهای پر ریسک، نوپا و عرضه عمومی اولیه که احتمال رشد بلندمدت دارند فراهم می کنند. راهبری شرکتی با نقش نظارتی خود می تواند سیاست های تأمین مالی و عملکرد را بهبود بخشد. این موضوع در کسب و کارهای بزرگ دارای عرضه عمومی اولیه از اهمیت بیشتری برخوردار است. هدف از این پژوهش بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره آمیز و عملکرد کسب و کارهای بزرگ دارای عرضه عمومی اولیه در فرابورس است. پژوهش از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ نحوه اجرا توصیفی - همبستگی است. برای انجام پژوهش چهار فرضیه تدوین شد. برای انجام این پژوهش از رگرسیون داده های پنلی با نرم افزارهای ایویز ۶ و اس پی اس اس ۱۸ استفاده شد. این موضوع در شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه در فاصله زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ با نمونه ای ۲۶۵ تایی (سال-شرکت) بررسی شد. یافته ها نشان داد که راهبری شرکتی و سرمایه گذاری مخاطره آمیز با عملکرد (بازده دارایی) در شرکت های دارای عرضه عمومی اولیه رابطه معناداری دارد و راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره آمیز و عملکرد تأثیر دارد. همچنین سرمایه گذاری مخاطره آمیز بیشتر، بر عملکرد عرضه عمومی اولیه تأثیر بیشتری دارد.

کلمات کلیدی

راهبری شرکتی، سرمایه گذاری مخاطره آمیز، عملکرد، عرضه عمومی اولیه

۱- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. fmomeni1351@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) Mhd_moradi@um.ac.ir

۳- گروه آمار، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. jabbarinm@um.ac.ir

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقابی

مقدمه

هر ساله شرکت‌های متعددی در مسیر چرخه حیات اقتصادی یا از طریق برنامه خصوصی‌سازی، در قالب عرضه‌های عمومی اولیه وارد بازار سرمایه می‌شوند و مورد معامله قرار می‌گیرند. عرضه عمومی اولیه سهام یکی از رویدادهای مهم بازار سرمایه می‌باشد و از آن جهت که موجب ورود شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران جدید به بازار می‌شود، برای بازارهای سرمایه مهم است و مورد بررسی پژوهشگران متعددی قرار گرفته است (کوی و ژانگ^۱، ۲۰۱۹). با توجه به اهمیت عرضه‌های اولیه در بورس و فرابورس تهران و پیشی گرفتن بازار سرمایه از بازارهای رقیب و اجرای اصل ۴۴ قانون اساسی، عرضه‌های اولیه رو به افزایش است (ملکیان کله‌بستی و فاطری، ۱۳۹۴؛ قالیباف و همکاران، ۱۳۹۱). این کسب و کارهای خواهان تغییر با ورود به بازار سرمایه قصد بهبود عملکرد خود را دارند. عرضه اولیه سهام یکی از پدیده‌های مالی است که در سرتاسر جهان پژوهش‌ها و نظریات گوناگونی راجع به آن عنوان شده است، چرا که ابهامات و مسئله‌های زیادی در رابطه با آنها وجود دارد. یکی از نظریه‌های مطرح این است که مبحث تأمین مالی شرکت‌های دارای عرضه اولیه از حساسیت بیشتری برخوردار است و حتی در برخی کشورها سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دارای عرضه اولیه را سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز خوانده‌اند و با احتیاط بیشتری در این شرکت‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند (کایلو و دیپایا^۲، ۲۰۲۲؛ سرژی و پاپکو^۳، ۲۰۲۲؛ باری و میچاو^۴، ۲۰۱۵؛ کوی و ژانگ^۵، ۲۰۱۹). همه‌اینها سبب شده تا مبحث تأمین مالی شرکت‌های دارای عرضه اولیه متفاوت از سایر شرکت‌ها باشد و به همین دلیل هم تأمین مالی آنها بر عملکردشان بسیار موثر است (کوی و ژانگ^۶، ۲۰۱۹). در شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه دو شیوه تأمین مالی رایج وجود دارد. یکی از طریق بدهی^۵ و دیگری فروش سهام^۶. بسته به شرایط هر شرکت یکی از این دو و یا ترکیبی از این دو شیوه تأمین مالی را انتخاب می‌کند. این انتخاب بر میزان هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار است و همین موضوع علت اصلی تفاوت این دو روش است. این تفاوت سبب تأثیرگذاری متفاوت این دو بر عملکرد شرکت‌ها می‌گردد (وینتون و برامیلی^۷، ۲۰۰۸؛ قوما^۸ و همکاران، ۲۰۱۸؛ گیانتی^۹، ۲۰۱۹).

تعدادی از مطالعات قبلی تأثیر وجود سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام را بررسی نموده‌اند، اما تعداد کمی از بررسی‌ها نقش راهبری شرکتی را بر رابطه مربوطه مورد مطالعه قرار داده‌اند (باری و میچاو، ۲۰۱۵). برخی پژوهشگران بیان نموده‌اند که نظام راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها از یک سو و تأمین مالی شرکت‌ها از سوی دیگر اثرگذار است (کریستنسن^{۱۰} و همکاران، ۲۰۱۵؛ آبور^{۱۱}، ۲۰۰۷) و برخی نیز این روابط را رد نموده‌اند (مشایخی و توتاخانه بناب، ۱۳۸۸). اما اغلب

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

پژوهش‌ها این رابطه را تأیید نموده‌اند و حتی برخی راهبری شرکتی را راهی برای حمایت از تأمین‌کنندگان منابع مالی تعریف نموده‌اند (بادآوری نهندی و حشمت، ۱۳۹۷).

راهبری شرکتی با هدف بهبود عملکرد شرکت بر همه ابعاد شرکت اثرگذار است و از رویه‌های خاصی پیروی می‌کند. با توجه به نوپا بودن مبحث راهبری شرکتی در بازار سرمایه و اهمیت بالای مبحث سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در شرکت‌های دارای عرضه عمومی اولیه به عنوان کسب و کارهای بزرگ اما دارای ریسک، مسئله اصلی این پژوهش بررسی میزان تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد در عرضه عمومی اولیه است.

بسط فرضیه‌های پژوهش

راهبری شرکتی و عملکرد

تئوری‌های مختلفی به اهمیت تأثیر راهبری شرکتی بر بهبود عملکرد اشاره نموده‌اند. یکی از مهم‌ترین تئوری‌های مرتبط با رابطه راهبری شرکتی و عملکرد تئوری نمایندگی است. تئوری نمایندگی اغلب برای پیش‌بینی‌هایی در خصوص مزایای مکانیزم‌های راهبری شرکتی در بهبود عملکرد کاربرد دارد. از دیدگاه نمایندگی راهبری اثربخش برای محافظت از منافع سهامداران بر مدیران نظارت دارد و علاوه بر کاهش هزینه‌های نمایندگی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران جلوگیری می‌کند. دستورالعمل‌های مربوطه شامل نقش اکثر مدیران عملیاتی مستقل در هیئت‌مدیره، جدایی نقش رییس هیئت‌مدیره و مدیر اجرایی، تعهد هیئت‌مدیره (اندازه‌گیری توسط محدوده جلسات هیئت‌مدیره) و حضور یک کمیته حسابرسی و سایر موارد مرتبط و اثرگذار بر عملکرد شرکت‌ها می‌باشند (کریستنسن و همکاران، ۲۰۱۵).

راهبری شرکتی نه تنها بین ذی‌نفعان شرکت هماهنگی ایجاد می‌کند بلکه به توزیع درست منابع در بین آنها نیز کمک می‌کند. برای دستیابی به اهداف و مأموریت‌های شرکت برنامه‌ریزی می‌کند و بر عملکرد شرکت و راه‌های بهبود آن نظارت دارد (الاهدالاً^{۱۲} و همکاران، ۲۰۲۰). موارد مطروحه در شرکت‌های دارای عرضه اولیه در فرابورس از اهمیت بیشتری برخوردار است، زیرا شرکت‌هایی که قصد ورود به بازار سرمایه را دارند با راهبری شرکتی و رویه‌های مرتبط با آن بیشتر در ارتباط هستند (مرادی و رستمی، ۱۳۹۱).

شاگری^{۱۳} و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان رعایت راهبری شرکتی و افزایش سودآوری در شرکت‌های پاکستانی نشان دادند که راهبری شرکتی بر عملکرد تأثیر معناداری دارد. سانگ و یانگ^{۱۴} (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان عدم اطمینان قیمت نفت، راهبری شرکتی و عملکرد نشان دادند

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

که راهبری شرکت بر عملکرد تأثیر معناداری دارد. پنگ^{۱۵} و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی، کارایی فنی و عملکرد مالی در شرکت‌های گردشگری چینی نشان دادند که راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های دارای کارایی فنی تأثیر مثبتی دارد. الاهدالا و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی به این نتیجه رسیدند که راهبری شرکتی بر عملکرد مالی تأثیر معناداری دارد. اسریواستاوا و کاسیوریا^{۱۶} (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر استانداردهای راهبری شرکتی بر عملکرد نشان دادند که بین راهبری شرکتی و عملکرد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. آرات^{۱۷} و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان تأثیر راهبری شرکتی بر ارزش و سودآوری نشان دادند که راهبری شرکتی بر ارزش و سودآوری شرکت‌های دولتی تأثیر مثبت و معناداری دارد و لذا عملکرد شرکت‌های دولتی را بهبود می‌بخشد. کریستنسن و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان تأثیر توصیه‌های نظام راهبری شرکتی بر عملکرد و پاسخگویی شرکت‌های کوچک نشان دادند که نظام راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار است. صیادی پور و هرتمنی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان پیش‌بینی خطر آشفستگی مالی با استفاده از اقدامات راهبری شرکتی نشان دادند که تمرکز مالکیت نهادی، میزان مالکیت و نوع حسابرس با آشفستگی مالی رابطه دارند، ولی هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری بین درصد مدیران غیرمؤلف در هیأت‌مدیره با پیشگیری از آشفستگی مالی وجود ندارد. به عبارتی اغلب معیارهای راهبری شرکتی بر عملکرد تأثیر معناداری دارند. بادآور نهندی و حشمت (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان اثر ساز و کارهای راهبری شرکتی بر ارتباط بین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران نشان دادند که توانایی مدیریتی با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران ارتباط مثبت دارد و بهبود ساز و کارهای راهبری شرکتی نیز این ارتباط مثبت را تشدید می‌کند. بادآور نهندی و زارعی (۱۳۸۹) در پژوهشی با عنوان ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی نشان دادند که مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و مالکیت سهام آزاد (شناور) به عنوان معیارهای راهبری شرکتی بر عملکرد تأثیر معناداری دارند. مشایخی و توتاخانه بناب (۱۳۸۸) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه بین ترکیب هیأت‌مدیره به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی با عملکرد نشان دادند که هیچ‌کدام از متغیرهای استقلال هیأت‌مدیره و ساختار رهبری و همچنین ترکیب آنها رابطه‌ای با عملکرد شرکت ندارد. بر اساس پیشینه نظری و تجربی پژوهش می‌توان فرضیه زیر را پیشنهاد نمود:

فرضیه اول: راهبری شرکتی بر عملکرد در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد.

سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد

نتایج پژوهش‌های گذشته نشان داده که افزایش بدهی و پیرو آن افزایش هزینه‌های مالی باعث

می‌شود تا مدیران پاداش کمتری دریافت کنند و در نتیجه این موضوع مدیران را واردار می‌کند تا عملکرد شرکت را بهبود ببخشند و از ورشکستگی آن جلوگیری کنند. همچنین نتایج پژوهش‌های قبلی نشان داده که استقراض و وجه نقد سبب بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود (مصطفی زاده و همکاران، ۱۴۰۰؛ بنی‌مهد، ۱۳۸۸). ساردو^{۱۸} و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود نشان دادند که تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد شرکت‌های اروپای شرقی اثرگذار بوده است. کوی و ژانگ (۲۰۱۹) در پژوهش خود نشان دادند که تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد شرکت‌های دارای عرضه اولیه چینی اثرگذار است و شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتری دارند عملکرد بهتری دارند. نتایج پژوهش باری و می‌حاو (۲۰۱۵) در بررسی مقایسه‌ای تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و بدهی در عرضه‌های اولیه که در دوره‌ای ۲۳ ساله انجام شده نشان داد که گزینه‌های تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز علامت قدرتمندی از ویژگی‌های زیربنایی شرکت در بهبود عملکرد را نشان می‌دهند و معیار کیفیتی برای سرمایه‌گذاران است، چرا که شرایط اقتصادی شرکت بر نوع تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز به‌خصوص در عرضه‌های اولیه بسیار اثرگذار است. قوما و همکاران (۲۰۱۸) و آبور (۲۰۰۷) در پژوهش خود نشان دادند که تأمین مالی به دلیل روش‌های نظارتی تأمین‌کنندگان منابع مالی بر عملکرد شرکت‌ها اثرگذار است. گیانتي (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان ترکیبی از انواع روش‌های تأمین مالی و عملکرد نشان داد که بین تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز به روش‌های مختلف و عملکرد رابطه معناداری وجود دارد. مینایی و صمدی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان تاثیر سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و وام بانکی بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط رابطه معنادار و مستقیم سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و وام بانکی بر عملکرد را نشان دادند. روشن پژوه و اوحدی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها عدم تأثیر معنادار چرخه تجاری بر ساختار سرمایه و تأثیر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت در چرخه‌های مختلف تجاری را نشان دادند. باقرزاده و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی با عنوان عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که درصد عرضه اولیه سهم و تأمین مالی مبتنی بر بدهی شرکت در مقطع عرضه اولیه بر بازده کوتاه‌مدت سهام عرضه‌های اولیه اثرگذار بوده‌اند. بر اساس پیشینه نظری و تجربی پژوهش می‌توان فرضیه‌های زیر را پیشنهاد نمود:

فرضیه دوم: تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر عملکرد بهتری دارند.

تأثیر راهبردی شرکتی بر رابطه تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقابی

زمانیکه شرکتها عرضه اولیه انجام می‌دهند ارزش شرکتها با عدم اطمینان روبه رو است و عدم تقارن اطلاعاتی بیشتری در این زمینه مطرح است. بدین سبب تأمین‌کنندگان منابع مالی غربالگری و نظارت بیشتری بر این شرکتها دارند. شرکتها باید اطلاعات دقیق‌تری در خصوص رویه‌های راهبری شرکتی، مدیریت دارایی‌ها و عملیات خود در اختیار عرضه‌کنندگان منابع مالی قرار دهند. همه اینها بر روش استقراض و نوع تأمین‌مالی شرکتها اثرگذار است و به دلیل تفاوتی که در هزینه تأمین‌مالی و سررسید بدهی ایجاد می‌شود عملکرد شرکتها را تغییر می‌دهد. در اینجا سیستم راهبری شرکتی است که با روش‌های نظارتی و مدیریتی خود می‌تواند تأمین‌مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز را به نفع بهبود عملکرد شرکت مدیریت نماید (باری و میچاو، ۲۰۱۵). مشکلات نمایندگی همگی بر تأثیر راهبری شرکتی بر روابط بین تأمین‌کنندگان منابع مالی و مدیرانی که عملکرد شرکت را مدیریت می‌کنند تأکید دارد. پژوهش‌های زیادی این موضوع را بررسی نموده و تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه تأمین‌مالی و عملکرد را آزمون نموده‌اند (قوما و همکاران، ۲۰۱۸؛ آبور، ۲۰۰۷). تامپاکودیس^{۱۹} و همکاران (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان عکس‌العمل بازار به وام‌های اتحادیه‌ای با در نظر گرفتن نقش راهبری شرکتی نشان دادند که راهبری شرکتی بر رابطه تأمین‌مالی و عکس‌العمل بازار اثرگذار است. انگلین^{۲۰} و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و پویایی‌های تأمین‌مالی نشان دادند که راهبری شرکتی بر روش‌های تأمین‌مالی اثرگذار است. ریف و تایکوا^{۲۱} (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و مشخصه‌های تأمین‌مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز در عرضه‌های عمومی اولیه نشان دادند که راهبری شرکتی بر تأمین‌مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز اثرگذار است. قوما و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و هزینه تأمین‌مالی نشان دادند که بین راهبری شرکتی و هزینه تأمین‌مالی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. آتانوساوا^{۲۲} و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود نشان دادند که راهبری شرکتی بر تأمین‌مالی اثرگذار است. هاشیم و امر^{۲۳} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان رابطه مکانیزم‌های راهبری شرکتی با هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی و غیرخانوادگی نشان دادند که مکانیزم‌های راهبری شرکتی با بهبود روش‌های تأمین‌مالی هزینه بدهی‌ها را کاهش و در نهایت عملکرد شرکتها را بهبود می‌بخشد. آبور (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان راهبری شرکتی و تصمیمات تأمین‌مالی نشان دادند که راهبری شرکتی با بهبود تصمیمات تأمین‌مالی، عملکرد شرکت را بهبود می‌بخشد. پورا احمدی و فرسادامان الهی (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین‌مالی خارجی و مدیریت سود نشان دادند که مدیریت ریسک به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی بر رابطه تأمین‌مالی و مدیریت سود اثرگذار است. زمانی و سهرابی (۱۳۹۷) در پژوهش خود با عنوان بررسی اثر راهبری شرکتی و کیفیت

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی نشان دادند که وجود راهبری شرکتی، تأثیر مثبت و معناداری بر تأمین مالی دارد. نادری و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر ساز و کار راهبری شرکتی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و همبستگی نرخ رشد شرکت با صنعت نشان دادند که ساز و کار راهبری شرکتی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری (شاخص‌های پایداری سود، هموارسازی سود، قابلیت پیش‌بینی سود) و همبستگی نرخ رشد شرکت تأثیر دارد. ولی‌پور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود با عنوان نقش تعدیل‌کنندگی اندازه هیئت‌مدیره در رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت نشان دادند که مالکیت دولتی، مالکیت مدیریتی و تعداد اعضای هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معنی‌داری بر ارزش شرکت دارند و با افزایش تعداد اعضای هیئت‌مدیره، رابطه بین مالکیت دولتی و ارزش شرکت کمتر و تأثیری بر رابطه مالکیت‌های متمرکز و مدیریتی با ارزش شرکت مشاهده نشد. بر اساس پیشینه نظری و تجربی پژوهش می‌توان فرضیه زیر را پیشنهاد نمود:

فرضیه سوم: راهبری شرکتی بر رابطه تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد در عرضه عمومی اولیه تأثیر دارد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

داده‌های پژوهش از نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری و با صفحه گسترده اکسل محاسبه شدند. شرکت‌های دارای عرضه اولیه در فرابورس به عنوان جامعه پژوهش در نظر گرفته شد. تعداد نمونه دارای عرضه اولیه ۵۳ شرکت بود که از داده‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ استفاده شد. با توجه به تغییر زیاد شرایط ناشی از کرونا در سال ۱۳۹۹ داده‌های این سال در نظر گرفته نشد. در این پژوهش چهار فرضیه اصلی به همراه مدل رگرسیونی به شرح زیر ارائه و آزمون می‌شود:

فرضیه اول: راهبری شرکتی بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta CG_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta VC_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه سوم: راهبری شرکتی بر رابطه تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر دارد.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG * VC_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

λ مجموع β متغیرهای کنترلی است.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه‌گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

فرضیه چهارم: شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر عملکرد بهتری دارند. برای بررسی عملکرد در شرکت‌های دارای تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر و کمتر از آزمون مقایسه میانگین دو گروه مستقل استفاده شده است در این آزمون مقدار میانگین عملکرد در شرکت‌های دارای تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر و کمتر مورد مقایسه قرار می‌گیرد.

جدول ۱: متغیرهای پژوهش

متغیر	عنوان	علامت اختصاری	روش محاسبه
وابسته	عملکرد	ROA	بازده دارایی (سود/زیان) خالص تقسیم بر دارایی‌ها
مستقل و تعدیلگر	راهبری شرکتی	CG	استقلال هیأت مدیره (اعضای غیر موظف تقسیم بر کل اعضا)
مستقل	تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز	VC	سهام عرضه اولیه تقسیم بر دارایی‌ها
کنترلی	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی دارایی‌ها
کنترلی	نقدینگی	CASH	نقد و معادل نقد تقسیم بر دارایی‌ها
کنترلی	دارایی ثابت	FA	دارایی ثابت تقسیم بر دارایی‌ها
کنترلی	بدهی جاری	CD	بدهی جاری تقسیم بر دارایی‌ها
کنترلی	سود انباشته	AP	سود انباشته تقسیم بر دارایی‌ها
کنترلی	نقدشوندگی سهام	LIQ	درصد روزهای معاملاتی در سال
کنترلی	تورم	INF	نرخ تورم اعلامی بانک مرکزی

منبع: (مینایی و صمدی، ۱۴۰۰؛ کایلو و دیه‌بابا، ۲۰۲۲؛ سرژی و پاپکو، ۲۰۲۲؛ باری و می‌حواو، ۲۰۱۵)

آمار توصیفی داده‌ها

جدول ۲: آمار توصیفی برای متغیرهای تحقیق

متغیرها	تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
عملکرد	۲۵۹	۰,۱۲	۰,۱۱	۰,۱	-۰,۰۴	۰,۳۹
راهبری شرکتی	۲۶۲	۰,۵۹	۰,۶	۰,۲۱	۰,۰۰	۱
تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز	۲۶۲	۰,۴۵	۰,۴۴	۰,۲۵	-۰,۲	۰,۹۶
تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه	۲۶۲	۰,۲۵	۰,۲۲	۰,۱۷	-۰,۰۶	۰,۷۷
اندازه شرکت	۲۶۲	۱۴,۶۱	۱۴,۳۲	۱,۵۷	۱۱,۸۴	۱۹,۱۷
نقدینگی	۲۶۲	۰,۶۲	۰,۶۸	۰,۲۵	۰,۰۱	۰,۹۹
دارایی ثابت	۲۶۲	۰,۲۵	۰,۱۵	۰,۲۷	۰,۰۰	۰,۹۸
بدهی جاری	۲۶۲	۰,۴۷	۰,۴۴	۰,۲۴	۰,۰۴	۱,۱۹

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

متغیرها		تعداد	میانگین	میان	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
سودانباشته		۲۶۲	۰,۱۵	۰,۱۲	۰,۱۷	-۰,۸۴	۰,۸
نقدشوندگی سهام		۲۶۲	۰,۰۳	۰,۰۵	۰,۰۲	۰,۰۰	۰,۰۵
تورم		۲۶۲	۱۴,۵۹	۱۱,۹	۶,۶۲	۹	۲۶,۹

منبع: یافته‌های پژوهشگر

آزمون فرض اول رگرسیون (بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته)

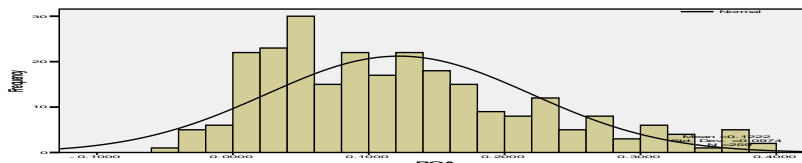
نرمالیتی به عنوان یک فرض رگرسیونی به نرمال بودن باقیمانده‌های مدل (تفاوت مقادیر برآوردی از مقادیر واقعی) می‌انجامد. مهم است که نرمال بودن متغیر وابسته قبل از برآورد پارامترها بررسی شود.

جدول ۳: آزمون کلموگروف اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیر وابسته تحقیق

نتیجه	مقدار احتمال	مقدار Z	انحراف معیار	میانگین	تعداد	متغیر وابسته
نرمال	۰,۰۸۱	۱,۲۷	۰,۱	۰,۱۲	۲۵۹	ROA عملکرد

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار احتمال بیشتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر رد نمی‌شود یعنی توزیع نرمال است. در نمودار زیر نیز نرمال بودن متغیر وابسته کاملاً مشهود است.

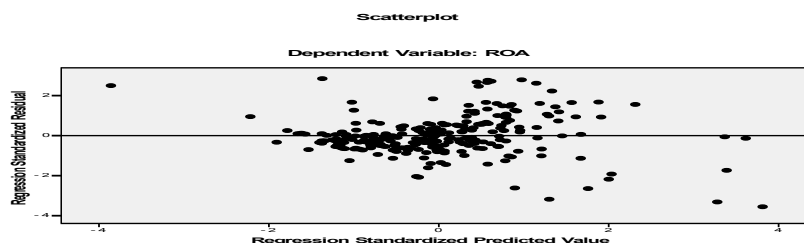


نمودار ۱: نرمال بودن بازده دارایی‌ها

آزمون فرض دوم و چهارم رگرسیونی با نمودارهای پراکنش باقیمانده

در نمودارهای باقیمانده نداشتن الگوی منظم در پراکنندگی این نقاط می‌تواند موید همسانی واریانس که فرض دوم مدل‌بندی رگرسیونی است باشد. در نمودار زیر به این نکته توجه شده است و تقریباً پراکنندگی در این نمودار تصادفی بوده و الگومند نیست. وجود ارتباط خطی و نداشتن نقاط پرت و تاثیر گذار نیز که فرض چهارم رگرسیونی است، نیز در این نمودار تایید می‌شود.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی



نمودار ۲: نمودار پراکندگی بازده دارایی ها

بررسی مانایی یا پایایی متغیرهای پژوهش

براساس آزمون «لوین، لین و چو»^{۲۴} چون مقدار احتمال همه متغیرها کمتر از ۵٪ بوده است، همه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی در دوره پژوهش در سطح پایا^{۲۵} بوده‌اند و نیازی به آزمون هم‌جمعی^{۲۶} وجود ندارد. بنابراین مشکل رگرسیون کاذب وجود نخواهد داشت.

جدول ۴: نتایج آزمون مانایی لوین، لین و چو متغیرهای پژوهش

نتیجه	مقدار احتمال	مقدار آماره	متغیرها	
ماناست	۰,۰۰	-۴۵,۶۸	ROA	عملکرد
ماناست	۰,۰۰	-۶۰,۱۳	CG	راهبری شرکتی
ماناست	۰,۰۰	-۲۲,۷۷	VC	تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز
ماناست	۰,۰۰	-۷,۶۴	SIZE	اندازه شرکت
ماناست	۰,۰۰	-۲۳,۷۸	CASH	نقدینگی
ماناست	۰,۰۰	-۳۹,۳۹	FA	دارایی ثابت
ماناست	۰,۰۰	-۲۹,۴۲	CD	بدهی جاری
ماناست	۰,۰۰	-۱۳,۰۴	AP	سودانباشته
ماناست	۰,۰۰	-۱۳۰,۱۴	LIQ	نقدشوندگی سهام
ماناست	۰,۰۰	-۱۸,۰۱	INF	تورم

منبع: یافته‌های پژوهشگر

تحلیل پانلی

نتایج آزمون چاو و هاسمن برای تشخیص مدل مناسب در جدول ۵ ارایه شده است:

جدول ۵: آزمون چاو و آزمون هاسمن برای انتخاب مدل مناسب

نتیجه	آزمون هاسمن			آزمون چاو یا لیمر			مدلها
	مقدار احتمال	درجه آزادی	مقدار کای-دو	مقدار احتمال	درجه آزادی	F مقدار	
مدل با اثرات ثابت	۰,۰۱۲	۸	۱۹,۷	۰,۰۰	۱۹۸ و ۵۲	۳,۸۸	مدل ۱
مدل با اثرات ثابت	۰,۰۱۷	۸	۱۸,۵۹	۰,۰۰	۱۹۸ و ۵۲	۳,۵۸	مدل ۲
مدل با اثرات ثابت	۰,۰۳	۱۰	۱۹,۹۸	۰,۰۰	۱۹۶ و ۵۲	۳,۷۴	مدل ۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقادیر احتمال آزمون چاو برای هر سه مدل پژوهش ۰/۰۰۰ است و لذا مدل‌های مورد استفاده دارای اثرات جداگانه‌ای برای شرکت‌ها هستند یعنی مدل با اثرات مناسب است. بر اساس آزمون هاسمن و جهت تشخیص مدل با اثرات ثابت و تصادفی و با توجه به اینکه مقادیر احتمال آزمون هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است، لذا مدل با اثرات ثابت مناسب‌ترین مدل برای بیان تغییرات داده‌هاست.

یافته‌های حاصل از تحلیل رگرسیون

فرضیه اول: راهبری شرکتی بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد. در این بخش برای بررسی و برآورد مدل کلی از تحلیل پانلی^{۲۷} استفاده شده است.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta CG_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_8 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 8 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : \text{مدل معنی‌داری وجود ندارد.} \\ H_1 : \text{مدل معنی‌داری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول ۶ که بر اساس مدل با اثرات ثابت است مقدار احتمال معنی‌داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدلی معنی‌دار وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۸۱ است یعنی ۸۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می‌گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۱ است مقادیر نزدیک به ۲ حاکی از عدم خودهمبستگی باقیمانده‌ها که یکی دیگر از فروض رگرسیون است را نشان می‌دهد.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

جدول ۶: برآورد و آزمون پارامترهای فرضیه اول

پارامترها	مقدار ضرایب	ت مقدار	مقدار احتمال	نتیجه	VIF
مقدار ثابت	۰,۲۳۲	۱,۲۳	۰,۲۲۲	بی معنی	-
راهبری شرکتی CG	-۰,۰۹۹	-۳,۳۲	۰,۰۰۱	معنادار و منفی	۱,۰۵
اندازه شرکت SIZE	-۰,۰۱۵	-۱,۰۹	۰,۲۷۸	بی معنی	۱,۳
نقدینگی CASH	۰,۱۹۳	۳,۷	۰,۰۰۰	معنادار و مثبت	۳,۱۴
دارایی ثابت FA	-۰,۰۰۵	-۰,۰۸	۰,۹۳۹	بی معنی	۲,۷۴
بدهی جاری CD	-۰,۰۳۸	-۱,۱۷	۰,۲۴۴	بی معنی	۱,۷۱
سودانباشته AP	۰,۴۳۵	۸,۴۱	۰,۰۰۰	معنادار و مثبت	۱,۴۹
نقدشوندگی سهام LIQ	-۰,۰۷۷	-۰,۴۳	۰,۶۶۷	بی معنی	۱,۱۷
تورم INF	۰,۰۰۰	-۰,۳۸	۰,۷۰۳	بی معنی	۱,۰۳
F مقدار	۱۴,۳۷	F مقدار احتمال	۰,۰۰		
ضریب تعیین	۰,۸۱	دوربین واتسون	۱,۷۱		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقادیر VIF (عامل افزایش واریانس) در صورتیکه مقدار آن بالاتر از ۱۰ باشد احتمال وجود همخطی بین متغیرهای مستقل وجود دارد. میزان این شاخص برای متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و بیشترین مقدار آن برابر با ۳/۱۴ (برای متغیر CASH) است. مقدار آماره t برای CG برابر با ۳/۳۲- است این مقدار چون در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد، لذا رابطه معنادار و معکوسی با ROA دارد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می‌گردد. همچنین مقدار آماره آزمون برای SIZE برابر با ۱/۰۹- (بی معنی)، برای CASH برابر با ۳/۷۰ (معنادار و مثبت)، برای FA برابر با ۰/۰۸- (بی معنی)، برای CD برابر با ۱/۱۷- (بی معنی)، برای AP برابر با ۸/۴۱ (معنادار و مثبت)، برای LIQ برابر با ۰/۴۳- (بی معنی) و برای INF برابر با ۰/۳۸- (بی معنی) است. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۱/۲۳ است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار نیست.

فرضیه دوم: تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta VC_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل مفروض برای آزمون فرضیه به شرح زیر است.

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_8 = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 8 \end{cases}$$

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

H_0 : مدل معنی داری وجود ندارد.

H_1 : مدل معنی داری وجود دارد.

در جدول ۷ که بر اساس مدل با اثرات ثابت است مقدار احتمال معنی داری F برابر با ۰/۰۰۰ است. این مقدار کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود، یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل معنی داری وجود دارد. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۸۲ است یعنی ۸۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۷۷ است مقادیر VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ بوده و بیشترین مقدار آن برابر با ۳/۱۰ (برای متغیر CASH) است.

جدول ۷: برآورد و آزمون پارامترهای فرضیه دوم

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	مقدار ضرایب	مقدار	پارامترها
-	بی معنی	۰,۹۲۴	-۰,۰۹	-۰,۰۱۸	مقدار ثابت
۲,۹	معنادار و مثبت	۰,۰۰	۴,۱	۰,۱۲۷	VC سرمایه گذاری مخاطره آمیز
۱,۳۴	بی معنی	۰,۹۷۳	-۰,۰۳	۰,۰۰	SIZE اندازه شرکت
۳,۱	معنادار و مثبت	۰,۰۴۳	۲,۰۴	۰,۱۰۵	CASH نقدینگی
۲,۸۳	بی معنی	۰,۱۴۶	-۱,۴۶	-۰,۰۸۳	FA دارایی ثابت
۲,۶۷	بی معنی	۰,۸۳۴	-۰,۲۱	-۰,۰۰۷	CD بدهی جاری
۱,۷۷	معنادار و مثبت	۰,۰۰۰	۶,۹۹	۰,۳۷۱	AP سودنباشته
۱,۱۷	بی معنی	۰,۳۹۶	-۰,۸۵	-۰,۱۵	LIQ نقدشوندگی سهام
۱,۰۴	بی معنی	۰,۶۳۳	-۰,۴۸	۰,۰۰	INF تورم
۰,۰۰	Fمقدار احتمال	۱۴,۸۶	Fمقدار		
۱,۷۷	دوربین واتسون	۰,۸۲	ضریب تعیین		

منبع: یافته های پژوهشگر

مقدار آماره t برای VC برابر با ۴/۱۰ است این مقدار چون در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد، لذا رابطه معنادار و مستقیم با ROA دارد. بنابراین فرضیه تحقیق تایید می گردد. همچنین مقدار آماره آزمون برای SIZE برابر با ۰/۰۳- (بی معنی)، برای CASH برابر با ۲/۰۴ (معنادار و مثبت)، برای FA برابر با ۱/۴۶- (بی معنی)، برای CD برابر با ۰/۲۱- (بی معنی)، برای AP برابر با ۶/۹۹ (معنادار و مثبت)، برای LIQ برابر با ۰/۸۵- (بی معنی) و برای INF برابر با ۰/۴۸- (بی معنی) است. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۰/۰۹- است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار نیست.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

فرضیه سوم: راهبری شرکتی بر رابطه تأمین مالی سرمایه گذاری مخاطره آمیز و عملکرد (بازده دارایی ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر دارد.

مدل مفروض برای آزمون فرضیه به شرح زیر است.

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 VC_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG*VC_{it} + \lambda controls_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_{10} = 0 \\ H_1 : \beta_i \neq 0 \quad i = 1, 2, \dots, 10 \end{cases}$$

$$\begin{cases} H_0 : \text{مدل معنی داری وجود ندارد.} \\ H_1 : \text{مدل معنی داری وجود دارد.} \end{cases}$$

در جدول ۸ مقدار احتمال معنی داری F کمتر از ۰/۰۵ است بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. میزان ضریب تعیین برابر با ۰/۸۴ است یعنی ۸۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترل بیان می گردد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر با ۱/۸۰ است مقادیر VIF برای متغیرها کمتر از ۱۰ و بیشترین مقدار آن برابر با ۳/۶۹ (برای متغیر CG*VC) است.

جدول ۸: برآورد و آزمون پارامترهای فرضیه سوم مدل با اثرات ثابت

VIF	نتیجه	مقدار احتمال	مقدار	مقدار ضرایب	پارامترها
-	بی معنی	۰,۶۶۶	-۰,۴۳	-۰,۰۸	مقدار ثابت
۲,۱۶	معنادار و منفی	۰,۰۰	-۴,۸۷	-۰,۱۶	CG راهبری شرکتی
۳,۷۷	معنادار و مثبت	۰,۰۰	۳,۸۲	۰,۱۱۳	VC تأمین مالی سرمایه گذاری مخاطره آمیز
۳,۶۹	معنادار و مثبت	۰,۰۰	۳,۷۲	۰,۱۵۴	CG*VC تاثیر راهبری شرکتی بر رابطه
۱,۳۶	بی معنی	۰,۶۱۹	۰,۵	۰,۰۰۶	SIZE اندازه شرکت
۳,۲۲	معنادار و مثبت	۰,۰۱۷	۲,۴	۰,۱۲۱	CASH نقدینگی
۳,۰۲	بی معنی	۰,۴۵۷	-۰,۷۴	-۰,۰۴۲	FA دارایی ثابت
۲,۷۷	بی معنی	۰,۷۲۱	۰,۳۶	۰,۰۱۱	CD بدهی جاری
۱,۸۹	معنادار و مثبت	۰,۰۰	۶,۰۲	۰,۳۱۷	AP سود انباشته
۱,۱۷	بی معنی	۰,۳۱۸	-۱	-۰,۱۶۸	LIQ نقدشوندگی سهام
۱,۰۴	بی معنی	۰,۸۷۴	-۰,۱۶	۰,۰۰۰	INF تورم
۰,۰۰	مقدار احتمال F		۱۶,۵	مقدار F	
۱,۸	دوربین واتسون		۰,۸۴	ضریب تعیین	

منبع: یافته های پژوهشگر

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

مقدار آماره t برای VC*CG برابر با ۳/۷۲ است این مقدار چون در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد، لذا رابطه معنادار و مستقیم با ROA دارد، بنابراین فرضیه تحقیق تأیید می‌گردد. همچنین مقدار آماره آزمون برای CG برابر با ۴/۸۷- (معنادار و منفی)، برای VC برابر با ۳/۸۲ (معنادار و مثبت) و مقدار آماره آزمون برای SIZE برابر با ۰/۵۰ (بی‌معنی)، برای CASH برابر با ۲/۴۰ (معنادار و مثبت)، برای FA برابر با ۰/۷۴- (بی‌معنی)، برای CD برابر با ۰/۳۶ (بی‌معنی)، برای AP برابر با ۶/۰۲ (معنادار و مثبت)، برای LIQ برابر با ۱/۰۰- (بی‌معنی) و برای INF برابر با ۰/۱۶- (بی‌معنی) است. مقدار آماره t برای عرض از مبدا برابر با ۰/۴۳- است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد در ناحیه عدم رد فرض صفر قرار دارد یعنی عرض از مبدا معنادار نیست.

فرضیه چهارم: شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر عملکرد بهتری دارند. برای بررسی عملکرد در شرکت‌های دارای تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر و کمتر از آزمون مقایسه میانگین دو گروه مستقل استفاده شده است.

جدول ۹: آزمون مقایسه میانگین مقدار میانگین شاخص عملکرد برای آزمون فرضیه چهارم

شاخص عملکرد	سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز	تعداد	میانگین	تعداد	درجه آزادی	احتمال
ROA	کمتر	۱۳۹	۰,۰۸	۸,۷-	۲۲۱	۰,۰۰
	بیشتر	۱۲۰	۰,۱۷			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانگونه که ملاحظه می‌گردد مقادیر آماره آزمون برابر با ۸/۷۰- است که در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد، لذا تفاوت معناداری وجود دارد و شرکت‌های دارای سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتر عملکرد بهتری دارند.

بحث و نتیجه‌گیری

شرکت‌های دارای عرضه اولیه کسب و کارهای نوپایی برای تغییر هستند که با ورود به بازار اصلی سرمایه قصد بهبود عملکرد خود را دارند و عمدتاً به دلیل گذر از مرحله ظهور در مرحله رشد هستند و عرضه‌کنندگان منابع مالی نیز به همین دلیل بر رویه‌های راهبری و متغیرهای مالی آنها توجه بیشتری دارند. گرچه ممکن است که سیاست‌های راهبری شرکتی و همچنین تأمین مالی با توجه به شرایط اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و ... هر کشور متفاوت باشد، اما وجود ارتباط راهبری شرکتی و تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز با عملکرد شرکت‌ها در اغلب پژوهش‌ها تأیید شده است. هدف از این پژوهش بررسی تاثیر راهبری شرکتی و تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بر عملکرد شرکت‌های دارای عرضه

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

عمومی اولیه در فرابورس می‌باشد. آزمون فرضیه اول نشان داد که راهبری شرکتی بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های شاکری و همکاران (۲۰۲۲)، سانگ و یانگ (۲۰۲۲)، پنگ و همکاران (۲۰۲۱)، الاهدالا و همکاران (۲۰۲۰)، اسریواستاوا و کاسیوریا (۲۰۲۰)، آرات و همکاران (۲۰۱۷)، کریستنسن و همکاران (۲۰۱۵) و باداور نهندی و حشمت (۱۳۹۷) همخوانی دارد. شرکت‌ها باید هنگام ورود به بازار سرمایه به رویه‌های راهبری شرکتی خود توجه بیشتری داشته باشند تا عملکرد بهتری داشته باشند.

آزمون فرضیه دوم و چهارم نشان داد که تأمین مالی سرمایه گذاری مخاطره آمیز بر عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر معناداری دارد و شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز بیشتری دارند عملکرد بهتری دارند. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ساردو و همکاران (۲۰۲۰)، کوی و ژانگ (۲۰۱۹)، گیانتی (۲۰۱۹)، قوما و همکاران (۲۰۱۸)، باری و میحاو (۲۰۱۵) آبور (۲۰۰۷)، روشن‌پژوه و اوحدی (۱۳۹۸) و باقرزاده و همکاران (۱۳۹۰) همخوانی دارد. لذا شرکت‌ها باید به سیاست‌های تأمین مالی خود توجه نمایند و کارآترین روش تأمین مالی را برای کاهش هزینه‌های شرکت انتخاب نمایند. آزمون فرضیه سوم نشان داد که راهبری شرکتی بر رابطه تأمین مالی سرمایه‌گذاری مخاطره‌آمیز و عملکرد (بازده دارایی‌ها) در عرضه عمومی اولیه تأثیر دارد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های قوما و همکاران (۲۰۱۸)، هاشیم و امر (۲۰۱۶)، آبور (۲۰۰۷)، زمانی و سهرابی (۱۳۹۷)، نادری و همکاران (۱۳۹۷) و ولی‌پور و همکاران (۱۳۹۲) همخوانی دارد. همه این موارد نشان از اهمیت راهبری شرکتی در تعیین سیاست‌های مالی و بهبود عملکرد دارد که باید مورد توجه قرار گیرد. علاوه بر موارد فوق‌الذکر به دلیل تأیید رابطه نقدینگی و سودانباشته با عملکرد نیز شرکت‌ها باید در بهبود نقدینگی و سودانباشته تلاش نمایند. با توجه به اینکه این پژوهش عرضه اولیه در فرابورس را در بر گرفت و همچنین با توجه به تفاوت معیارهای مختلف راهبری شرکتی و عملکرد به محققان آتی پیشنهاد می‌شود که پژوهش‌های زیر را انجام دهند و با نتایج این پژوهش مقایسه نمایند:

- بررسی تأثیر راهبری شرکتی و تأمین مالی بدهی بر عملکرد در شرکت‌های دارای عرضه اولیه در بورس اوراق بهادار تهران
- بررسی تأثیر راهبری شرکتی و تأمین مالی بر عملکرد در کسب و کارهای تولیدی و خدماتی با استفاده از معیارهای مختلف راهبری شرکتی شامل مدیریت ریسک، مشخصه‌های کمیته حسابرسی و ...

فصلنامه مدیریت کسب و کار نوآورانه / دوره ۱۵ / شماره ۵۷ / بهار ۱۴۰۲

منابع

- ۱) بادآور نهنندی، یونس، حشمت، نسا، (۱۳۹۷)، اثرسازو کارهای راهبری شرکتی برار تباطیبین توانایی مدیران و ایجاد ارزش برای سهامداران، فصلنامه حسابداری مدیریت، دوره ۱۱، شماره ۳۸، صص ۹۳-۱۰۸.
- ۲) بادآور نهنندی، یونس، زارعی، مصطفی، (۱۳۸۹)، ساختار مالکیت و عملکرد شرکت‌های بورسی، فصلنامه مدیریت کسب و کار، دوره ۲، شماره ۷، صص ۴۱-۶۳.
- ۳) باقرزاده، سعید، نیکبخت، محمدرضا، نوروش، ایرج، (۱۳۹۰)، عوامل موثر بر بازده کوتاه مدت سهام عرضه‌های عمومی اولیه در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش‌های مدیریت در ایران، دوره ۱۵، شماره ۱، صص ۷۷-۱۰۷.
- ۴) بنی‌مهد، بهمن، باغبانی، ته‌مین، (۱۳۸۸)، اثر محافظه‌کاری حسابداری، مالکیت دولت، اندازه شرکت و نسبت‌اهرمی بر زیان‌دهی شرکت‌ها، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۸، صص ۵۳-۷۰.
- ۵) پوراحمدی، محمدحسین، فرسادامان الهی، غلامرضا، (۱۴۰۰)، تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۷۳-۹۵.
- ۶) روشن‌پژوه، اکرم، اوحدی، فریدون، (۱۳۹۸)، رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌ها (اثر چرخه تجاری) در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۱۲، شماره ۴۴، صص ۹۷-۱۰۹.
- ۷) زمانی، زهرا، سهرابی، زهرا، (۱۳۹۷)، بررسی اثر راهبری شرکتی و کیفیت حسابرسی بر تأمین مالی از طریق وام بانکی در شرکت‌های خصوصی، فصلنامه مدیریت دارایی و تأمین مالی، دوره ۶، شماره ۲۲، صفحه ۱۳۳-۱۴۶.
- ۸) صیادی‌پور، محسن، هرتمنی، امیر، (۱۴۰۰)، پیش‌بینی خطر آشفتگی مالی با استفاده از اقدامات حاکمیت شرکتی (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)، فصلنامه مدیریت کسب و کار، دوره ۱۳، شماره ۵۰، صص ۳۶۳-۳۸۳.
- ۹) قالیباف‌اصل، حسن، صادقی دمنه، رحیم، کلانتری دهقی، مهدیه، (۱۳۹۱)، رابطه قیمت‌گذاری کمتر از حد و نقدشوندگی سهام بعد از عرضه عمومی اولیه در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۵، شماره ۱۵، صص ۱۳-۲۹.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقابی

۱۰) مرادی، مهدی، رستمی، امین، (۱۳۹۱)، ارتباط بین ساز و کارهای راهبری شرکتی و عملکرد شرکت پس از عرضه اولیه: شواهدی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دو فصلنامه اقتصاد پولی و مالی، دوره ۱۹، شماره ۴، صص ۱-۲۳.

۱۱) مشایخی، بیتا، توتاخانه بناب، بهنام، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین ترکیب هیات مدیره به عنوان یکی از معیارهای راهبری شرکتی، با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مدیریت، دوره ۲، شماره ۳، صص ۵۹-۷۱.

۱۲) مصطفی زاده، داود، حمیدیان، محسن، صراف، فاطمه، (۱۴۰۰). تأثیر چرخه تجاری و کارائی عملیاتی چرخه تبدیل وجه نقد بر معیارهای ارزیابی عملکرد در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مدیریت کسب و کار، دوره ۱۳، ش ۵۲، صص ۱۵۶-۱۷۳.

۱۳) مینایی، مرجان، صمدی، فاطمه، (۱۴۰۰)، تأثیر سرمایه گذاران خطرپذیر و وام بانکی بر عملکرد شرکت های کوچک و متوسط. فصلنامه مدیریت کسب و کار، دوره ۱۳، شماره ۴۹، صص ۴۰۵-۴۳۱.

۱۴) ملکیان کله بست، اسفندیار، فاطری، علی، (۱۳۹۴)، مدیریت سود اقلام تعهدی در زمان عرضه عمومی اولیه و ریسک کاهش بازده بلندمدت سهام، مجله دانش حسابداری، دوره ۶، شماره ۲۳، صص ۵۵-۷۵.

۱۵) نادری، سعید، یعقوب نژاد، احمد، حیدرپور، فرزانه، (۱۳۹۷)، بررسی تأثیر سازوکار راهبری شرکتی بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و همبستگی نرخ رشد شرکت با صنعت، فصلنامه حسابداری مدیریت، دوره ۱۱، شماره ۳۹، صص ۸۳-۹۷.

۱۶) ولی پور، هاشم، زارع، لادن، خرم، اسماعیل. (۱۳۹۲). نقش تعدیل کنندگی اندازه هیئت مدیره در رابطه بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت، فصلنامه حسابداری مدیریت، دوره ۶، شماره ۱۶، صص ۶۱-۷۴.

17) Abor, J. (2007), Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms, *International Journal of Business in Society*, Vol. 7 No. 3, pp. 205-215.

18) Al-ahdala, M., W., Alsamhib, H., M., Tabashc, I., M., Farhand, H., N., (2020), The impact of corporate governance on financial performance of Indian and GCC listed firms: An empirical investigation, *Research in International Business and Finance*, Vol. 51, pp. 1-13.

19) Ararat, M., Black, B. S., Yurtoglu, B., B. (2017). The effect of corporate governance on firm value and profitability: Time series evidence from Turkey, *Journal of Emerging Market Review*, Vol. 30, pp. 113-132.

20) Atanasova, C., Gatev, E. and Shapiro, D. (2016), The corporate governance and financing of small-cap firms in Canada, *Managerial Finance*, Vol. 42, No. 3, pp. 244-269.

- 21) Barry, B., C., Mihov, T., V., (2015), Debt financing, venture capital, and the performance of initial public offerings, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 58, No. 3, PP. 144–165.
- 22) Cailou, J., DeHaia, L., (2022), Does venture capital stimulate the innovation of China's new energy enterprises?, *Journal of Energy*, Vol. 244, Part A.
- 23) Christensen, J., Kent, P., Routledge, J., Stewart, J., (2015), Do corporate governance recommendations improve the performance and accountability of small listed companies?, *Journal of Accounting and Finance*. N. 55, pp.133-164.
- 24) Ghoumaa, H., Ben-Nasr, H., Yan, R., (2018), Corporate governance and cost of debt financing: Empirical evidence from Canada, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 68, pp. 138-148.
- 25) Giannetti, G., (2019), Debt specialization and performance of European firms, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 53, pp. 257-271.
- 26) Hashim, H.A. and Amrah, M. (2016), Corporate governance mechanisms and cost of debt: Evidence of family and non-family firms in Oman, *Managerial Auditing Journal*, Vol. 31, No. 3, pp. 314-336.
- 27) Nguyen, T., Bai, M., Hou, Y., Vu, M., (2021), Corporate governance and dynamics capital structure: evidence from Vietnam, *Global Finance Journal*, Vol. 48, pp. 1-50.
- 28) Peng, H., Zhang, J., Zhong, S., Li, P., (2021), Corporate governance, technical efficiency and financial performance: Evidence from Chinese listed tourism firms, *Journal of Hospitality and Tourism Management*, Vol. 48, pp. 163-173.
- 29) Que, J., Zhang, X., (2019), Pre-IPO growth, venture capital, and the long-run performance of IPOs, *Economic Modelling*, No. 81, pp. 205-216.
- 30) Reiff, A., Tykvova, T., (2021), IPO withdrawals: Are corporate governance and VC characteristics the guiding light in the rough sea of volatile markets?, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 67. pp. 1-26.
- 31) Sardo, F., Serrasqueiro, Z., Félix, E., (2020), Does Venture Capital affect capital structure rebalancing? The case of small knowledge-intensive service firms, *Structural Change and Economic Dynamics*, vol. 53(C), pp. 170-179.
- 32) Sergi, B., popkovac, E., (2022), Towards a 'wide' role for venture capital in OECD countries' industry 4.0, *Heliyon Journal*, Vol. 8, N. 1. pp. 1-8.
- 33) Shakri, I., H., Yong, J., Xiang, E., (2022), Does compliance with corporate governance increase profitability? Evidence from an emerging economy: Pakistan, *Global Finance Journal*, Vol. 53, In progress.

بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر رابطه سرمایه گذاری مخاطره.../مومنی، مرادی و جباری نوقایی

- 34) Song, X., Yang, B., (2022), Oil price uncertainty, corporate governance and firm performance, International Review of Economics & Finance, Vol. 80, pp. 469-487.
- 35) Srivastava, G., Kathuria, V., (2020), Impact of corporate governance norms on the performance of Indian utilities, Energy Policy Journal, Vol. 140, pp.1-13.
- 36) Tampakoudis, L., Noulas, A., Kiosses, N., (2022), The market reaction to syndicated loan announcements before and during the COVID-19 pandemic and the role of corporate governance, Research in International Business and Finance, Vol. 60. pp. 1-24.
- 37) Winton, A., Yerramilli, V., (2008), Entrepreneurial finance: banks versus venture capital, Journal of Financial Economics, Vol. 88, No. 1, PP

یادداشت‌ها :

-
- 1 . Que & Zhang
 - 2 .Cailo and DeHaia
 3. Sergi and Popkovac
 - 4 .Barry and Mihov
 - 5 . Debt financing
 - 6 .Venture Capital
 - 7 .Winton and Yerramilli
 8. Ghoumaa
 9. Giannetti
 - 10 . Christensen
 - 11 . Abor
 12. Al-ahdala
 - 13 . Shakri
 - 14 . Song and Yang
 - 15 . Peng
 16. Srivastava and Kathuria
 - 17 . Ararat
 - 18 . Sardo
 - 19 . Tampakoudis
 - 20 . Nguyen
 - 21 . Reiff And Tykvova
 - 22 . Atanasova
 - 23 . Hashim and Amrah
 - 24 - Levin, Lin & Chu
 - 25 - Stationarity
 - 26 - Cointegration test
 27. Pnel Analysis