



ارزیابی تأثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت

ندا کاظم پوره‌مراهلو^۱

فاطمه صمدی^۲

معصومه جعفری^۳

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۳/۱۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۲/۰۶

چکیده

از آنجا که تفکیک بین مالکیت و کنترل باعث ایجاد تضاد نمایندگی بین مالکان و مدیران شرکت می‌شود، انتظار می‌رود سیستم‌های راهبری شرکتی قوی، منافع طرف‌های درگیر را همسو کند که به موجب آن شرکت‌ها احتمال بیشتری برای بهبود عملکرد مالی خود دارند. با این حال این بحث در مطالعات پیشین نادیده گرفته شده است. در همین راستا در این مطالعه تأثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت مورد ارزیابی قرار گرفته است. نمونه آماری شامل ۱۴۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ است و اطلاعات مورد نیاز از صورت‌های مالی حسابرسی شده و گزارش‌های مالی سالانه که در سایت کدال موجود است، گردآوری شده‌اند. یافته‌های مطالعه نشان داد کیفیت راهبری شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر هر دو معیار عملکرد مالی (نسبت کیوتوبین و نرخ بازدهی دارایی) و تضاد نمایندگی تأثیر منفی و معنادار بر هر دو معیار عملکرد مالی شرکت‌ها دارند. همچنین مشخص شد در شرکت‌های با تضاد نمایندگی و کیفیت راهبری شرکتی، تأثیر قوی هر دو معیار عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. این مطالعه نشان می‌دهد که راهبری شرکتی با کیفیت بالا می‌تواند تضادهای نمایندگی را از یک تهدید به فرصت تبدیل کند، در صورتی که راهبری شرکتی بتواند جنبه منفی تضادهای نمایندگی را با ایجاد یک سیستم نظارتی قوی بر مدیران کنترل کند. این امر با این واقعیت مشهود است که شرکت‌هایی با سطوح بالای تضاد نمایندگی و مکانیسم‌های راهبری شرکتی با کیفیت بالا از سایر شرکت‌ها بهتر عمل می‌کنند. زیرا نتایج نشان می‌دهد که سطح تضادهای نمایندگی، رابطه بین سطح مکانیسم‌های راهبری شرکتی و عملکرد مالی نیاز به اصلاح اساسی دارد.

واژه‌های کلیدی: کیفیت راهبری شرکتی، تضاد نمایندگی، عملکرد مالی.

۱. گروه مدیریت، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Kazempoor.neda@gmail.com

۲. گروه مدیریت، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول). m.samadi53@gmail.com

۳. گروه مدیریت، واحد تهران شرق، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. Dr.jafarim609@gmail.com



۱- مقدمه

عملکرد مالی یک معیار بسیار با اهمیت برای ارزیابی وضعیت شرکت نزد کاربران صورت‌های مالی و سایر ذینفعان شرکت‌ها است؛ بنابراین ارتقاء و بهبود عملکرد مالی شرکت همواره به عنوان یک موضوع چالش‌برانگیز برای شرکت‌ها و مدیران بوده است و در این بین محققان دانشگاهی به طور مداوم در پی شناسایی عواملی بوده‌اند که با افزایش عملکرد مالی شرکت همراه هستند. این مطالعات تلاش کرده‌اند تا این مقوله را از زوایای گوناگون مورد بررسی قرار دهند و به معرفی عواملی بپردازند که باعث افزایش عملکرد مالی شرکت‌ها می‌شوند؛ اما از آنجایی که سیستم‌های حاکم بر شرکت‌ها پویا هستند، در هر دوره‌ای می‌توان شاهد تغییرات در عوامل اثرگذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها بود؛ لذا انجام این مطالعات همیشه با ارزش بوده و حائز اهمیت هستند، به ویژه زمانی که به ارائه یک چشم‌انداز جدید از عوامل اثرگذار بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌پردازند. راهبری شرکتی راهبری شرکتی خوب و قوی برای موفقیت مالی و غیرمالی و همچنین دوام شرکت‌ها و به طور کلی برای منافع جامعه، بسیار مهم است (برایبار-دیزو همکاران^۱، ۲۰۱۸؛ زمان و همکاران^۲، ۲۰۲۲). پس از دهه‌ها پژوهش و حمایت از سیاست‌های راهبری شرکتی، اکنون در پرتو رکودهای اقتصادی و تحولات تجاری لازم است تا با یک دیدگاه دیگر، ارتباط بین راهبری شرکتی و دوام تجاری یک شرکت مورد مطالعه قرار گیرد تا به طور شفاف مشخص شود که راهبری شرکتی چگونه بر وضعیت اقتصادی شرکت‌ها تاثیرگذار است، زیرا در مطالعات پیشین این بحث نادیده گرفته شده است و اساساً تلاش شده است تا اثرات مستقیم راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت به ویژه عملکرد مالی ارزیابی شود و مکانیسم‌های این تاثیرگذاری مورد توجه نبوده است. تضادهای نمایندگی که تقریباً در هر مطالعه راهبری شرکتی مورد بحث قرار می‌گیرد، هرگز توجه تجربی مناسبی را دریافت نکرده است. با در نظر گرفتن مباحث فوق، این مطالعه با توجه به اینکه تضادهای نمایندگی انگیزه اصلی به‌روزرسانی مستمر مکانیسم‌های راهبری شرکتی است، به طور خاص اثرات تضادهای نمایندگی و چگونگی تعدیل رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت را ارزیابی می‌کند. این رو در این مطالعه به منظور کاهش این شکاف مطالعاتی به پیروی از پژوهش کسبار و همکاران^۳ (۲۰۲۲) به ارزیابی تاثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت پرداخته شده است.

۲. بیان مسأله

در این پژوهش سه عنصر کلیدی راهبری شرکتی، تضاد نمایندگی و عملکرد شرکت مورد نظر بوده در حقیقت راهبری شرکتی، به عنوان مجموعه‌ای از سیستم‌ها، مانند هیئت‌مدیره، کمیته‌ها و برنامه‌های پاداش مدیریتی، به

^۱ . Baraibar&et al

^۲ . Zaman &et al

^۳ . Kasbar &et al

دلیل مکانیسم‌های مشاوره‌ای و اجرایی، راه‌حلی نهادی برای رفع هرگونه ناهماهنگی و تضاد بین مالکیت و کنترل معرفی شده است (کایر و آیسلس^۱، ۲۰۲۱). با این حال، وجود یک چارچوب راهبری شرکتی مشخص، به خودی خود، نمی‌تواند به اندازه کافی هرگونه تضاد و ناهماهنگی احتمالی بین مالکیت و کنترل را که منجر به عملکرد مالی ضعیف شرکت‌ها یا حتی شکست‌های شرکتی می‌شود، توضیح دهد. به طوری که گزارش اخیر منتشر شده توسط تحلیلگران مالی معتبر^۲ در سال ۲۰۲۰ نشان می‌دهد که تقریباً ۲۵٪ از شرکت‌های بورس S&P ۵۰۰ در آمریکا به دلیل کاهش ارزش سهام علی‌رغم تجدیدنظر در مکانیسم‌های راهبری شرکتی، در معرض ورشکستگی قرار دارند. شواهد تجربی تا کنون تا حد زیادی ارتباط بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها را به طور مستقیم و علی‌مورد بررسی قرار داده است، و منطق این ارتباط از آنجا ناشی می‌شود که راهبری شرکتی، کارایی نظارت بر فعالیت‌های مدیریتی را بهبود می‌بخشد و در نتیجه تضادهای نمایندگی را کاهش می‌دهد (بیچوک و همکاران^۳، ۲۰۰۹؛ اکبرو همکاران^۴، ۲۰۱۶؛ بهگات و بولتون^۵، ۲۰۱۹).

این مطالعه استدلال کرده است که راهبری شرکتی خود، محور نیست؛ زیرا مستلزم تعامل با عوامل و نیروهای تغییر است. این فرض که پیروی از مکانیسم‌های راهبری شرکتی منجر به عملکرد خوب شرکت می‌شود، با ماهیت چندبعدی و پنهان راهبری شرکتی در تضاد است. برای مثال، افزایش استقلال هیئت‌مدیره «مستقیم» عملکرد سازمانی را بهبود نمی‌بخشد. علاوه بر این، با توجه به تفاوت‌های بین مدیران و کارکنان، رسوایی‌های شرکتی، مسئولیت‌پذیری شرکتی، تضادهای نمایندگی و شفافیت، همانطور که توسط سیستم‌های راهبری شرکتی در حال تحول مطرح می‌شود، نقش حساسی داخلی نیز باید مورد توجه Wintoki مناسب قرار گیرد (آسنسو-اوکوفو^۶ و همکاران^۷، ۲۰۲۱).

این موضوع که همیشه به دنبال آشفتگی بازار یا یک رسوایی بزرگ شرکتی، یک قانون جدید راهبری شرکتی راه‌اندازی می‌شود، یک مشاهده مستند و اثبات شده است. بر این اساس، پیچیدگی و ماهیت درهم تنیده فعالیت‌های تجاری جهانی نیازمند ضمانت‌های خاصی است که تضمین می‌کند مکانیسم‌های نهادینه شده برای حفاظت از منافع ذینفعان و جلوگیری از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران وجود دارد. با این فرض با وجود همه این عناصر حفاظتی، زمانی که یک سیستم راهبری شرکتی با کیفیت بالا وجود دارد، باید انتظار عملکرد مالی مثبت را داشت. متناوباً، یک سیستم راهبری شرکتی با کیفیت بالا به حداقل رساندن زیان در صورت آشفتگی بازار را

^۱ . Kyere and Ausloos

^۲ . Certified Financial Analysts (CFA)

^۳ . Bebchuk & et al.

^۴ . Akbar & et al.

^۵ . Bhagat and Bolton

^۶ . Assenso-Okofu

^۷ . Assenso-Okofu & et al.

تضمین می‌کند. با این وجود، مطالعات قبلی (وینتوکی و همکاران^۱، ۲۰۱۲؛ فرانسیس و همکاران^۲، ۲۰۱۵؛ آدامز و جیانگ^۳، ۲۰۱۶؛ الگامره و همکاران^۴، ۲۰۲۰؛ رادووهمکاران^۵، ۲۰۲۲) که ارتباط بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند، نتوانستند مجموعه‌ای از نتایج یکسان را برای مکانیسم‌های منحصربه‌فرد راهبری شرکتی گزارش کنند. یکی از دلایل این تناقضات، خطای اندازه‌گیری مرتبط با شاخص‌های راهبری شرکتی فردی و تصادفی انتخاب شده و حذف مکانیسم‌ها و سایر شاخص‌ها است (آدامز و جیانگ، ۲۰۱۶؛ شین و همکاران^۶، ۲۰۱۸).

این مطالعه با توجه به اینکه تضادهای نمایندگی انگیزه اصلی به‌روزرسانی مستمر مکانیسم‌های راهبری شرکتی است، به طور خاص اثرات تضادهای نمایندگی و چگونگی تعدیل رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت را ارزیابی می‌کند. در واقع هدف این مطالعه درک ارتباط بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی در شرایط وجود تضادهای نمایندگی است. انگیزه این مطالعه از آنجایی شکل گرفته است که تفکیک بین مالکیت و کنترل باعث ایجاد تضاد نمایندگی بین مالکان و مدیران شرکت می‌شود. بنابراین، انتظار می‌رود که سیستم‌های راهبری شرکتی قوی منافع طرف‌های متقابل را همسو کند که به موجب آن شرکت‌ها احتمال بیشتری برای بهبود عملکرد مالی خود دارند. با این حال، پژوهش‌های قبلی نتایج ثابتی در این زمینه به همراه نداشت. با توجه به ماهیت نهفته تضاد نمایندگی، این مطالعه از تحلیل مؤلفه‌های اصلی برای ایجاد شاخصی ترکیبی برای نشان دادن سطح تضاد نمایندگی استفاده کرده است. به طور کلی، مسئله اصلی در این پژوهش این است:

تضاد نمایندگی چه تاثیری بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟

این مطالعه یکی از محدود مطالعاتی است که به ماهیت پنهان تضاد نمایندگی می‌پردازد و چندین مشارکت نظری در توسعه ادبیات دارد. اول، در این مطالعه ادبیات مربوط به رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت توسعه می‌یابد. در واقع این مطالعه بار دیگر به ارائه شواهد تجربی جدیدتر در زمینه رابطه فوق می‌پردازد و به جای این که فرض کند همه مکانیسم‌های راهبری شرکتی به صورت مجزا و منحصربه‌فرد کار می‌کنند، با در نظر گرفتن تعدادی از مکانیسم‌های راهبری شرکتی به صورت یکجا که در ایران مورد استفاده قرار می‌گیرد، خطای حذف یک شاخص راهبری شرکتی و سوگیری در نتایج را کاهش می‌دهد. برای اندازه‌گیری کیفیت راهبری شرکتی از ۸ ویژگی راهبری شرکتی که به صورت متغیر دو ارزشی به کار برده می‌شوند و امتیاز صفر و یک به آن‌ها داده می‌شود. چنانچه امتیاز هر شرکت بیش از ۵ باشد، راهبری شرکتی در آن قوی و کیفیت راهبری شرکتی بالا است.

¹ . Wintoki & et al.

² . Francis & et al.

³ . Adams and Jiang

⁴ Al-Gamr & et al.

⁵ . Radu.

⁶ . Shin & et al.

دوم، در این مطالعه با برجسته کردن نقش تعدیلی تضاد نمایندگی در رابطه بین مکانیسم‌های راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت، ادبیات مربوط به تئوری نمایندگی توسعه می‌یابد. در واقع این مطالعه با استفاده از تحلیل مولفه‌های اصلی، برای اندازه‌گیری تضاد نمایندگی بر مبنای چندین معیار، به صراحت ماهیت نهفته نشان داده نشده توسط تعارضات نمایندگی در ادبیات پیشین را آشکار می‌کند. یافته‌های این مطالعه پیشنهاد‌های ارزشمندی را برای تضاد نمایندگی و راهبری شرکتی ارائه می‌کند تا استانداردهای حسابداری را بیشتر ارائه و بهبود بخشند تا مقررات و مکانیسم‌های داخلی موجود را تقویت کنند که به نوبه خود می‌تواند دامنه رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی را کاهش دهد، زیرا رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیریتی می‌تواند به صورت تجربی از طریق چارچوب پیشنهادی این مطالعه برآورد شود.

۳- پیشینه پژوهش

رحمانیان و کر (۱۴۰۲) به بررسی رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی پرداختند و نشان دادند که عملکرد پایداری شرکت، سیاست تقسیم سود را بهبود می‌بخشد. همچنین، حاکمیت شرکتی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تقویت میکند. علاوه بر این، مالکیت نهادی مالکیت نهادی رابطه مثبت بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود را تضعیف می‌نماید.

نخجوانی و دلنوازاغری (۱۴۰۲) به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرایط خاطرات اخلاقی پرداخته و نتایج نشان داده که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد شرکت می‌شوند. همچنین زمانی که مخاطرات اخلاقی بالا است وجود مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد می‌شود. رحمانیان کوشکی و مطاعی (۱۴۰۲) به بررسی نقش تامین مالی مبتنی بر بدهی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه پرداخته و نشان داده مولفه‌های راهبری شرکتی با سرمایه‌گذاری تحقیق و توسعه رابطه مستقیم دارد و با تامین مالی مبتنی بر بدهی تاثیر گذار نمی‌باشد.

پژوهی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی تاثیر ریسک بر قیمت سهام بانک‌ها و شرکت‌هایی بیمه با توجه به نقش سازوکارهای راهبری شرکتی پرداخته و نتیجه آن نشان می‌دهد که ریسک بازار و تقدینگی بر قیمت سهام تاثیر گذار یوده مولفه‌های راهبری شرکتی نیز می‌تواند به مدیران بانک‌ها و موسسان بیمه در راستای اتخاذ تصمیمات استراتژیک مفید باشد.

امیری و یادگاری (۱۴۰۱) به بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی با نقش واسطه‌ای کارایی فنی پرداختند و نشان دادند که راهبری شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد و این رابطه به طور مثبت و معناداری توسط کارایی فنی میانجیگری می‌شود.



کاکایی و همکاران (۱۴۰۱) به بررسی نقش راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های دانش بنیان پرداختند و نشان دادند که راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های دانش بنیان تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین این نتیجه حاصل شد که مولفه‌های راهبری شرکتی از قبیل تمرکز مالکیت، اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی و تفکیک پست رئیس هیئت‌مدیره و مدیرعامل بر بهبود عملکرد مالی شرکت‌ها نیز تاثیر مثبت و معناداری دارند. رسفیجانی و دهقان (۱۴۰۰) به بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت پرداختند و نشان دادند که راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و پایداری شرکت تاثیرگذار است. همچنین پایداری شرکت بر عملکرد مالی تاثیرگذار است. نتایج همچنین نشان داد راهبری شرکتی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت بر عملکرد مالی تاثیرگذار است. نقش میانجی کارایی زیست‌محیطی و سیستم مدیریت سلامتی و ایمنی در رابطه میان راهبری شرکتی و عملکرد مالی تایید شد. اما توسعه جامعه و مدیریت محیط زیست، تعهد و ظرفیت توسعه اجتماعی این رابطه را میانجی نمی‌کنند.

موسوی مدنی (۱۳۹۹) به بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند و نشان دادند بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین پاسخگویی هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت با شاخص ROE رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین پاسخگویی هیئت‌مدیره و عملکرد شرکت با شاخص TQ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین سطح افشا و عملکرد شرکت با شاخص نرخ بازده حقوق صاحبان سهام^۱ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین رابطه بین سطح افشا و عملکرد شرکت با شاخص کیوتوبین^۲ رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بین کمیته حسابرسی و عملکرد شرکت با شاخص نرخ بازده حقوق صاحبان سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

گرد و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مالی؛ با تأکید بر روابط غیرخطی و نقش ساختار هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت پرداختند و نشان دادند که ارتباط مستقیم و معنادار بین استقلال هیئت‌مدیره و تمرکز مالکیت با عملکرد مالی شرکت برقرار است و اندازه هیئت‌مدیره، تأثیر معناداری بر عملکرد مالی شرکت ندارد.

کسباروهمکاران (۲۰۲۳) به بررسی تاثیر تضاد نمایندگی بر ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت پرداختند و مشخص شد که شرکت‌هایی که در سطوح بالاتری از تضادهای نمایندگی فعالیت می‌کنند، تنها زمانی عملکرد مالی خود را بهبود می‌بخشند که راهبری شرکتی قوی‌تری داشته باشند. به عبارتی اگر شرکت‌ها کیفیت راهبری شرکتی را به دلیل افزایش سطح تضادهای نمایندگی بهبود بخشند، عملکرد مالی نیز بهبود می‌یابد.

^۱ . ROE

^۲ . TQ

کایر و آیسلسوس (۲۰۲۱) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت‌ها در بریتانیا پرداختند. نتایج این مطالعه نشان داد که مکانیسم‌های راهبری شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارند؛ بنابراین، با انتخاب مکانیسم‌های راهبری شرکتی مناسب، می‌توان امور مالی یک شرکت را بهبود بخشید.

گولوما^۱ (۲۰۲۱) به بررسی تأثیر معیارهای راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت با توجه به تأثیرات اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی پرداختند. این مطالعه از سازوکارهای راهبری شرکتی داخلی و خارجی استفاده کرد که توسط هیئت‌مدیره مستقل، رهبری هیئت‌مدیره دوگانه، تمرکز مالکیت به عنوان معیارهای حاکمیت شرکتی داخلی و تأمین مالی بدهی و رقابت بازار محصول به عنوان یک معیار راهبری شرکتی خارجی نشان داده می‌شود. یافته‌های مطالعه نشان داد که تمرکز مالکیت و رقابت در بازار محصول با عملکرد شرکت رابطه مثبت و معناداری دارند. رهبری دوگانه با نسبت کیوتوبین رابطه منفی دارد، و تأمین مالی بدهی نیز با هر دو معیار عملکرد شرکت، رابطه منفی معناداری دارد. علاوه بر این، نتایج تجربی همچنین نشان داد که اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی بر رابطه استقلال هیئت‌مدیره، رهبری دوگانه و تمرکز مالکیت با عملکرد شرکت تأثیر منفی دارد. با این حال، اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی به طور مثبت تأثیر تأمین مالی بدهی بر نسبت کیوتوبین و تأثیر منفی بر تأمین مالی بدهی و نرخ بازدهی دارایی را تعدیل می‌کند.

کاسامادوی و وارهایی^۲ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر سه نوع تضاد نمایندگی بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که مشکلات نمایندگی نوع I (مدیر در مقابل سهامدار) و نوع دوم (سهامدار اکثریت در مقابل سهامدار اقلیت) به طور کلی به طور مثبت بر عملکرد تأثیر می‌گذارند، در حالی که مشکلات نمایندگی نوع III (سهامدار در مقابل بستانکار) بر عملکرد تأثیر منفی می‌گذارند.

فیصل وهمکاران^۳ (۲۰۲۰) به بررسی رابطه تضادهای نمایندگی، ارزش شرکت و مکانیسم‌های نظارتی پرداختند و با استفاده از شواهد تجربی از اندونزی نشان دادند که رابطه تمرکز مالکیت-عملکرد شرکت از یک الگوی غیریکنواخت پیروی می‌کند و ثابت می‌کند که فرضیه‌های نظارت و سلب مالکیت برای شرکت‌های غیرمالی در اندونزی وجود دارد. این یافته‌ها نقش مهم سهامداران اضافی، سود سهام، انواع مالکیت خارجی را به عنوان متغیرهای تعدیل‌کننده، و بدهی به عنوان پیش‌بینی‌کننده برای تأثیرگذاری بر عملکرد شرکت، که به عنوان مکانیسم‌های کنترلی برای تضادهای نمایندگی در اندونزی عمل می‌کند، برجسته کرد.

ویجاپاوههمکاران^۴ (۲۰۲۰) به بررسی رابطه ساختار مالکیت، راهبری شرکتی خوب و عملکرد شرکت پرداختند. متغیرهای مورد استفاده شامل مالکیت خارجی، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، اندازه هیئت‌مدیره شرکت‌های بخش غیرمالی در بورس سهام اندونزی در طول سال‌های ۲۰۱۳-۲۰۱۷ بوده است. یافته‌های پژوهش نشان داد

¹ . Guluma

² . Kusumadewi and Wardhani.

³ . Faisal & et al.

⁴ . Wijaya & et al.

که مالکیت خارجی و مالکیت دولتی تاثیر بر عملکرد شرکت ندارد. اندازه هیئت‌مدیره تأثیر مثبت معناداری بر عملکرد شرکت دارد در حالی که مالکیت نهادی تأثیر منفی معناداری بر عملکرد شرکت دارد. انگوین و همکاران^۱ (۲۰۲۰) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی پرداختند و با استفاده از سه ویژگی هیئت‌مدیره شامل اندازه و استقلال هیئت‌مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل و همچنین انواع ساختار مالکیت به عنوان معیارهای راهبری شرکتی و با شواهدی از ویتنام نشان دادند که مکانیسم‌های راهبری شرکتی نقش مؤثری در کنترل رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی برای کاهش تعارضات نمایندگی و در نتیجه کاهش هزینه‌های نمایندگی دارد.

بهاگات و بولتون (۲۰۱۹) به بررسی رابطه راهبری شرکتی و عملکرد آتی شرکت پرداختند. در این مطالعه از ویژگی‌ها و قدرت مالکیت سهام مدیر به عنوان معیاری برای راهبری شرکتی استفاده شده است. نتایج نشان داد که مالکیت سهام مدیر به طور مداوم و مثبت با عملکرد شرکت آتی مرتبط است. همچنین، در بین بانک‌ها مشخص شد که مالکیت سهام مدیر بانک به طور مثبت با عملکرد بانک در آینده مرتبط است، و مالکیت سهام مدیر بانک به طور منفی با ریسک آینده بانک، چه قبل و چه در طول بحران مالی مرتبط است.

مونیر و همکاران^۲ (۲۰۱۹) به بررسی رابطه بین راهبری شرکتی، پایداری شرکتی و عملکرد مالی پرداختند و نشان دادند که راهبری شرکتی با عملکرد پایداری رابطه مثبت و معناداری دارد و از طرفی عملکرد پایداری به بهبود عملکرد مالی همراه است. در نهایت مشخص شد که عملکرد پایداری رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی را به طور معناداری میانجیگری می‌کند.

۴- فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبت بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با تضاد نمایندگی، کیفیت راهبری شرکتی تاثیر قوی‌تری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

۵- روش پژوهش

این پژوهش بر حسب نوع داده‌ها، در گروه پژوهش‌های توصیفی و بر حسب نحوه اجرا را نیز می‌توان در دسته پژوهشات همبستگی قرار داد؛ زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از تکنیک‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد. جامعه آماری در این مطالعه عبارات است از کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

^۱ . Nguyen & et al.

^۲ . Munir & et al.

بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۰ می‌باشد. روش انتخاب نمونه آماری در این مطالعه بر اساس حذف سیستماتیک جامعه آماری است. با توجه به روند طی شده تعداد ۱۴۸ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

۵-۱ مدل‌های آماری پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره به شرح زیر استفاده شده که برگرفته از مطالعه کسبار و همکاران (۲۰۲۲) است.

برای آزمون فرضیه اول از مدل (۱) به شرح زیر استفاده شده است.

$$FinPer_{it} = \beta_0 + \beta_1 FinPer_{it-1} + \beta_2 Governance_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم از مدل (۲) به شرح زیر استفاده شده است.

$$FinPer_{it} = \beta_0 + \beta_1 FinPer_{it-1} + \beta_2 Governance_{it} + \beta_3 Agency_{it} + \beta_4 Governance_{it} * Agency_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

۶- متغیرهای پژوهش

- عملکرد مالی (متغیر وابسته)
برای اندازه‌گیری این متغیر به پیروی از مطالعه کسبار و همکاران (۲۰۲۲) از دو معیار نسبت کیوتوبین و نرخ بازدهی دارایی استفاده شده است.
نسبت کیوتوبین: نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی
نرخ بازدهی دارایی: نسبت سود خالص به کل دارایی
- کیفیت راهبری شرکتی (متغیر مستقل)
برای اندازه‌گیری کیفیت راهبری شرکتی از ۸ ویژگی راهبری شرکتی بشرح جدول (۱) استفاده شده است که به صورت متغیر دو ارزشی به کار برده می‌شوند و امتیاز صفر و یک به آن‌ها داده می‌شود. چنانچه امتیاز هر شرکت بیش از ۵ باشد، راهبری شرکتی در آن قوی و کیفیت راهبری شرکتی بالا است (صالحی، ۱۴۰۰).
- تضاد نمایندگی (متغیر تعدیلگر)
با توجه به پنهان یا غیرقابل مشاهده بودن تعارضات نمایندگی، به این دلیل که آن‌ها رفتار انسان را منعکس می‌کنند، اندازه‌گیری و درک چنین اصطلاحی به روشی ملموس دشوار است. در این مطالعه تضاد نمایندگی با یک شاخص ترکیبی با استفاده از تعدادی متغیر که وجود آن‌ها احتمال تضاد نمایندگی بالاتری را منعکس می‌کند، اندازه‌گیری شده است. انجام این کار اندازه‌گیری بهتری از اصطلاح "تضاد نمایندگی" به دست می‌دهد. این متغیرها

شامل اندازه شرکت، جریان نقدی آزاد، پیچیدگی محیط کسب و کار، فرصت رشد، ریسک عملیاتی و اهرم مالی هستند. بعد از محاسبه این متغیرها برای هر سال شرکت، با استفاده از تحلیل مولفه‌های اصلی (PCA) یک شاخص ترکیبی از این شش متغیر به دست می‌آید. تحلیل مولفه‌های اصلی یک روش برای کاهش ابعاد داده‌ها و تشریح واریانس آن‌ها است. در این روش ابتدا یک ماتریس داده‌ها ایجاد می‌شود که شامل مشاهداتی هستند که به طور همزمان روی متغیرها ثبت شده‌اند. سپس میانگین هر ستون ماتریس داده محاسبه شده و از هر عضو ماتریس داده کم می‌شود. این کار باعث می‌شود مرکز داده بر مبنای میانگین صفر قرار گیرد. در مرحله بعد ماتریس کوواریانس بر اساس داده‌های مرکزگرای شده محاسبه می‌شود. این ماتریس نشان می‌دهد که چقدر داده‌ها در هر راستای دیگر تغییر می‌کنند. سپس با استفاده از ماتریس کوواریانس، بردارهای ویژه و مقادیر ویژه محاسبه می‌شوند. بردارهای ویژه نشان می‌دهند که چگونه داده‌ها در جهت‌های مختلف تغییر می‌کنند و مقادیر ویژه نشان‌دهنده ویژگی تغییر آن‌ها در هر جهت هستند. بر اساس مقادیر ویژه می‌توان تعداد مولفه‌های اصلی را انتخاب کرد. این تعداد باید به گونه‌ای انتخاب شود که بتواند واریانس قابل قبولی از داده‌ها را توضیح دهد. برای اینکار نمودار اسکری مولفه‌ها ترسیم شده و مولفه‌ای که بیشترین مقدار از کل واریانس مشترک متغیرهای ورودی را توضیح دهد به عنوان بهترین مولفه یا PCA انتخاب می‌شود. در نهایت ضریب مولفه اصلی هر متغیر ورودی که توسط نرم‌افزار ارائه می‌شود به دست آمده و با ضرب آن در داده‌های هر متغیر و سپس جمع بستن آن‌ها، داده‌ها تبدیل به یک ترکیب خطی برای این متغیر بر اساس متغیرهای ورودی می‌شود. این تبدیل باعث کاهش ابعاد داده‌ها و توضیح واریانس آن‌ها می‌شود. مقادیر بزرگ‌تر نشان‌دهنده تضاد نمایندگی بالاتر در شرکت است. این نحوه اندازه‌گیری کمک می‌کند تا میزان تضاد نمایندگی به صورت عددی تعیین شود، به این ترتیب می‌توان بین شرکت‌هایی با سطوح مختلف تضاد نمایندگی (یعنی زیاد و پایین) تمایز قائل شد (کسیار و همکاران، ۲۰۲۲). نحوه اندازه‌گیری این شش معیار به شرح زیر است:

جدول ۱- مولفه‌های اندازه‌گیری راهبری شرکتی

نام مولفه	نحوه اندازه‌گیری
اندازه هیئت‌مدیره	اگر تعداد اعضای هیئت مدیره بیشتر از ۵ نفر باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
استقلال هیئت‌مدیره	اگر حداقل یک عضو غیرموظف در اعضای هیئت‌مدیره وجود داشته باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
جلسات هیئت‌مدیره	اگر جلسات هیئت‌مدیره حداقل در هر ماه یک جلسه باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
تخصص هیئت‌مدیره	اگر در ترکیب اعضای هیئت‌مدیره حداقل یک عضو با تحصیلات مالی و حسابداری وجود داشته باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
کمیته حسابرسی	اگر شرکت دارای کمیته حسابرسی باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.

حسابرسی داخلی	اگر شرکت دارای حسابرسی داخلی باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
کیفیت حسابرسی	اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شده باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.
تمرکز مالکیت	اگر ۱۰ درصد سهام شرکت متعلق به بزرگترین سهامدار باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می‌گیرد.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی کل دارایی شرکت (کسبار و همکاران، ۲۰۲۲). دمستز و لن^۱ (۱۹۸۵) استدلال می‌کنند که شرکت‌های بزرگ معمولاً در عملیات‌های بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک مشارکت می‌کنند که به مدیران شرکت‌های بزرگ این فرصت را می‌دهد که منابع را به هزینه سهامداران هدر دهند (مزایای غیرمالی مصرف بیش از حد، مانند دفاتر لوکس). علاوه بر این، واتس و زیمرمن^۲ (۱۹۹۰) این واقعیت را روشن می‌کنند که شرکت‌های بزرگ بیشتر تحت نظارت عموم مردم و دولت قرار می‌گیرند، که آن‌ها را برای مدیریت سود به منظور جلب توجه و بررسی مطلوب، ترغیب می‌کند. بنابراین، شرکت‌های بزرگ‌تر احتمالاً تضاد نمایندگی بیشتری دارند.

جریان نقد آزاد: تفاوت بین جریان نقد عملیاتی و مخارج سرمایه‌ای (دارایی ثابت در پایان دوره منهای دارایی ثابت در ابتدای دوره) تقسیم بر کل دارایی‌های ابتدای سال (کسبار و همکاران، ۲۰۲۲). جنسن^۳ (۱۹۸۶) و گورانوا و همکاران^۴ (۲۰۱۷) استدلال می‌کنند که سطح تعارض بین سهامداران و مدیران زمانی افزایش می‌یابد که جریان نقد آزاد قابل توجهی به دلیل تضاد ناشی از استفاده از این جریان، وجود داشته باشد. مدیران تمایل دارند از وجوه نقد باقیمانده پس از تامین مالی پروژه‌ها و بازپرداخت بدهی، در فعالیت‌های تخریب‌کننده ارزش (مانند فعالیت‌های ادغام و تملک (M&A)) و/یا افزایش مصرف بیش از حد کالاها که پیامدهای زیان‌باری بر ارزش شرکت دارد، سوء استفاده کنند. بنابراین، شرکت‌های با جریان نقد آزاد بیشتر، احتمالاً تضاد نمایندگی بیشتری دارند.

فرصت‌های رشد: نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی به ارزش دفتری دارایی (کسبار و همکاران، ۲۰۲۲). جنسن (۱۹۸۶) و دی^۵ (۲۰۰۸) بیان می‌کنند شرکت‌هایی که فرصت‌های رشد بالایی دارند، به دلیل افزایش قدرت مدیرانشان، به احتمال زیاد مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی دارند. جنسن (۱۹۸۶) این موضوع را به این صورت توجیه می‌کند که مدیران تشویق می‌شوند تا از اندازه بهینه فراتر بروند تا افزایش منابع

¹ . Demsetz and Lehn

² . Watts and Zimmerman

³ . Jensen.

⁴ .Goranova & et al .

⁵ .Dey

تحت کنترل خود را برای برآوردن یا شکست دادن نرخ های رشد بالا توجیه کنند. مورفی^۱ (۱۹۸۵) استدلال می کند که مدیران تشویق می شوند تا از اندازه بهینه فراتر بروند، زیرا این امر باعث افزایش پاداش آن ها می شود، با توجه به اینکه افزایش پاداش با رشد فروش همراه است. شرکت هایی که نرخ رشد پایینی دارند، به دلیل جریان نقد آزاد قابل توجهی که دارند، احتمالاً سطوح بالایی از مشکلات نمایندگی را خواهند داشت.

پیچیدگی محیط کسب و کار: پیچیدگی محیط کسب و کار از طریق عضویت یا عدم عضویت در گروه های تجاری مشخص می شود. شرکتی عضو گروه تجاری محسوب می شود که خود یا شرکت مادر باشد یا شرکت فرعی و تابعه شرکت مادر باشد. در صورتی که شرکتی این شرایط را داشته باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر می گیرد (آقایی و همکاران، ۱۳۹۶). رانتاکاری^۲ (۲۰۱۳) گزارش می دهد که نوسانات محیط عملیاتی بر ساختار سازمانی بهینه تأثیر می گذارد، زیرا افزایش میزان نوسانات در محیط عملیاتی، سطح تعارضات نمایندگی را افزایش می دهد. این استدلال مطابق با یافته های اساسی دمستر و لن (۱۹۸۵) است که گزارش کردند مدیران شرکت هایی با محیط های کاری ناپایدارتر احتمال بیشتری دارد که درگیر مشکلات مخاطره اخلاقی شوند، زیرا نظارت بر رفتار مدیریت برای سهامداران دشوار می شود. علاوه بر این، استین^۳ (۱۹۹۷) استدلال کرد شرکت هایی که در محیط های بسیار پیچیده فعالیت می کنند، ممکن است از تخصیص نادرست منابع رنج ببرند، زیرا مدیران این شرکت ها تمرکز خود را از دست می دهند و در نتیجه احتمال بیشتری وجود دارد که در مقایسه با سایر مدیرانی که در محیط های کمتر پیچیده فعالیت می کنند، تصمیم های بهینه ای که سودآوری شرکت هایشان را افزایش می دهد، نگیرند. بنابراین، شرکت های فعال در محیط های پیچیده تر، احتمالاً تضاد نمایندگی بیشتری دارند.

ریسک عملیاتی: انحراف استاندارد یک دوره سه ساله نسبت فروش به دارایی (کسباروهکاران، ۲۰۲۲). دی (۲۰۰۸) بیان می کند که شرکت های پرریسک معمولاً از هزینه بالای بدهی رنج می برند. بر این اساس، این شرکت های ریسک پذیر برای کاهش ریسک درک شده و در نتیجه کاهش هزینه بدهی، ترغیب می شوند تا فعالیت هایی را انجام دهند. بنابراین، انتظار می رود شدت تضادهای نمایندگی در شرکت هایی با ریسک عملیاتی بالا، بیشتر باشد.

اهرم مالی: نسبت کل بدهی به کل دارایی (کسباروهکاران، ۲۰۲۲). شرکت هایی که دارای اهرم بالا هستند، احتمالاً مدیریت سود را اعمال می کنند تا نسبت اهرم را تا حد ممکن کوچک نگه دارند. در غیر این صورت، مدیران ممکن است به دلیل قراردادهای بدهی که به وام دهندگان حق مداخله در تصمیمات آن ها را می دهد، جریمه شوند (واتس و زیمرمن، ۱۹۹۰). چنین مداخلاتی بر عملکرد مالی شرکت ها تأثیر منفی می گذارد. نمونه هایی از قراردادهای

^۱ . Murphy
^۲ . Rantakari
^۳ . Stein

بدهی شامل محدودیت در فعالیت ادغام، سرمایه‌گذاری در شرکت‌های دیگر، افزایش بدهی و فروش برخی دارایی‌ها است (بوون و همکاران^۱، ۲۰۰۸).

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱ آمار توصیفی

آمار توصیفی که شمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهده‌ها را برای هر متغیر نشان می‌دهد، می‌تواند در تعمیم‌پذیری نتایج به سایر جوامع آماری مفید باشد. لازم به توضیح است که با توجه به تعداد ۱۴۸ شرکت منتخب و دوره ۹ ساله مورد بررسی (از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۴۰۰)، تعداد مشاهدات برابر با ۱۳۳۲ مشاهده (سال-شرکت) است. همچنین با توجه به وجود مشاهدات پرت^۲ در برخی از متغیرها، به منظور پیشگیری از سوگیری در نتایج به دلیل این مشاهدات پرت و دورافتاده، متغیرها در صدک‌های ۵ و ۹۵ وینزورایز^۳ شدند.

جدول ۲- آمار توصیفی

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
نسبت کیوتوبین	۱۳۳۲	۲.۸۰۳	۲.۱۶۰	۷.۱۴۲	۱.۱۰۱	۱.۶۹۷	۱.۱۹۵	۳.۵۱۲
نرخ بازدهی دارایی	۱۳۳۲	۰.۱۵۳	۰.۱۲۷	۰.۴۵۵	-۰.۰۶۳	۰.۱۴۵	۰.۵۴۱	۲.۳۴۱
کیفیت راهبری شرکتی	۱۳۳۲	۵.۶۴۳	۶	۸	۲	۰.۹۳۴	-۰.۷۵۷	۳.۷۹۴
تضاد نمایندگی	۱۳۳۲	۰.۷۲۷	۰.۶۹۰	۱.۰۶۶	۰.۵۳۳	۰.۱۵۳	۰.۷۱۸	۲.۵۳۷

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جدول ۳- آمار توصیفی مولفه‌های تضاد نمایندگی

نام متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اندازه شرکت	۱۳۳۲	۱۴.۸۹۰	۱۴.۶۱۳	۲۱.۳۲۷	۱۰.۴۹۲	۱.۷۳۸	۰.۷۱۱	۳.۵۷۸
جریان نقد آزاد	۱۳۳۲	۰.۱۳۲	۰.۱۱۳	۰.۳۹۶	-۰.۰۶۳	۰.۱۲۳	۰.۵۰۳	۲.۵۳۵
پیچیدگی محیط کسب‌وکار	۱۳۳۲	۰.۴۳۲	۰	۱	۰	۰.۴۹۵	۰.۲۷۲	۱.۰۷۴

^۱. Bowen & et al.

^۲. Outlier Data

^۳. Winsorized

۴.۱۸۴	۱.۴۰۰	۰.۱۴۹	۰.۰۲۹	۰.۵۹۱	۰.۱۳۴	۰.۱۸۴	۱۳۳۲	ریسک عملیاتی
۳/۵۹۲	۰/۵۹۴	۰/۱۸۲	۰/۰۷۹	۰/۳۹۸	۰/۱۴۵	۰.۳۴۷	۱۳۳۲	فرصت رشد
۲.۱۱۸	-۰.۰۲۴	۰.۱۹۲	۰.۲۰۸	۰.۸۹۸	۰.۵۴۸	۰.۵۵۵	۱۳۳۲	اهرم مالی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتایج آمار توصیفی را می‌توان بدین ترتیب تفسیر کرد:

نسبت کیوتوبین این نسبت یکی از معیارهای عملکرد مالی است که عملکرد بازار شرکت‌ها را نشان می‌دهد و هرچه مقدار آن بیشتر باشد به معنای این است که شرکت، در بازار سرمایه و از منظر سرمایه‌گذاران ارزش بالایی دارد و فرصت‌های سرمایه‌گذاری یا همان فرصت رشد شرکت مطلوب است. به طور کلی مطلوبیت این نسبت در این است که مقدار آن بالای یک باشد، در غیر این صورت سرمایه‌گذاری روی شرکت متوقف می‌شود. با میانگین ۲.۸۰۳ نشان می‌دهد به طور متوسط عملکرد بازار شرکت‌ها مطلوب است. بیشترین ۷/۱۴۲ کمترین ۱.۱۰۱ است که هر دو مقدار بالای ۱ و مطلوب هستند. نرخ بازدهی دارایی نرخ بازدهی دارایی برابر با نسبت سود خالص به کل دارایی است و میزان سودآوری شرکت به ازای دارایی‌های آن را نشان می‌دهد. میانگین ۰.۱۵۳ و بیشترین سودآوری برابر با ۴۵.۵ درصد و کمترین سودآوری رقمی منفی است که زیان ده بودن شرکت را نشان می‌دهد. کیفیت راهبری شرکتی برای اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی از یک معیار ترکیبی که ۸ مولفه یا مکانیسم حاکمیت شرکتی مناسب با ایران را در نظر گرفته، استفاده شده است. بر اساس این معیار، چنانچه امتیاز هر شرکت بیش از ۵ باشد، حاکمیت شرکتی در آن قوی و کیفیت حاکمیت شرکتی بالا است. با میانگین ۵.۶۴۳ است نشان می‌دهد که به طور متوسط کیفیت راهبری شرکتی در ایران مطلوب و قوی است، با این حال میانه برابر با ۶ است که یعنی نصف مشاهدات مقداری کمتر از آن را کسب کرده‌اند، و همچنین کمینه برابر با ۲ است که نشان می‌دهد، در برخی از مشاهدات راهبری شرکتی با کیفیت پایین نیز وجود دارد. اندازه شرکت بامیانگین ۱۴.۸۹۰ و همچنین بیشینه و کمینه برابر با ۲۱.۳۲۷ و ۱۰.۴۹۲ هستند که به ترتیب متعلق به بزرگ‌ترین و کوچک‌ترین شرکت به لحاظ میزان کل دارایی می‌باشند. میانگین جریان نقد برابر با ۰.۱۳۲ و بیشترین جریان نقد آزاد برابر با ۳۹.۶ درصد و کمترین جریان نقد آزاد برابر با -۰.۰۶۳ است که بیشتر بودن مخارج سرمایه‌ای از جریان نقد عملیاتی را نشان می‌دهد. پیچیدگی محیط کسب‌وکار پیچیدگی محیط کسب‌وکار از طریق عضویت یا عدم عضویت در گروه‌های تجاری مشخص می‌شود. شرکتی عضو گروه تجاری محسوب می‌شود که خود یا شرکت مادر باشد یا شرکت فرعی و تابعه شرکت مادر باشد. در صورتی که شرکتی این شرایط را داشته باشد، ارزش یک و در غیر این صورت ارزش صفر گرفته است. میانگین این متغیر ۴۳.۲ درصد از مشاهدات عضو گروه‌های تجاری و دارای محیط کسب‌وکار پیچیده هستند. ریسک عملیاتی از انحراف استاندارد یک دوره سه ساله نسبت فروش به دارایی به دست آمده است و میزان نوسانات فروش شرکت را که ریسک فعالیت‌های عملیاتی را نشان می‌دهد، اندازه‌گیری می‌کند. میانگین این متغیر ۰.۱۸۴ درصد است بیشترین ریسک عملیاتی، ۵۹.۱ درصد و کمترین ریسک عملیاتی، ۲.۹ درصد است. اهرم مالی برابر با نسبت کل بدهی به کل دارایی است و میزان استقراض



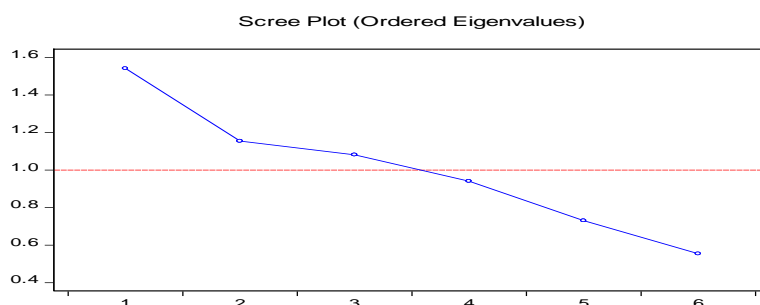
شرکت برای تامین منابع شرکت را نشان می‌دهد. میانگین اهرم مالی برابر با ۰.۵۵۵، بیشترین و کمترین ۰.۸۹۸ و ۰.۲۰۸ است. تضاد نمایندگی با یک شاخص ترکیبی با استفاده از تعدادی متغیر که وجود آن‌ها احتمال تضاد نمایندگی بالاتری را منعکس می‌کند، اندازه‌گیری شده است. در این بخش روند اجرای تحلیل مولفه‌های اصلی برای به دست آوردن یک شاخص ترکیبی از ویژگی‌های تضاد نمایندگی اجرا شده است. جدول (۴) مقادیر ویژه و درصد واریانس توضیح داده شده توسط مولفه‌ها را نشان می‌دهد.

جدول ۴- ترکیب واریانس توضیح داده شده توسط مولفه‌های تضاد نمایندگی

مولفه	مقادیر ویژه	درصد از کل واریانس توضیح داده شده	مقادیر ویژه تجمعی	درصد از کل واریانس توضیح داده شده (انباشته)
۱	۱.۵۴۰	۲۵.۶۸٪	۱.۵۴۰	۲۵.۶۸٪
۲	۱.۱۵۴	۱۹.۲۴٪	۲.۶۹۵	۴۴.۹۲٪
۳	۱.۰۸۰	۱۸.۰۱٪	۳.۷۷۵	۶۲.۹۳٪
۴	۰.۹۴۰	۱۵.۶۷٪	۴.۷۱۵	۷۸.۶۰٪
۵	۰.۷۲۹	۱۲.۱۶٪	۵.۴۴۵	۹۰.۷۶٪
۶	۰.۵۵۴	۹.۲۴٪	۶	۱۰۰٪

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار ویژه عامل اصلی ۱.۵۴۰ است که نشان می‌دهد این عامل می‌تواند ۲۵.۶۸ درصد از واریانس مشترک این شش ورودی را توضیح دهد. از سوی دیگر، مقدار ویژه عامل جزئی ۱.۱۵۴ است و این بدان معناست که این عامل جزئی می‌تواند ۱۹.۲۴ درصد از واریانس مشترک این شش ورودی را توضیح دهد. در نمودار (۱) که نمودار اسکری مولفه‌ها ترسیم شده است، می‌توان بهترین مولفه را انتخاب کرد. مطابق با نمودار (۱) ملاحظه می‌شود که مولفه اول بیشترین مقدار از کل واریانس را تبیین می‌کند. با توجه به این نمودار می‌توان دریافت که مولفه اول یا PCA اول برای تحلیل کافی است. بنابراین عامل جزئی از تحلیل حذف می‌شود و عامل اصلی انتخاب می‌شود.



نمودار ۱-اسکری مولفه‌های اصلی ویژگی‌های تضاد نمایندگی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

در جدول ۴ میزان تاثیر هر متغیر در تخمین مولفه ارائه شده است.

جدول ۴- ضریب امتیاز عناصر تضاد نمایندگی

ضریب مولفه اول	متغیر
۰.۰۲۸	اندازه شرکت
۰.۰۲۷	جریان نقد آزاد
۰.۰۸۳	پیچیدگی محیط کسب و کار
۰.۰۷۹	فرصت‌های رشد
-۰.۰۳۹	ریسک عملیاتی
-۰.۰۴۹	اهرم مالی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به جدول (۴) معادله زیر برای محاسبه تضاد نمایندگی نوشته می‌شود.

$$\begin{aligned} \text{تضاد نمایندگی} = & ۰.۰۲۸ \times (\text{اندازه شرکت}) + ۰.۰۲۷ \times (\text{جریان نقد آزاد}) + ۰.۰۸۳ \times \\ & (\text{پیچیدگی محیط کسب و کار}) + ۰.۰۷۹ \times (\text{فرصت‌های رشد}) - ۰.۰۳۹ \times (\text{ریسک عملیاتی}) - ۰.۰۴۹ \times \\ & (\text{اهرم مالی}) \end{aligned}$$

بنابراین با استفاده از این معادله یک شاخص ترکیبی برای تضاد نمایندگی محاسبه شد که میانگین آن برابر با ۰.۷۲۷ با انحراف معیار ۰.۱۵۳ است. همچنین بیشینه برابر با ۱.۰۶۶ است که بیشترین تضاد نمایندگی و کمینه



برابر با ۰.۵۳۳ است که کمترین تضاد نمایندگی را نشان می‌دهد. علاوه بر این، بر اساس مقادیر چولگی و کشیدگی مشخص شد که هیچ‌یک از متغیرها از جمله متغیر وابسته توزیع نرمال ندارند، با این حال اگر تعداد مشاهدات بیشتر از ۳۰ مشاهده باشد، در صورتی که توزیع آن‌ها نرمال هم نباشد، می‌توان با توجه به قضیه حد مرکزی آن‌ها را نرمال فرض کرد و لذا با توجه به اینکه تعداد مشاهدات در این پژوهش برابر با ۱۳۳۲ است، می‌توان توزیع آن‌ها را نرمال فرض کرد.

۷-۲ آزمون مانایی

برای بررسی مانایی متغیرها از آزمون لین-لویین-چو^۱ (LLC) استفاده شده نتایج آزمون مانایی نشان می‌دهد که همه متغیرها، در مقیاس سطح متغیر، مانا می‌باشند، زیرا سطح معناداری آماره همه متغیرها کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. به این ترتیب می‌توان اطمینان حاصل کرد که رگرسیون کاذب و سوگیری در نتایج ایجاد نمی‌شود و نتایج قابل اتکا خواهند بود.

جدول ۵- آزمون مانایی در مقیاس سطح متغیر

نام متغیر	مقدار آماره	سطح معناداری	نتیجه آزمون
نسبت کیوتوبین	-۲۸.۲۳۲	۰.۰۰۰	مانا
نرخ بازدهی دارایی	-۸۴.۳۱۰	۰.۰۰۰	مانا
کیفیت راهبری شرکتی	-۳۵.۷۲۵	۰.۰۰۰	مانا
تضاد نمایندگی	-۲۸.۵۶۴	۰.۰۰۰	مانا
اندازه شرکت	-۳.۳۴۸	۰.۰۰۰	مانا
اهرم مالی	-۳۰.۹۰۳	۰.۰۰۰	مانا
جریان نقد آزاد	-۲۶.۱۷۴	۰.۰۰۰	مانا

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۷-۳ آزمون همبستگی

^۱. LLC



برای آزمون همبستگی از آزمون همبستگی پیرسون به بررسی همبستگی دو به دو بین متغیرهای مستقل با یکدیگر و متغیرهای مستقل با متغیر وابسته پرداخته شده است. اگر ضریب همبستگی بین دو متغیر بیشتر از آستانه ۰.۸۱۱ پیشنهاد شده توسط کندی^۱ (۱۹۸۵) باشد، به معنای همبستگی شدید بین دو متغیر است که به کارگیری همزمان آن‌ها در مدل رگرسیونی، ممکن است رگرسیون کاذب ایجاد کند.

جدول ۸- آزمون همبستگی

متغیر	نسبت کیوتوبین	نرخ بازدهی دارایی	کیفیت راهبری شرکتی	تضاد نمایندگی	اندازه شرکت	اهرم مالی	جریان نقد آزاد
نسبت کیوتوبین	۱ ---	۰.۳۸۱ ۰.۰۰۰	۰.۰۸۴۲ ۰.۰۰۱	-۰.۸۳۰ ۰.۰۰۰	۰.۰۹۷ ۰.۰۰۰	-۰.۳۲۲ ۰.۰۰۰	۰.۰۳۸ ۰.۱۳۹
نرخ بازدهی دارایی		۱ ---	۰.۴۴۲ ۰.۰۰۰	-۰.۳۹۳ ۰.۰۰۰	۰.۲۷۰ ۰.۰۰۰	-۰.۶۳۱ ۰.۰۰۰	۰.۰۱۸ ۰.۴۶۸
کیفیت راهبری شرکتی			۱ ---	-۰.۱۲۲ ۰.۰۰۰	۰.۲۵۷ ۰.۰۰۰	-۰.۰۰۲ ۰.۹۲۸	-۰.۰۳۱ ۰.۲۲۵
تضاد نمایندگی				۱ ---	۰.۴۶۹ ۰.۰۰۰	-۰.۲۸۹ ۰.۰۰۰	۰.۱۲۲ ۰.۰۰۰
اندازه شرکت					۱ ---	-۰.۰۷۸ ۰.۰۰۲	۰.۱۳۷ ۰.۰۰۰
اهرم مالی						۱ ---	-۰.۲۲۹ ۰.۰۰۰
جریان نقد آزاد							۱ ---

منبع: یافته‌های پژوهشگر

^۱ . Kennedy

اجرای مدل GMM

در این پژوهش، از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته^۱ برای برآوردهای مدل‌های رگرسیونی و آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است. به این دلیل از مدل GMM استفاده شده است که استدلال می‌شود هر گونه تغییر در عملکرد مالی دوره قبل در نتیجه راهبری شرکتی و تضاد نمایندگی، احتمالاً در عملکرد مالی دوره جاری نیز رخ خواهد داد؛ بنابراین، از وقفه متغیر وابسته در مدل به عنوان متغیر توضیحی استفاده شده است. از روش پنل پویا (GMM) برای حل مشکلات مربوط به خودهمبستگی و ناهمگنی استفاده می‌شود. برآوردهای GMM این امکان را برای پژوهشگران ایجاد می‌کند که بتوانند مشکلات مربوط به همبستگی سریالی، ناهمسانی واریانس و درون‌زایی را برای بعضی از متغیرها رفع کنند. در این روش به منظور تخمین مدل، لازم است ابتدا متغیرهای ابزاری به کار گرفته شده در مدل مشخص شود. سازگاری تخمین‌زنده‌های GMM بستگی به معتبر بودن متغیرهای ابزاری به کار رفته و فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا بستگی دارد. این اعتبار می‌تواند به وسیله دو آزمون تصریح شده توسط آرانو و باند آزمون شود. متغیرهای ابزاری این مدل مقادیر با وقفه متغیر وابسته و متغیرهای توضیحی‌اند. در ادامه هر یک از مدل‌های رگرسیونی جهت آزمون فرضیه‌ها با تکنیک ذکر شده برآورد شده‌اند.

برآورد مدل (۱) و آزمون فرضیه اول

فرضیه اول پژوهش به این صورت تبیین شده است:

کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبت بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

برای آزمون این فرضیه مدل رگرسیونی (۱) به شرح زیر، بکار گرفته شده است:

$$FinPer_{it} = \beta_0 + \beta_1 FinPer_{it-1} + \beta_2 Governance_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

از آنجایی که برای سنجش متغیر وابسته یعنی عملکرد مالی، دو معیار شامل نسبت کیوتوبین و نرخ بازدهی دارایی در نظر گرفته شده است، این مدل ابتدا با معیار نسبت کیوتوبین با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برآورد شده است که نتیجه آن در جدول (۷) گزارش شده است. همچنین آزمون‌های مربوط به اعتبارسنجی این روش نیز در جدول گزارش شده است.

جدول ۷- نتیجه برآورد مدل (۱) (متغیر وابسته: نسبت کیوتوبین)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
-------	------	------------------	---------	--------------

^۱. GMM

۰.۰۰۰	۹.۲۳۳	۰.۰۳۲	۰.۳۰۳	وقفه نسبت کیوتوبین
۰.۰۰۹	۲.۵۸۴	۰.۳۸۲	۰.۹۸۷	کیفیت راهبری شرکتی
۰.۰۰۰	۴.۲۶۷	۰.۱۷۲	۰.۷۳۵	اندازه شرکت
۰.۰۲۵	-۲.۲۶۶	۰.۳۶۲	-۰.۸۲۱	اهرم مالی
۰.۶۰۵	-۰.۵۱۶	۱.۱۹۷	-۰.۶۱۸	جریان نقد آزاد
آزمون‌های اعتبارسنجی				
۰.۱۴۳	احتمال آماره J	۳۹.۳۷۶		آماره J
۰.۶۶۶	احتمال آماره AR(1)	-۵.۰۹۴		آماره AR(1)
۰.۵۰۵	احتمال آماره AR(2)	۰.۰۰۰		آماره AR(2)
۰.۲۴۱				احتمال آماره سازگان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبارسنجی مدل برآورد شده (۱) با متغیر وابسته نسبت کیوتوبین

قبل از تفسیر نتایج، آزمون‌های اعتبارسنجی بررسی می‌شود. در روش گشتاورهای تعمیم یافته از متغیرهای ابزاری بهره گرفته می‌شود؛ لذا باید در ابتدا مشخص شود که آیا ابزارهای به کار گرفته شده، مناسب هستند یا خیر. به این منظور از آماره J و احتمال آن استفاده می‌شود. فرض صفر آماری در اینجا مبنی بر معتبر بودن ابزارهای مورد استفاده است. بنابراین اگر احتمال آماره J بزرگ‌تر از ۰.۰۵ باشد، اعتبار ابزارهای مورد استفاده تأیید می‌شود که در جدول (۷) ملاحظه می‌شود احتمال آماره J برابر با ۰.۱۴۳ است و به معنای اعتبار ابزارهای مورد استفاده است. علاوه بر آماره J از آماره سازگان نیز به این منظور استفاده می‌شود که فرض صفر آماری در اینجا نیز مبنی بر معتبر بودن ابزارهای مورد استفاده است، بنابراین با توجه به اینکه احتمال آماره سازگان برابر با ۰.۲۴۱ و از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، دلیل محکم دیگری برای اعتبار ابزارهای مورد استفاده پیدا می‌شود. بعلاوه تخمین‌زننده GMM در صورتی سازگار است که همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. برای بررسی همبستگی سریالی از آزمون آرلانو و باند (۱۹۹۱) استفاده می‌شود. فرضیه صفر آماری این آزمون مبنی بر عدم وجود همبستگی سریالی می‌باشد. با توجه به اینکه احتمال آماره AR(2) که برابر با ۰.۵۰۵ است، از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، بنابراین فرض عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم بین پسماندها پذیرفته می‌شود. با توجه به این آزمون‌های اعتبارسنجی مشاهده می‌شود که برآوردگر GMM سازگار بوده و در نتیجه مدل داده‌های پانل پویا برای این رگرسیون معتبر می‌باشد و اکنون با اطمینان می‌توان به تفسیر نتایج پرداخت.

تفسیر آماری نتایج مدل برآورد شده (۱) با متغیر وابسته نسبت کیوتوبین:

برای نتیجه‌گیری در مورد تاثیر هر متغیر توضیحی بر متغیر وابسته از آماره t و سطح معناداری آن استفاده می‌شود؛ به طوری که اگر سطح معناداری آماره t متغیر کوچک‌تر از ۰.۰۵ باشد، به معنای این است که تاثیر آن متغیر در سطح خطای ۵ درصد و با اطمینان ۹۵ درصد معنادار و قابل توجه است و اگر سطح معناداری آماره t متغیر کوچک‌تر از ۰.۰۱ باشد، به معنای این است که تاثیر آن متغیر در سطح خطای ۱ درصد و با اطمینان ۹۹ درصد معنادار و قابل توجه است. بعلاوه برای اینکه شدت تاثیر متغیر معنادار مشخص شود، از ضریب آن استفاده می‌شود، به طوری که اگر ضریب متغیر معنادار، مثبت باشد به معنای این است که آن متغیر محرک افزایش‌دهنده و اگر ضریب متغیر معنادار، منفی باشد به معنای تاثیرگذاری معکوس آن متغیر است. با این توضیح اکنون به تفسیر نتایج پرداخته می‌شود.

وقفه نسبت کیوتوبین در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۳۰۳ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در نسبت کیوتوبین در دوره جاری، با افزایش نسبت کیوتوبین در دوره آتی به میزان ۰.۳۰۳ واحد همراه است که به معنای ماندگاری ارزش بازار شرکت است.

کیفیت راهبری شرکتی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۹۸۷ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در کیفیت راهبری شرکتی، منجر به افزایش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۹۸۷ واحد می‌شود. این نتیجه از فرضیه اول پشتیبانی می‌کند و به این ترتیب فرضیه اول با معیار کیوتوبین با اطمینان ۹۹ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد.

اندازه شرکت در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۷۳۵ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در اندازه شرکت، منجر به افزایش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۷۳۵ واحد می‌شود.

اهرم مالی در سطح خطای ۵ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۸۲۱- است که به صورت منفی است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در اهرم مالی، منجر به کاهش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۸۲۱ واحد می‌شود. در نهایت جریان نقد آزاد تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین نشان نداد. همچنین، مدل (۱) برای معیار نرخ بازدهی دارایی به عنوان متغیر وابسته نیز برآورد شده است که نتیجه آن در جدول (۸) گزارش شده است.

جدول ۸- نتیجه برآورد مدل (۱) (متغیر وابسته: نرخ بازدهی دارایی)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
وقفه نرخ بازدهی دارایی	۰.۲۰۶	۰.۰۴۳	۴.۸۱۱	۰.۰۰۰
کیفیت راهبری شرکتی	۰.۰۴۴	۰.۰۲۱	۲.۰۶۲	۰.۰۳۹

۰.۰۱۸	۲.۳۶۵	۰.۰۰۶	۰.۰۱۵	اندازه شرکت
۰.۰۰۰	-۱۰.۳۶۹	۰.۰۹۲	-۰.۹۵۶	اهرم مالی
۰.۷۶۶	-۰.۲۹۷	۰.۱۱۱	-۰.۰۳۳	جریان نقد آزاد
آزمون‌های اعتبارسنجی				
۰.۱۲۷	احتمال آماره J	۲۷.۷۹۰		آماره J
۰.۰۰۰	احتمال آماره AR(1)	-۵.۷۳۴		آماره AR(1)
۰.۹۲۶	احتمال آماره AR(2)	۰.۰۹۱		آماره AR(2)
۰.۲۳۵				احتمال آماره سارگان

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبارسنجی مدل برآورد شده (۱) با متغیر وابسته نرخ بازدهی دارایی:

ملاحظه می‌شود احتمال آماره J برابر با ۰.۱۲۷ است و به معنای اعتبار ابزارهای مورد استفاده است. همچنین، با توجه به اینکه احتمال آماره سارگان برابر با ۰.۲۳۵ و از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، دلیل محکم دیگری برای اعتبار ابزارهای مورد استفاده پیدا می‌شود. بعلاوه، با توجه به اینکه احتمال آماره (AR2) که برابر با ۰.۹۲۶ است، از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، بنابراین فرض عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم بین پسماندها پذیرفته می‌شود. با توجه به این آزمون‌های اعتبارسنجی مشاهده می‌شود که برآوردگر GMM سازگار بوده و در نتیجه مدل داده‌های پانل پویا برای این رگرسیون معتبر می‌باشد و اکنون با اطمینان می‌توان به تفسیر نتایج پرداخت.

تفسیر آماری نتایج مدل برآورد شده (۱) با متغیر وابسته نرخ بازدهی دارایی

وقفه نرخ بازدهی دارایی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۲۰۶ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در نرخ بازدهی دارایی در دوره جاری، با افزایش نرخ بازدهی دارایی در دوره آتی به میزان ۰.۲۰۶ واحد همراه است که به معنای ماندگاری سودآوری شرکت است.

کیفیت راهبری شرکتی در سطح خطای ۵ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۰۴۴ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در کیفیت راهبری شرکتی، منجر به افزایش نرخ بازدهی دارایی به میزان



۰۰۴۴ واحد می‌شود. این نتیجه از فرضیه اول پشتیبانی می‌کند و به این ترتیب فرضیه اول با معیار نرخ بازدهی دارایی، با اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. اندازه شرکت در سطح خطای ۵ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۰۱۵ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در اندازه شرکت، منجر به افزایش نرخ بازدهی دارایی به میزان ۰.۰۰۵ واحد می‌شود. اهرم مالی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۹۵۶- است که به صورت منفی است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در اهرم مالی، منجر به کاهش نرخ بازدهی دارایی به میزان ۰.۹۵۶ واحد می‌شود. در نهایت جریان نقد آزاد تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی نشان نداد.

برآورد مدل (۲) و آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش به این صورت تبیین شده است:
در شرکت‌های با سطح بالای تضاد نمایندگی، کیفیت راهبری شرکتی تاثیر قوی‌تری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. برای آزمون این فرضیه مدل رگرسیونی (۲) به شرح زیر، بکار گرفته شده است:

$$FinPer_{it} = \beta_0 + \beta_1 FinPer_{it-1} + \beta_2 Governance_{it} + \beta_3 Agency_{it} + \beta_4 Governance_{it} * Agency_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

از آنجایی که برای سنجش متغیر وابسته یعنی عملکرد مالی، دو معیار شامل نسبت کیوتوبین و نرخ بازدهی دارایی در نظر گرفته شده است، این مدل ابتدا با معیار نسبت کیوتوبین با روش گشتاورهای تعمیم‌یافته برآورد شده است که نتیجه آن در جدول (۹) گزارش شده است. همچنین آزمون‌های مربوط به اعتبارسنجی این روش نیز در جدول گزارش شده است.

بررسی اعتبارسنجی مدل برآورد شده (۲) با متغیر وابسته نسبت کیوتوبین

ملاحظه می‌شود احتمال آماره J برابر با ۰.۱۵۵ است و به معنای اعتبار ابزارهای مورد استفاده است. همچنین، با توجه به اینکه احتمال آماره سارگان برابر با ۰.۳۶۰ و از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، دلیل محکم دیگری برای اعتبار

ابزارهای مورد استفاده پیدا می‌شود. بعلاوه، با توجه به اینکه احتمال آماره (AR2) که برابر با ۰.۲۶۵ است، از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، بنابراین فرض عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم بین پسماندها پذیرفته می‌شود. با توجه به این آزمون‌های اعتبارسنجی مشاهده می‌شود که برآوردگر GMM سازگار بوده و در نتیجه مدل داده‌های پانل پویا برای این رگرسیون معتبر می‌باشد و اکنون با اطمینان می‌توان به تفسیر نتایج پرداخت.

تفسیر آماری نتایج مدل برآورد شده (۲) با متغیر وابسته نسبت کیوتوبین:

وقفه نسبت کیوتوبین در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۰۰۹ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در نسبت کیوتوبین در دوره جاری، با افزایش نسبت کیوتوبین در دوره آتی به میزان ۰.۰۰۹ واحد همراه است که به معنای ماندگاری ارزش بازار شرکت است.

کیفیت راهبری شرکتی در سطح خطای ۵ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۳۲۰ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در کیفیت راهبری شرکتی، منجر به افزایش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۳۲۰ واحد می‌شود.

تضاد نمایندگی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با -۰.۳۸۲ است که به صورت منفی است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در تضاد نمایندگی، منجر به کاهش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۳۸۲ واحد می‌شود.

تعامل راهبری شرکتی و تضاد نمایندگی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نسبت کیوتوبین دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۴۰۸ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد در شرایطی که شرکت‌ها با تضاد نمایندگی مواجه هستند، یک واحد افزایش در راهبری شرکتی منجر به افزایش نسبت کیوتوبین به میزان ۰.۴۰۸ واحد می‌شود. این نتیجه از فرضیه دوم پشتیبانی می‌کند و به این ترتیب فرضیه دوم با معیار نسبت کیوتوبین، با اطمینان ۹۹ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد.

همچنین، نتایج نشان می‌دهد زمانی که تعامل بین دو متغیر تضاد نمایندگی و کیفیت راهبری شرکتی کنترل می‌شود، تأثیر فردی کیفیت راهبری شرکتی بر نسبت کیوتوبین کاهش می‌یابد.

سایر نتایج به دست آمده همچون یافته‌های قبلی این مطالعه است و حاکی از استحکام نتایج است. همچنین، مدل (۲) برای معیار نرخ بازدهی دارایی به عنوان متغیر وابسته نیز برآورد شده است که نتیجه آن در جدول (۱۰) گزارش شده است.

جدول ۱۰- نتیجه برآورد مدل (۲) (متغیر وابسته: نرخ بازدهی دارایی)

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره t	سطح معناداری
-------	------	------------------	-----------	--------------

۰.۰۰۵	۲.۷۷۱	۰.۰۳۷	۰.۱۰۳	وقفه نرخ بازدهی دارایی
۰.۰۳۳	۲.۱۲۵	۰.۱۱۴	۰.۲۴۳	کیفیت راهبری شرکتی
۰.۰۰۰	-۳.۶۱۶	۰.۱۱۶	-۰.۴۲۲	تضاد نمایندگی
۰.۰۰۰	۰.۰۴۶	۰.۰۴۶	۰.۲۵۵	راهبری شرکتی*تضاد نمایندگی
۰.۰۳۲	۲.۱۳۸	۰.۰۲۹	۰.۰۶۳	اندازه شرکت
۰.۰۰۰	-۷.۷۷۰	۰.۰۸۱	-۰.۶۳۳	اهرم مالی
۰.۷۹۵	-۰.۲۱۶	۰.۸۴۶	-۰.۱۸۲	جریان نقد آزاد
آزمون‌های اعتبارسنجی				
۰.۲۱۵	احتمال آماره J	۳۱.۴۶	آماره J	
۰.۰۰۲	احتمال آماره AR(1)	-۳.۰۵۳	آماره AR(1)	
۰.۱۵۹	احتمال آماره AR(2)	-۱.۴۰۶	آماره AR(2)	
۰.۲۳۴	احتمال آماره سارگان			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

بررسی اعتبارسنجی مدل برآورد شده (۲) با متغیر وابسته نرخ بازدهی دارایی:

ملاحظه می‌شود احتمال آماره J برابر با ۰.۲۱۵ است و به معنای اعتبار ابزارهای مورد استفاده است. همچنین، با توجه به اینکه احتمال آماره سارگان برابر با ۰.۲۳۴ و از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، دلیل محکم دیگری برای اعتبار ابزارهای مورد استفاده پیدا می‌شود. بعلاوه، با توجه به اینکه احتمال آماره (AR2) که برابر با ۰.۱۵۹ است، از ۰.۰۵ بزرگ‌تر است، بنابراین فرض عدم همبستگی سریالی مرتبه دوم بین پسماندها پذیرفته می‌شود. با توجه به این آزمون‌های اعتبارسنجی مشاهده می‌شود که برآوردگر GMM سازگار بوده و در نتیجه مدل داده‌های پانل پویا برای این رگرسیون معتبر می‌باشد و اکنون با اطمینان می‌توان به تفسیر نتایج پرداخت.

تفسیر آماری نتایج مدل برآورد شده (۲) با متغیر وابسته نرخ بازدهی دارایی

وقفه نرخ بازدهی دارایی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۱۰۳ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در نرخ بازدهی دارایی در دوره جاری، با افزایش نرخ بازدهی دارایی در دوره آتی به میزان ۰.۱۰۳ واحد همراه است که به معنای ماندگاری سودآوری شرکت است.

کیفیت راهبری شرکتی در سطح خطای ۵ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۵ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۲۴۳ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در کیفیت راهبری شرکتی، منجر به افزایش نرخ بازدهی دارایی به میزان ۰.۲۴۳ واحد می‌شود.



تضاد نمایندگی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۴۲۲- است که به صورت منفی است و نشان می‌دهد یک واحد افزایش در تضاد نمایندگی، منجر به کاهش نرخ بازدهی دارایی به میزان ۰.۴۲۲ واحد می‌شود. تعامل راهبری شرکتی و تضاد نمایندگی در سطح خطای ۱ درصد، تاثیر معناداری بر نرخ بازدهی دارایی دارد، زیرا سطح معناداری آماره t آن کوچک‌تر از ۰.۰۱ است. ضریب به دست آمده نیز برابر با ۰.۲۵۵ است که به صورت مثبت است و نشان می‌دهد در شرایطی که شرکت‌ها با تضاد نمایندگی مواجه هستند، یک واحد افزایش در راهبری شرکتی منجر به افزایش نرخ بازدهی دارایی به میزان ۰.۲۵۵ واحد می‌شود. این نتیجه از فرضیه دوم پشتیبانی می‌کند و به این ترتیب فرضیه دوم با معیار نرخ بازدهی دارایی، با اطمینان ۹۹ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد.

۸ بررسی نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول (۱۱) به طور خلاصه مشاهده می‌شود. نتیجه آزمون فرضیه‌ها از فرضیه اول پژوهش پشتیبانی می‌کند و نشان می‌دهد کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد و با افزایش کیفیت راهبری شرکتی، عملکرد مالی شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد، با این حال، بر اساس ضرایب به دست آمده می‌توان نتیجه گرفت که تاثیر راهبری شرکتی بر نسبت کیوتوبین قوی‌تر از نرخ بازدهی دارایی است. این موضوع نشان‌دهنده ارزشی است که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای راهبری شرکتی با کیفیت قائل هستند، یعنی زمانی که کیفیت راهبری شرکتی بهبود می‌یابد، ارزش شرکت‌ها از منظر سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه افزایش می‌یابد.

جدول ۱۱- نتیجه آزمون فرضیه‌ها

نتیجه	سطح معناداری	آماره t	ضریب	مسیر فرضیه			فرضیه
				متغیر وابسته	متغیر تعدیلگر	متغیر مستقل	
تایید فرضیه	۰.۰۰۹	۲.۵۸۴	۰.۹۸۷	نسبت کیوتوبین نرخ بازدهی دارایی	عملکرد مالی	---	کیفیت راهبری شرکتی
	۰.۰۳۹	۲.۰۶۲	۰.۰۴۴				
تایید فرضیه	۰.۰۰۲	۳.۴۲۰	۰.۴۰۸	نسبت کیوتوبین نرخ بازدهی دارایی	عملکرد مالی	تضاد نمایندگی	کیفیت راهبری شرکتی
	۰.۰۰۰	۵.۴۹۷	۰.۲۵۵				

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همچنین، نتایج به دست آمده از فرضیه دوم پژوهش نیز حمایت می‌کند و نشان می‌دهد زمانی که تضاد نمایندگی در شرکت‌ها بالاتر است، راهبری شرکتی با کیفیت بالا، تاثیر قوی‌تری بر عملکرد مالی خواهد داشت. در واقع این

نتیجه نشان می‌دهد که تضاد نمایندگی، ارتباط بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی شرکت را تقویت می‌کند.

۹- بحث و نتیجه گیری

این مطالعه چارچوبی را برای تأثیر سطح انطباق حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی مشروط به سطح تعارضات نمایندگی پیشنهاد می‌کند که اهمیت آن عمدتاً توسط ادبیات تجربی نادیده گرفته شده است. با ارائه "لنز" مناسب برای جداسازی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و برآورد تجربی تضادهای نمایندگی مشاهده نشده، محققان، متخصصان و سرمایه‌گذاران می‌توانند بینش بیشتری در مورد عناصر تشکیل‌دهنده عملکرد مالی به دست آورند و آن را به طور عینی‌تر ارزیابی کنند. مدیران می‌توانند منابع شرکت‌ها را با کارایی بیشتری تخصیص دهند و در نتیجه عملکرد مالی را بهبود بخشند.

فرضیه اول: کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبت بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

این فرضیه با توجه به آزمون‌های آماری مورد تایید قرار گرفت و مشخص شد که کیفیت راهبری شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر هر دو معیار عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

راهبری شرکتی با کیفیت بالا یعنی اینکه مکانیسم‌های راهبری شرکتی مطابق با استانداردهای بین‌المللی در شرکت‌ها به کار گرفته شده باشد. این مکانیسم‌ها می‌توانند از طریق اجرای تدابیر و سیاست‌های مناسب، نظارت بر رفتار مدیران را تقویت کنند و به این ترتیب به بهبود عملکردهای مالی شرکت‌ها کمک کنند. شرکت‌هایی که راهبری شرکتی قوی دارند، اغلب از شفافیت بالا برخوردار هستند. اطلاعات مالی و غیرمالی شرکت را برای سهامداران و سایر عاملان مرتبط در دسترس قرار می‌دهند. این شفافیت و اعتبار به سهامداران و سرمایه‌گذاران بالقوه در بازار سرمایه اطمینان می‌دهد که شرکت در راستای منافع آن‌ها فعالیت می‌کند و منابع شرکت برای منافع شخصی مدیران منحرف نمی‌شود و در نتیجه تمایل برای سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها افزایش می‌یابد و به این ترتیب با افزایش قیمت سهام این شرکت‌ها، ارزش بازار شرکت افزایش یافته و نسبت کیوتوبین بیشتر می‌شود. حکمرانی بهتر کارایی نظارت بر پروژه‌های مدیریتی را افزایش می‌دهد. این موضوع به نوبه خود، مدیران را تشویق می‌کند تا فعالیت‌های به حداکثر رساندن ارزش را دنبال کنند و از سلب مالکیت منابع شرکت‌ها اجتناب کنند. بعلاوه، شرکت‌هایی با مکانیسم‌های راهبری شرکتی قوی، هیئت‌مدیره‌ای متخصص دارند که برای ارزیابی و پایش عملکرد مدیریت و تدبیر استراتژیک شرکت، مسئولیت دارند. این امر می‌تواند به سازمان کمک کند تا تصمیم‌های بهتری در خصوص سرمایه‌گذاری، ریسک‌پذیری، بهینه‌سازی منابع و مدیریت مالی بگیرد و به این ترتیب، سودآوری شرکت به ازای منابع آن افزایش یافته و نرخ بازدهی دارایی بیشتر می‌شود. بنابراین، به طور کلی

مکانیسم‌های راهبری شرکتی با کیفیت از طرق مختلفی می‌توانند تضمین‌کننده یک عملکرد مالی مطلوب در زمینه‌های گوناگون باشند که یافته‌های این مطالعه نیز تاییدکننده این موضوع است.

فرضیه دوم: در شرکت‌های با سطح بالای تضاد نمایندگی، کیفیت راهبری شرکتی تاثیر قوی‌تری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

این فرضیه با توجه به آزمون‌های آماری مورد تایید قرار گرفت و مشخص شد که تضاد نمایندگی رابطه بین کیفیت راهبری شرکتی و عملکرد مالی را تقویت می‌کند و در شرکت‌های با سطح بالای تضاد نمایندگی، کیفیت راهبری شرکتی تاثیر قوی‌تری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد.

تئوری نمایندگی فرض می‌کند که مدیران احتمالاً در تلاش برای به حداکثر رساندن مطلوبیت خود به هزینه دیگری هستند که تضاد نمایندگی را ایجاد می‌کند. این تضاد منافع، زمانی تشدید می‌شود که به دلیل سیستم‌های حاکمیتی ضعیف و کاستی‌های قراردادهای جدایی آشکار بین مالکیت و کنترل وجود داشته باشد که منجر به رفتار فرصت‌طلبانه مدیریتی می‌شود. چنین مشکلات نمایندگی تأثیر منفی بر ارزش‌گذاری شرکت دارد. به طور کلی غیرممکن است که با هزینه صفر اطمینان حاصل شود که مدیران تصمیمات بهینه را از دیدگاه مالکان اتخاذ خواهند کرد. در نتیجه، بدون همسویی پرهزینه منافع بین مدیران و مالکان از طریق راهبری شرکتی، ارزش شرکت احتمالاً در نتیجه تضادهای نمایندگی کاهش می‌یابد که نتایج این مطالعه هم‌راستا با این تئوری نشان داد که با افزایش تضاد نمایندگی، عملکردهای مالی شرکت نیز کاهش می‌یابد. در نتیجه، شرکت‌ها برخی از منابع (هزینه‌های نمایندگی) مانند داشتن مدیران غیرموظف را در اتاق هیئت‌مدیره برای نظارت بر رفتار مدیران و حسابرسی صورت‌های مالی شرکت‌ها صرف می‌کنند تا شکاف عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را به نحوی کاهش دهند که رفتار فرصت‌طلبانه را برای مدیران دشوار کند. اگر شرکت‌ها مکانیسم‌های حاکمیتی قوی را اجرا کنند، می‌توان انتظار بهبود عملکرد مالی شرکت را در شرایط تضاد نمایندگی بالا داشت یا حداقل انتظار داشت که شرکت‌ها از شکست در نتیجه فرصت‌طلبی مدیریتی جلوگیری کنند. هزینه راهبری شرکتی به کیفیت آن بستگی دارد و سیستم‌های راهبری شرکتی با کیفیت بالا (مانند سیستم کنترل داخلی پیشرفته، استخدام مدیران غیراجرایی با تجربه و با حقوق بالا و تعامل با شرکت‌های حسابرسی بزرگ) در مقایسه با هم‌تایان با کیفیت پایین راهبری شرکتی، گران‌تر هستند. بر این اساس، شرکت‌هایی که در محیط‌های با تعارض نمایندگی‌های بالا فعالیت می‌کنند، باید در سیستم‌های راهبری شرکتی «گران‌قیمت» با هدف حفظ ارتباط با اهداف مالی خود سرمایه‌گذاری کنند. برعکس، شرکت‌هایی که سطوح پایینی از تعارض نمایندگی را نشان می‌دهند، هزینه کمتری برای سیستم‌های راهبری شرکتی می‌پردازند. بنابراین استدلال این است که اگر شرکتی که سطوح پایین تضاد نمایندگی را نشان می‌دهد در مکانیسم‌های حاکمیتی پیشرفته یا «گران‌قیمت» سرمایه‌گذاری کند، ممکن است بر عملکرد مالی آن تأثیر منفی بگذارد، زیرا هزینه‌های داشتن مکانیسم‌های راهبری شرکتی پیشرفته بیشتر از منافع آن است. از سویی اگر شرکتی که در یک محیط با تضاد نمایندگی بالا فعالیت می‌کند، مکانیسم‌های راهبری شرکتی قوی‌تر



و با کیفیت بالاتری داشته باشد و بر روی این مکانیسم‌های پیشرفته سرمایه‌گذاری کرده باشد، تاثیرش بر روی عملکردهای مالی قوی‌تر است، زیرا این مکانیسم‌ها می‌توانند اثرات نامطلوب تضاد نمایندگی را بر عملکرد مالی را تا حد زیادی کاهش دهند و منجر به تقویت بیشتر عملکرد مالی شرکت‌ها شوند. یافته‌های این مطالعه ضمن تایید تاثیر منفی تضاد نمایندگی بر عملکرد مالی نشان داد که در شرایطی که تضاد نمایندگی بالاتر است، به‌کارگیری مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با کیفیت تاثیر ثوی تری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. نتیجه‌های این مطالعه را می‌توان به صورتی که در جدول (۱۲) مشاهده می‌شود، با یافته‌های پیشین مقایسه کرد و تطبیق داد:

همان‌طور که مشاهده می‌شود بیشتر مطالعات پیشین فقط بر روی تاثیر راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌ها تمرکز داشته‌اند و یا در موارد محدودی تاثیر هزینه‌های نمایندگی بر عملکرد مالی را به تنهایی بررسی کرده‌اند و نقش تضاد نمایندگی به عنوان یک مکانیسم تعدیلگر رابطه بین راهبری شرکتی و عملکرد مالی در مطالعات پیشین (به جز مطالعه کسبار و همکاران، ۲۰۲۲ که به عنوان مقاله در نظر گرفته شده است)، نادیده گرفته شده است. بنابراین، مطالعه حاضر از این حیث سهم مهمی در توسعه ادبیات حوزه راهبری شرکتی در داخل ایران دارد.

جدول ۱۲- مقایسه تطبیقی نتایج

نام محقق/سال	نتیجه پژوهش	نتیجه مقایسه
امیری و یادگاری (۱۴۰۱)	راهبری شرکتی بر عملکرد مالی تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد.	هم‌راستا با فرضیه اول
کاکایی و همکاران (۱۴۰۱)	راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های دانش بنیان تاثیر مثبت و معناداری دارد.	هم‌راستا با فرضیه اول
رسفجانی و دهقان (۱۴۰۰)	راهبری شرکتی بر عملکرد مالی و پایداری شرکت تاثیرگذار است.	هم‌راستا با فرضیه اول
حیدری و همکاران (۱۳۹۴)	هزینه‌های نمایندگی اثر منفی و معناداری بر نرخ بازدهی دارایی‌ها، و نسبت کیوتوبین دارد.	هم‌راستا با نتایج پژوهش
کسبار و همکاران (۲۰۲۲)	شرکت‌هایی که سطوح بالاتری از تضادهای نمایندگی دارند، زمانی عملکرد مالی بهتری دارند که راهبری شرکتی قوی‌تری داشته باشند.	هم‌راستا با فرضیه دوم
کایر و آیسلسوس (۲۰۲۱)	مکانیسم‌های راهبری شرکتی تاثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارند.	هم‌راستا با فرضیه اول
آارات و همکاران (۲۰۱۷)	شاخص راهبری شرکتی، ارزش بازار بالاتر و سودآوری بالاتر در سطح شرکت را پیش‌بینی می‌کند.	هم‌راستا با فرضیه اول

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۱۰- پیشنهادهای مبتنی بر نتایج

پیشنهادهایی در راستای فرضیه اول

- با توجه به اینکه نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد که کیفیت حاکمیت شرکتی منجر به بهبود عملکرد مالی شرکتها می شود، پیشنهادهای زیر ارائه می شود:
- ◀ به سرمایه گذاران توصیه می شود با بررسی و تطبیق مکانیسم های حاکمیت شرکتی با استانداردهای جهانی، در شرکت هایی سرمایه گذاری کنند که الزامات مربوطه را رعایت کرده اند و از سیستم های حاکمیت شرکتی مطلوبی برخوردار هستند .
 - ◀ به مدیران شرکتها توصیه می شود به منظور دستیابی به اهداف عملکرد خود از سیستم های حاکمیتی مطلوب و مطابق با آیین نامه های تثبیت شده استفاده کنند.
 - ◀ به سهامداران کنترل کننده توصیه می شود، شرکتها را برای استفاده از مکانیسم های حاکمیت شرکتی استاندارد، ترغیب کنند .

پیشنهادهایی در راستای فرضیه دوم

- با توجه به اینکه نتیجه آزمون فرضیه دوم نشان داد که در شرایط تضاد نمایندگی، کیفیت حاکمیت شرکتی تاثیر قوی تری بر عملکرد مالی شرکتها دارد، پیشنهادهای زیر ارائه می شود:
- ◀ به سهامداران و نظام راهبری شرکت هایی که مصداق های تضاد نمایندگی بالاتری دارند (از جمله اینکه اندازه بزرگ تر یا جریان نقد آزاد بیشتری دارند) توصیه می شود تا اجرای مکانیسم های حاکمیتی قوی تر و مطابق با استانداردهای تعیین شده را برای شرکتها الزامی کنند .
 - ◀ به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود هنگام سرمایه گذاری در شرکت هایی که احتمالاً تضاد نمایندگی بالاتری دارند (این امر با بررسی مصداق های تضاد نمایندگی از جمله اندازه شرکت یا جریان نقد آزاد یا پیچیدگی محیط کسب و کار قابل بررسی است)، با احتیاط سرمایه گذاری کنند و از وجود مکانیسم های حاکمیت شرکتی قوی در این شرکتها مطمئن شوند.
 - ◀ به مسئولان و درست اندرکاران سازمان بورس اوراق بهادار تهران توصیه می شود شرکتها را ملزم به استفاده از سیستم های حاکمیت شرکتی استاندارد و قوی نمایند تا در صورت وجود تضاد نمایندگی، اثرات نامطلوب آن بر عملکرد شرکت کاهش یابد.

منابع و مأخذ

- امیری و یادگاری، (۲۰۲۲). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با نقش واسطه ای کارایی فنی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشهای جدید در مدیریت و حسابداری، ۸۴(۵۸)، pp.44-68.
- پژوهی، ناظمی، امین، نمازی و نویدرضا، (۲۰۲۲). تأثیر ریسک بر قیمت سهام بانکها و شرکت های بیمه با توجه به نقش سازوکارهای راهبری شرکتی. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری و حسابرسی، ۱۲(۲)، pp.27-57.
- رحمانیان کوشککی، عبدالرسول، کر رابعه، (۲۰۲۳). رابطه بین عملکرد پایداری شرکت و سیاست تقسیم سود با توجه به نقش حاکمیت شرکتی و مالکیت نهادی. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۲(۱)، pp.41-68.
- رحمانیان کوشککی، عبدالرسول و مطاعی، (۲۰۲۳). نقش تأمین مالی مبتنی بر بدهی در رابطه بین حاکمیت شرکتی و سرمایه گذاری تحقیق و توسعه. قضاوت و تصمیم گیری در حسابداری، ۲(۸)، pp.91-109.
- رسفیعجانی و دهقان، (۲۰۲۱). تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت (مورد مطالعه: بانک های خصوصی کشور). مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۲(۴۷)، pp.188-209.
- صالحی، اله کرم، (۱۴۰۰). تاثیر قدرت راهبری شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام: با تاکید بر معیارهای آمیهد، حجم معامله و شکاف قیمتی. دانش سرمایه گذاری، ۱۰(۳۷): ۳۷-۵۵.
- کاکایی، حمید؛ ملک زاده، الهام؛ اخوی، محمدسادات؛ دامن کشیده، مرجان؛ حقیقت، طوبی. (۱۴۰۱). بررسی نقش راهبری شرکتی بر عملکرد مالی شرکت های دانش بنیان. دومین کنفرانس بین المللی آزمایشگاه مدیریت و رویکردهای نوآورانه در مدیریت و اقتصاد.
- عزیز گرد، محمدرضا چکاو محمد، جهانشانیان، (۲۰۲۲). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی؛ با تأکید بر روابط غیرخطی و نقش ساختار هیئت مدیره و ساختار مالکیت. نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری، ۲(۷)، pp.250-261.
- نخجوانی، صدف. دلنواز اصغری، (۲۰۲۳). تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت در شرایط مخاطرات اخلاقی *Accounting and Corporate Governance Research* 2(3), pp.91-110.
- Adams, M. and Jiang, W., 2016. Do outside directors influence the financial performance of risk-trading firms? Evidence from the United Kingdom (UK) insurance industry. *Journal of Banking & Finance*, 64, pp.36-51.
- Al-Gamrh, B., Al-Dhamari, R., Jalan, A. and Afshar Jahanshahi, A., 2020. The impact of board independence and foreign ownership on financial and social performance of firms: evidence from the UAE. *Journal of Applied Accounting Research*, 21(2), pp.201-229.
- Assenso-Okofu, O., Jahangir Ali, M. and Ahmed, K., 2021. The impact of corporate governance on the relationship between earnings management and CEO compensation. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(3), pp.436-464.
- Akbar, Saeed, Jannine Poletti-Hughes, Ramadan El-Faitouri, and Syed Zulfiqar Ali Shah. "More on the relationship between corporate governance and firm performance in the UK: Evidence from the



- application of generalized method of moments estimation." *Research in International Business and Finance* 38 (2016): 417-429.
- Bebchuk, L., Cohen, A. and Ferrell, A., 2009. What matters in corporate governance?. *The Review of financial studies*, 22(2), pp.783-827.
- Baraibar-Diez, E., Odriozola, M.D. and Sanchez, J.L.F., 2018. A perspective from corporate governance: how CSR is approached by European Corporate Governance codes. In *The Critical State of Corporate Social Responsibility in Europe* (Vol. 12, pp. 39-55). Emerald Publishing Limited.
- Bhagat, S. and Bolton, B., 2008. Corporate governance and firm performance. *Journal of corporate finance*, 14(3), pp.257-273.
- Francis, B., Hasan, I. and Wu, Q., 2015. Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance. *Financial management*, 44(3), pp.547-581.
- Faisal, F., Majid, M.S.A. and Sakir, A., 2020. Agency conflicts, firm value, and monitoring mechanisms: An empirical evidence from Indonesia. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), p.1822018.
- Guluma, T.F., 2021. The impact of corporate governance measures on firm performance: the influences of managerial overconfidence. *Future Business Journal*, 7(1), pp.1-18.
- Kusumadewi, N.L.G.L. and Wardhani, R., 2020. The effect of three types of agency problems on the firm performance: Evidence from Indonesia. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 13(3), pp.279-286.
- Kasbar, Mohammed Sulaiman Hassan, Nicholas Tsitsianis, Androniki Triantafylli, and Colin Haslam. "An empirical evaluation of the impact of agency conflicts on the association between corporate governance and firm financial performance." *Journal of Applied Accounting Research* 24, no. 2 (2023): 235-259.
- Kyere, M. and Ausloos, M., 2021. Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26(2), pp.1871-1885.
- Munir, A., Khan, F.U., Usman, M. and Khuram, S., 2019. Relationship between corporate governance, corporate sustainability and financial performance. *Pakistan Journal of Commerce & Social Sciences*, 13(4).
- Radu, C., Smaili, N. and Constantinescu, A., 2022. The impact of the board of directors on corporate social performance: a multivariate approach. *Journal of Applied Accounting Research*, 23(5), pp.1135-1156.
- Watts, R.L. and Zimmerman, J.L., 1990. Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, pp.131-156.
- Wintoki, M.B., Linck, J.S. and Netter, J.M., 2012. Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of financial economics*, 105(3), pp.581-606.
- Wijaya, L.I., Welson, W. and Murhadi, W.R., 2020. Ownership structure, good corporate governance, and firm performance in the Indonesian capital market.
- Zaman, R., Jain, T., Samara, G. and Jamali, D., 2022. Corporate governance meets corporate social responsibility: Mapping the interface. *Business & Society*, 61(3), pp.690-752.



<https://sanad.iau.ir/journal/jdaa/Article/1079884>

Evaluating the effect of agency conflicts on the relationship between the quality of corporate governance and the firm financial performance

Neda kazemipoor Hamrahlo¹
Fatemeh Samadi²
Masoumeh Jafari³

Received: 25 // April / 2024 Accepted: 05 / June / 2024

Abstract

Because the separation between ownership and control creates an agency conflict between owners and managers of the firm, strong corporate governance systems are expected to align the interests of the parties involved, whereby firms are more likely to improve their financial performance. However, this discussion has been neglected in previous studies. In this regard, in this study, has been evaluated the effect of agency conflicts on the relationship between the quality of corporate governance and the financial performance of the firms. For this purpose, a composite index for the quality of corporate governance was formed based on zero and one codes for eight corporate governance mechanisms. A composite index for agency conflict was created based on principal component analysis (PCA) with six criteria determining agency conflict, and two measures, Tobins'Q ratio and asset return rate, were used to evaluate the financial performance of firms. The statistical sample includes 148 firms admitted to the Tehran Stock Exchange during the years 2013 to 2021, and the required information was collected from the audited financial statements and annual financial reports that are available on the Codal website. In this study, two hypotheses have been explained, which have been tested using the econometric technique of generalized moments (GMM) in Eviwes software. The findings of the study showed that the quality of corporate governance has a positive and significant effect on both financial performance measures. It was also found that in firms with a high level of agency conflict, the quality of corporate governance has a stronger effect on both measures of financial performance of firms.

Keywords: quality of corporate governance, agency conflict, Financial performance.

1. Department of Management, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Kazemipoor.neda@gmail.com

2. Department of Management, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. (*Corresponding author) m.samadi53@gmail.com

3. Department of Management, Tehran East Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Dr.jafarim609@gmail.com



