



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۳ / شماره ۴ (پیاپی ۵۲) / زمستان ۱۴۰۳
صفحه ۶۸۷ تا ۷۱۰

حاکمیت شرکتی و تشکیل سرمایه؛ رویکرد بین‌کشوری

سیدروح‌اله حسینی مقدم

دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی،
srohollah@gmail.com

مهدی ادیب‌پور

استادیار اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال، (نویسنده مسئول)،
Mhd_adibpour@yahoo.com

عباس معمارنژاد

دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات،
memarnejad@srbiau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۸/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۹/۱۵

چکیده

هدف این مطالعه بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و تشکیل سرمایه با استفاده از کانال توسعه مالی می‌باشد. مطابق بررسی‌های انجام شده مشخص گردید تاثیر حاکمیت شرکتی بصورت مستقیم بر تشکیل سرمایه نامشخص است. بررسی داده‌ها نشان داد حاکمیت شرکتی از کانال توسعه مالی می‌تواند بر تشکیل سرمایه اثرگذار باشد که البته این اثرگذاری در کشورهای مختلف، متفاوت است و علت آن سطح توسعه یافتگی متفاوت کشورها در جذب سرمایه و سرمایه‌گذار می‌باشد. در این مطالعه از داده‌های ۹۸ کشور که شامل ۶۷ کشور که حمایت از سرمایه‌گذار در آنها قوی و ۳۱ کشور که حمایت از سرمایه‌گذار در آنها ضعیف است طی سالهای ۲۰۲۰-۲۰۰۵ در قالب روش Panel-GMM استفاده شده است. نتایج بررسی‌ها نشان داد که حاکمیت شرکتی در کشورهایی که در سطح پایینی از حمایت از سرمایه‌گذار قرار دادند تاثیر مثبت و معنادار بر تشکیل سرمایه دارد و بهبود حاکمیت شرکتی موجب بهبود تشکیل سرمایه می‌گردد. اما این رابطه برای کشورهای با سطح بالای حمایت از سرمایه‌گذار معنادار نبوده است. همچنین توسعه مالی در هر دو گروه کشورها تاثیر مثبت و معنادار بر تشکیل سرمایه داشته ولی میزان تاثیرگذاری آن در کشورهای با حمایت ضعیف، بیشتر بوده است. همچنین نتایج بررسی توسعه مالی در ابعاد جزئی تر نشان داد، توسعه مالی بازارها موجب بهبود تشکیل سرمایه در کشورها می‌گردد؛ اما توسعه مالی نهادها، تاثیری بر بهبود تشکیل سرمایه ندارد.

واژه‌های کلیدی: توسعه مالی، حاکمیت شرکتی، تشکیل سرمایه، حمایت از سرمایه‌گذار.

۱- مقدمه

موضوع حاکمیت شرکتی، در حال تبدیل به جریان اصلی بحث‌ها در شرکت‌های بزرگ، نشست‌های علمی و محافل اقتصادی در سراسر جهان است. دو رویداد عامل افزایش علاقه به حاکمیت شرکتی شده است. در جریان بحران مالی سال ۱۹۹۸ در روسیه، آسیا و برزیل، رفتار شرکت‌ها بر کل اقتصادها تاثیر گذاشت و نقص در حاکمیت شرکتی، ثبات سیستم مالی جهانی را در معرض خطر قرار داد. فقط سه سال بعد اعتماد به شرکت‌ها توسط رسوایی‌هایی که حاکمیت شرکتی در ایالات متحده و اروپا بوجود آورد، شدت گرفت که موجب بعضی از بزرگترین ورشکستگی‌های تاریخ شد. پس از آن، نه تنها اصطلاح حاکمیت شرکتی واژه‌ای جاافتاده شد، که اقتصاددانان، شرکتهای بزرگ و سیاستگذاران در همه جا به تشخیص عواقب اقتصاد کلان بالقوه حاکمیت شرکتی ضعیف پرداختند. اما رسواییها و بحرانها، تنها نشانه‌هایی از دلایل ساختاری هستند که چرا حاکمیت شرکتی برای توسعه اقتصادی و رفاه بیشتر اهمیت دارد (بخت و همکاران، ۲۰۰۳).

فرآیند سرمایه‌گذاری خصوصی و مبتنی بر بازار در حال حاضر برای اکثر اقتصادها بسیار مهمتر از آن است که مورد استفاده قرار می‌گرفت و این فرایند تحت تأثیر حاکمیت شرکتی بهتر است. با افزایش اندازه شرکت‌ها و نقش واسطه‌های مالی و رشد سرمایه‌گذاران نهادی، جریان سرمایه به‌طور فزاینده‌ای تبدیل به یک گام از سوی مالکین شده است. در همین زمان، تخصیص سرمایه نیز پیچیده تر شده است، زیرا انتخابهای سرمایه‌گذاری با باز شدن و آزاد سازی بازارهای مالی و واقعی گسترش یافته است و به عنوان اصلاحات ساختاری، از جمله کاهش قیمت‌ها و افزایش رقابت، شرکت‌ها را بیشتر در معرض خطرات نیروهای بازار قرار داده است. این تحولات نظارت بر استفاده از سرمایه را به روش‌های پیچیده‌ای افزایش داده است، و نیاز به حاکمیت شرکتی خوب را افزایش می‌دهد. تعاریف حاکمیت شرکتی به طور گسترده‌ای متفاوت است. آنها به دو دسته تقسیم می‌شوند. اولین مجموعه تعاریف مربوط به مجموعه‌ای از الگوهای رفتاری است: یعنی رفتار واقعی شرکت‌ها، از لحاظ اقدامات مانند عملکرد، کارایی، رشد، ساختار مالی، و رفتار سهامداران است. مجموعه دوم به چارچوب‌های جاری مربوط می‌شود: یعنی قوانینی که شرکتها در آن کار می‌کنند، با قوانینی که از منابع مانند سیستم حقوقی، سیستم قضایی، بازارهای مالی و عوامل (کار) بازار می‌آید.

برای مطالعه کشورها یا شرکتی در یک کشور، اولین نوع تعریف انتخاب منطقی است. این مسائل مربوط به چگونگی کار هیئت‌مدیره، نقش اجباری در تعیین عملکرد شرکت، رابطه بین سیاستهای کار و عملکرد شرکت و نقش سهامداران را در نظر می‌گیرد. برای مطالعات مقایسه‌ای، نوع دوم تعریف منطقی‌تر است. این بررسی چگونگی تفاوت در چارچوب‌های جاری را بر الگوهای رفتاری شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و دیگران تأثیر می‌گذارد.

این تعریف را می‌توان گسترش داد تا تعریف حاکمیت شرکتی را به عنوان حل مسایل جمعی در میان سرمایه‌گذاران پراکنده و مصالحه تضاد منافع بین صاحبان دارایی‌های شرکت‌های مختلف، مورد توجه قرار دهند. تعریف تا حدودی گسترده‌تر، تعریف حاکمیت شرکتی را به عنوان مجموعه‌ای از مکانیزم‌هایی است که شرکت‌ها هنگامی که مالکیت از مدیریت جدا می‌شوند، کار می‌کنند.

با توجه به این تعریف وسیع، هدف چارچوب حاکمیت شرکتی خوب، به حداکثر رساندن مشارکت شرکت ها در کل اقتصاد، یعنی شامل همه ذینفعان است. تحت این تعریف، حاکمیت شرکتی شامل رابطه بین سهامداران، اعتباردهندگان و شرکت ها می شود؛ بین بازارهای مالی، موسسات و شرکت ها، و بین کارمندان و شرکت ها؛ حاکمیت شرکتی همچنین موضوع مسؤولیت اجتماعی شرکتی را شامل می شود.

چرا اخیراً حاکمیت شرکتی توجه زیادی را به خود جلب نموده است؟ یکی از دلایلی که قبلاً ذکر شد، افزایش رسوایی و بحرانهای مالی است. همانطور که اشاره شد، رسواییها و بحرانها تنها نشان از تعدادی از دلایل ساختاری است که چرا حاکمیت شرکتی برای توسعه اقتصادی مهمتر شده است و یک مسئله مهم در بسیاری از کشورها است. اولاً، روند سرمایه گذاری خصوصی و مبتنی بر بازار که مبتنی بر حاکمیت شرکتی خوب است، در حال حاضر برای اکثر اقتصادها بسیار مهمتر از آن است که مورد استفاده قرار می گرفت. خصوصی سازی مسائل حاکمیت شرکتی را در بخش هایی که قبلاً در دست دولت بود، افزایش داده است. شرکتها به دنبال بازارهای سرمایه و بازارهای عمومی رفته اند، و شراکتها خود را به شرکت های پذیرفته شده در بورس تبدیل کرده اند. دوم، با توجه به پیشرفت تکنولوژیکی، آزادسازی و باز شدن بازارهای مالی، آزادسازی تجارت و سایر اصلاحات ساختاری - به ویژه کاهش قیمت ها و حذف محدودیت ها در محصولات و مالکیت - تخصیص سرمایه در داخل و بین کشورها را پیچیده تر کرده است، و از اینرو نظارت بر استفاده از سرمایه را سخت تر کرده است. سوم، تجهیز سرمایه به طور فزاینده ای در حال افزایش است؛ با توجه به افزایش اندازه شرکت ها و نقش رو به رشد واسطه های مالی، اهمیت بیشتری پیدا می کند. نقش سرمایه گذاران نهادی در بسیاری از کشورها رو به رشد است. این مسایل ضرورت داشتن استانداردهای حاکمیت شرکتی خوب را ایجاد کرده است.

چهارم، برنامه های رفع محدودیت و اصلاحات، چشم انداز مالی محلی و جهانی را تغییر داده است. ترتیبات بلندمدت حاکمیت شرکتی با تسهیلات سازمانی جدید جایگزین شده اند، اما در عین حال، عدم انطباق ها و شکاف ها بوجود آمده است. پنجم، یکپارچگی مالی بین المللی افزایش یافته و جریان تجارت و سرمایه گذاری در حال افزایش است. این امر منجر به بسیاری از مسائل مرزی در حاکمیت شرکتی شده است. به عنوان مثال، سرمایه گذاری های بین المللی افزایش یافته است، که نتیجه آن حاکمیت شرکتی است.

در دهه گذشته، اهمیت سیستم مالی برای رشد و کاهش فقر به وضوح مشخص شده است (لوی، ۱۹۹۷؛ بانک جهانی، ۲۰۰۱). تقریباً صرف نظر از اینکه چگونه توسعه مالی اندازه گیری می شود، ارتباط بین آن کشور و سطح تولید ناخالص داخلی و درآمد سرانه وجود دارد. تعداد زیادی از شواهد در طول چند سال گذشته جمع آوری شده اند تا نشان دهند که رابطه علیت وجود دارد: به این معنی که کشورهای بهتر دارای سیستم های مالی بزرگتر و همچنین رشد سریعتر هستند (هرچند که نقش مهمی دارد).

مهمتر از آن برای تجزیه و تحلیل حاکمیت شرکتی، هم توسعه سیستم بانکی و هم توسعه بازار مالی به رشد اقتصادی کمک می کند. بانک ها و بازار اوراق بهادار در عملکرد خود مکمل هستند، هرچند بازارها به طور طبیعی نقش بیشتری را برای شرکت های پذیرفته شده در بورس ایفا می کنند. به طور کلی، یافته ها از دیدگاه مالی حمایت می کند. به این معنی نیست که نهادهای مالی یا بازارهای مالی مهم نیستند؛ به طور خاص، برای هر مدل رگرسیون

رشد که با افزودن متغیرهای مختلف توسعه بازار سهام نسبت به توسعه سیستم بانکی انتخاب شود، نتایج سازگار است. هیچ‌کدام از این شاخص‌های ساختار بخش مالی تأثیری بر رشد اقتصادی ندارند (دمیرگوس کانت و لوین، ۲۰۰۱). به منظور عملکرد خوب، موسسات مالی و بازارهای مالی به نوبه خود، نیاز به برخی از مبانی، از جمله حکمرانی خوب است.

فرضیه اصلی تحقیق بدین صورت مطرح می‌شود که حاکمیت‌شرکتی بطور قابل ملاحظه‌ای بر تشکیل سرمایه اثر می‌گذارد. این رابطه در کشورهایی که حمایت سرمایه‌گذاران ضعیف است، بسیار قوی است. ساختار مقاله بدین صورت است که پس از مقدمه، در قسمت دوم مبانی نظری و پیشینه پژوهش، در قسمت سوم روش‌شناسی پژوهش همراه با طراحی و آزمون مدل تجربی بیان می‌شود، در قسمت چهارم یافته‌های پژوهش و در قسمت پنجم نتیجه‌گیری و پیشنهادها بیان خواهد شد.

۲- مبانی نظری

۲-۱- حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی، عبارتی است که چندان برای همه مفهوم نیست، بلکه تعداد انگشت شماری از محققان و سهامداران آنرا درک می‌کنند، و در حال حاضر در حال تبدیل به یک نگرانی و جریان اصلی بحث‌ها در شرکت‌های بزرگ، نشست‌های علمی و محافل سیاسی در سراسر جهان است. تعاریف حاکمیت شرکتی به‌طور گسترده‌ای متفاوت است. آنها به دو دسته تقسیم شوند. اولین بخش از تعاریف مربوط به مجموعه‌ای از الگوهای رفتاری است: یعنی رفتار واقعی شرکت‌ها، از لحاظ اقداماتی مانند عملکرد، کارایی، رشد، ساختار مالی، و رفتار سهامداران و سایر سهامداران است. مجموعه دوم به چارچوب هنجاری مربوط می‌شود: یعنی قوانینی که شرکت‌ها در آن کار می‌کنند، یا قوانینی که از منابع دیگر مانند سیستم حقوقی، سیستم قضایی، بازارهای مالی و عوامل (نیروی کار) می‌آید. در تعریف دقیق‌تر تمرکز بر این خواهد بود که سرمایه‌گذاران بدون اطلاعات نهانی چگونه از خودشان در مقابل سوءاستفاده دارندگان اطلاعات نهانی محافظت کنند. این شامل محافظت از حق اقلیت و قدرت حقوق بدهکار دارندگان اوراق بدهی است، که در قوانین وثیقه و ورشکستگی منعکس شده است. همچنین می‌تواند شامل مسائلی نظیر ترکیب و حقوق مدیران اجرایی و توانایی پیگیری آن باشد. این تعریف نزدیک به تعریف اقتصاددانانی چون آندری شلیفر و رابرت ویشنی است: "حاکمیت شرکت شامل روش‌هایی که تامین‌کنندگان منابع مالی شرکت‌ها خود را برای دریافت بازده سرمایه‌گذاری تضمین می‌کنند" (۱۹۹۷).

این تعریف را می‌توان گسترش داد تا حاکمیت شرکتی را به عنوان یک روش حل مسئله در میان سرمایه‌گذاران پراکنده و مصالحه تضاد منافع بین صاحبان دارایی شرکت‌های مختلف، مورد توجه قرار داد. تعریف تا حدودی گسترده‌تر، تعریف حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از مکانیزم‌هایی است که شرکت‌ها هنگامی که مالکیت از مدیریت جدا می‌شوند، کار می‌کنند. این نزدیک به تعریف استفاده شده توسط سر آدریان کادبری، رئیس کمیته مالی حاکمیت شرکتی در انگلستان است: "حاکمیت شرکتی سیستمی است که شرکت‌ها توسط آن هدایت و کنترل می‌شوند" (کمیته کادبری، ۱۹۹۲، مقدمه).

حاکمیت شرکتی را می‌توان به عنوان مجموعه پیچیده‌ای از محدودیت‌ها برای افزایش سود توسط شرکت در جریان روابط و قراردادهای تعیین شده تعریف کرد. این به ارزش افزوده شرکت‌ها و تخصیص آن در بین سهامدارانی که با شرکت ارتباط دارند، اشاره دارد.

با توجه به این تعریف وسیع، هدف حاکمیت شرکتی خوب، به حداکثر رساندن مشارکت شرکت‌ها در کل اقتصاد، یعنی شامل همه ذینفعان است. بر این اساس، حاکمیت شرکتی شامل رابطه بین سهامداران یا اعتباردهندگان و شرکت‌ها بین بازارهای مالی، و شرکت‌ها، و بین کارمندان و شرکت‌ها می‌شود.

۲-۲- توسعه مالی

بدون تردید توسعه اقتصادی را می‌توان آرمان تمام جوامع انسانی دانست. در واقع تلاش اصلی همه کشورها رسیدن به این آرمان و گام برداشتن در مسیری است که حاصل آن رفاه روزافزون افراد جامعه است. در میان خیل انبوه ذهن‌های پرتوانی که به این موضوع پرداختند، حجم عظیمی از مطالعات وجود دارد که نشان داده‌اند نظام مالی و مولفه‌های مرتبط با آن نقش مهم و برجسته‌ای در فراهم آوردن بستر مناسب توسعه اقتصادی دارد.

هر چند که تاکید بر اهمیت بخش مالی و نقش آن در توسعه اقتصادی سابقه تاریخی دارد اما تا چند دهه پیش، این پیوند به خوبی درک نشده بود و اقتصاددانان از این مهم غافل بودند. بدنبال مطالعات پیشگام افرادی همچون مک‌کینون و شاو، به تدریج اهمیت نقش نظام مالی آشکار گردید و این درک بوجود آمد که بدون سرمایه و پول برداشتن گام‌های اصولی خیالی باطل است و برداشتن گام‌های اساسی در این مسیر صعب العبور مستلزم داشتن مبانی نظری و تجربی مرتبط است.

در سال ۱۹۷۳ مک‌کینون و شاو اقدام به بسط مدلهایی از توسعه اقتصادی نمودند که در آنها توسعه مالی نرخ رشد اقتصادی را تشدید می‌کرد. مک‌کینون بر انضباط مالی به عنوان پیش شرط آزادسازی موفق تاکید دارد. بحث قابل توجهی در میان اقتصاددانان در مورد نقش توسعه مالی در رشد اقتصادی و کاهش فقر وجود داشته است، اما تعادل استدلال نظری و شواهد تجربی نشان می‌دهد که امور مالی نقش محوری در توسعه اجتماعی-اقتصادی دارد (آلویس، ۱۹۹۷، ۲۰۰۵). اقتصادهایی با سطوح بالاتر توسعه مالی سریعتر رشد می‌کنند و کاهش سریعتری در سطح فقر را تجربه می‌کنند. این بخش مفهوم توسعه مالی را معرفی می‌کند و مروری کوتاه بر ادبیات مربوط به ارتباط بین توسعه مالی، رشد اقتصادی و کاهش فقر ارائه می‌دهد.

در یک سطح گسترده‌تر، توسعه مالی را می‌توان به عنوان بهبود کیفیت پنج عملکرد کلیدی مالی تعریف کرد: (۱) تولید و پردازش اطلاعات در مورد سرمایه‌گذاری‌های احتمالی و تخصیص سرمایه بر اساس این ارزیابی‌ها. (۲) نظارت بر افراد و شرکتها و اعمال حاکمیت شرکتی پس از تخصیص سرمایه. (۳) تسهیل تجارت، تنوع بخشیدن و مدیریت ریسک. (۴) بسیج و ادغام پس‌انداز. و (۵) تسهیل مبادله کالاها، خدمات و ابزارهای مالی. مؤسسات مالی و بازارها در سراسر جهان به میزان قابل توجهی در ارائه این خدمات کلیدی متفاوت هستند. اگرچه این مقاله گاهی اوقات بر نقش سیستم‌های مالی در کاهش هزینه‌های اطلاعات، قراردادهای معاملات تمرکز می‌کند،

اما در درجه اول دیدگاه گسترده‌تری از امور مالی اتخاذ می‌کند و بر عملکردهای کلیدی ارائه شده توسط سیستم مالی برای کل اقتصاد تأکید می‌کند.

۲-۳- تشکیل سرمایه

تشکیل سرمایه مفهومی است که در اقتصاد کلان، حساب‌های ملی و اقتصاد مالی استفاده می‌شود. گاهی اوقات در حساب‌های شرکتی نیز استفاده می‌شود. به سه صورت قابل تعریف است: این یک مفهوم آماری خاص است که به عنوان سرمایه‌گذاری خالص نیز شناخته می‌شود و در آمار حساب‌های ملی، اقتصاد سنجی و اقتصاد کلان استفاده می‌شود. از این نظر، به معیاری از اضافات خالص به موجودی سرمایه (فیزیکی) یک کشور (یا یک بخش اقتصادی) در یک بازه زمانی حسابداری اشاره دارد، یا معیاری از مقداری است که کل موجودی سرمایه فیزیکی در طی آن افزایش یافته است. یک دوره حسابداری برای رسیدن به این معیار، از اصول ارزش‌گذاری استاندارد استفاده می‌شود. همچنین در تئوری اقتصادی به عنوان یک اصطلاح عمومی مدرن برای تشکیل سرمایه استفاده می‌شود که به کل «ذخیره سرمایه» تشکیل شده یا رشد کل این موجودی سرمایه اشاره دارد. در مفهومی بسیار گسترده تر یا مبهم تر، اصطلاح «تشکیل سرمایه» در زمان‌های اخیر در اقتصاد مالی برای اشاره به محرک‌های پس‌انداز، تأسیس مؤسسات مالی، اقدامات مالی، استقراض عمومی، توسعه بازارهای سرمایه، خصوصی سازی مؤسسات مالی به کار رفته است. توسعه بازارهای ثانویه در این کاربرد، به هر روشی برای افزایش میزان سرمایه در اختیار یا تحت کنترل خود یا هر روشی در استفاده یا بسیج منابع سرمایه برای مقاصد سرمایه‌گذاری اطلاق می‌شود. بنابراین، سرمایه می‌تواند به روش‌های مختلف به معنای «در کنار هم برای اهداف سرمایه‌گذاری» شکل بگیرد. این معنای گسترده نه به مفهوم اندازه‌گیری آماری و نه به درک کلاسیک این مفهوم در تئوری اقتصادی مربوط می‌شود. در عوض، رشد اقتصادی مبتنی بر اعتبار طی دهه‌های ۱۹۹۰ و ۲۰۰۰ سرچشمه گرفت که با رشد سریع بخش مالی و در نتیجه افزایش استفاده از اصطلاحات مالی در بحث‌های اقتصادی همراه بود.

۲-۴- حمایت از سرمایه‌گذاران

مکانیسم‌های حمایت از سرمایه‌گذاران باید برای رسیدگی به بحران، ارائه نادرست توسط واسطه‌ها و مؤسسات، پاسخگویی در صورت کلاهبرداری، تجارت داخلی و همکاری بین حوزه‌ای وجود داشته باشد. این شامل پرونده‌های سختگیرانه KYC (مشتری خود را بشناسید) است تا اطمینان حاصل شود که پولی که به محصولات وارد می‌شود تمیز است و منشأ مشکوکی ندارد. همه اینها به حفظ علاقه سرمایه‌گذاران در بلندمدت کمک می‌کند. رتبه‌بندی اعتباری برای پذیرش‌های فرامرزی و انتشار اوراق قرضه شرکتی منطقه‌ای برای توسعه علاقه سرمایه‌گذار ضروری است. این ممکن است به فیلتر کردن شرکت‌هایی با حاکمیت مشکوک و افشای مشکوک کمک کند. یک سیستم تضمین اعتبار برای محافظت از کسانی که اعتبارات فرامرزی ارائه می‌کنند، درست مانند ضمانت اعتباری هند برای بانک‌ها، ممکن است با محافظت از وام‌دهندگان در برابر نکول احتمالی، وام‌دهی منطقه‌ای را تقویت کند. تقویت حاکمیت شرکتی، افشای مالی و هنجارهای مالیاتی: استانداردهای حاکمیت شرکتی در بسیاری از

شرکت‌های محلی باعث نگرانی است. هنجارهای اساسی مربوط به ترکیب هیئت‌مدیره (از جمله مدیران مستقل)، حفظ حد نصاب حضور، برگزاری جلسات منظم سهامداران، هیئت‌مدیره و کمیته، افشای دوره‌ای مالی، استخدام حسابرسان خارجی و غیره گاهی اوقات از طریق خلاءهای مجاز طفره می‌روند. این امر باعث کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود که برای شرکت ضرر است.

بازارهای مالی جهانی انگیزه سیاسی و اقتصادی برای بهبودهای گسترده در حمایت از سرمایه‌گذاران فراهم می‌کند. بسیاری از شواهد بازارهای مالی سالم را با وجود قوانین، مقررات و دادگاه‌هایی مرتبط می‌سازند که از سهامداران و طلبکاران در برابر افراد خودی‌بی‌وجدان محافظت می‌کنند که در غیر این صورت بدون مجازات سود را از بین می‌برند. به نظر می‌رسد تدابیر جامع رفتار شرکتی مسئولانه را تقویت می‌کند و به سرمایه‌گذاران برای کسب سهام و افزایش اعتبار اعتماد می‌کند. این به نوبه خود ارزش‌گذاری شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و سرمایه را برای فرصت‌های توسعه سودآور فراهم می‌کند. اما به نظر می‌رسد تعدادی از عوامل - از مقاومت در برابر تغییر توسط منافع خاص گرفته تا اختلافات پیچیده در رویه‌های حقوقی که ریشه در نبردهای چند صد ساله بین پادشاهان و صاحبان املاک دارد - وجود دارد که برخی از کشورها را از برداشت ثمرات بازارهای مالی به خوبی مدیریت می‌کند.

۵-۲- چارچوب نظری

کیفیت حاکمیت شرکتی می‌تواند بر رفتار شرکتها در زمان شوکهای اقتصادی تأثیر بگذارد و در حقیقت موجب بروز نارضایتی مالی و تأثیرات اقتصادی در این کشورها شود. در طول بحران مالی آسیای شرقی، بازده تجمعی سهام شرکت‌هایی که مدیران آنها دارای کنترل بالا بودند، اما مالکیت مستقیم کمی داشتند، ۱۰ تا ۲۰ درصد کمتر از سایر شرکتها بود (Lemmon and Lins, 2003). این موضوع نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی می‌تواند نقش مهمی در تعیین رفتارهای فردی شرکتها، به ویژه انگیزه‌های کنترل‌کنندگان شرکتها برای از بین بردن حقوق سهامداران اقلیت داشته باشد.

مطالعه عملکرد سهام شرکت‌های پذیرفته شده از اندونزی، کره، مالزی، فیلیپین و تایلند نشان می‌دهد که بازدهی سهام در شرکت‌هایی با کیفیت بهتر گزارشگری (با استفاده از شش حسابرس بزرگ) بالاتر است. (Mitton 2002). شواهد نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی به عملکرد شرکت در طول بحران مالی کمک می‌کند. شواهد در سطح کشوری نیز وجود دارد که نهادهای قانونی ضعیف برای حاکمیت شرکتی عوامل کلیدی در تشدید کاهش قیمت سهام در دوره بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ (جانسون و دیگران ۲۰۰۰) بودند. در کشورهایی که محافظت از سرمایه‌گذاران ضعیف‌تر است، جریان‌های خالص سرمایه بیشتر به رویدادهای منفی حساس هستند که بر اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر منفی می‌گذارد. در چنین کشورهایی، در طول دوران سخت، ریسک سلب مالکیت افزایش می‌یابد، زیرا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری پایین‌تر است و به این ترتیب کشور بیشتر شاهد سقوط قیمت ارز و سهام می‌باشد. به طور کلی، سیستم کارآمد مالی و حقوقی می‌تواند به کاهش نوسانات مالی کمک کند.

دیدگاهی که ضعف حاکمیت شرکتی در شرکت‌های خصوصی می‌تواند اثرات اقتصادی در سطح کشور داشته باشد، محدود به کشورهای در حال توسعه نیست. ضعف حاکمیت شرکتی، بحران مالی را در این کشورها ایجاد نکرده است، اما مشخص است که کمبود حاکمیت شرکتی، زمینه بروز کاهش ارزش شرکتها حتی در کشورهای توسعه یافته می‌باشد. به همین ترتیب، ضوابط حاکمیت شرکتی ضعیف می‌توانند منعکس‌کننده تاثیرات اقتصادی بر اقتصاد هر کشور باشند.

حاکمیت شرکتی ضعیف می‌تواند بر عملکرد بازارهای مالی کشورها اثر بگذارد. یکی از کانال‌ها این است که ضعف حاکمیت شرکتی، نوسانات مالی را افزایش می‌دهد. هنگامی که از شفافیت ضعیف حمایت می‌شود، به دلیل کمبود شفافیت و اینکه کنترل‌کنندگان (سهامداران عمده) که بر عملکرد و چشم‌انداز شرکت‌ها تاثیر دارند، در آنصورت سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران توانایی تجزیه و تحلیل بنگاه‌ها (زیرا هزینه جمع‌آوری اطلاعات بسیار زیاد است) و انگیزه آن‌را ندارند. در شرایط ضعف در شفافیت، سرمایه‌گذاران کنترلی ممکن است، اقدام به دادوستد با اطلاعاتی نمایند که هنوز برای عموم منتشر نشده است. شواهدی وجود دارد که شفافیت ضعیف‌تر منجر به حرکت همزمان قیمت سهام شده و نقش کشف قیمت بازار سهام را محدود می‌کند (Yu 2000, Young, Morck). مطالعه قیمت سهام (بورس هنگ کنگ) نشان داد که شکاف قیمتی سهام در محیط با حمایت کمتر از سرمایه‌گذاران، بیشتر از سایر بازارها است و عمق بازار نیز به نسبت بازارهایی که حمایت از سهامداران خرد بیشتر است، کمتر است (بروکمن و چانگ ۲۰۰۳). شواهد برای کانادا نشان می‌دهد که ساختارهای مالکیت که نشان‌دهنده مشکلات بالقوه شرکت در حوزه حاکمیت شرکتی هستند بر اندازه شکاف قیمتی موثر است (Lang, Gadhoun, Attig, 2003).

از طرفی مدل‌های نئوکلاسیکی وقتی برقرارند که هزینه‌های مبادله صفر هستند. البته برخی از دانشمندان معتقدند که در حالت صفر بودن هزینه مبادله، نهادها بی‌ربط هستند و اما وقتی هزینه‌های مبادله مثبت اند، نهادها مهم می‌شوند. نورث (۱۹۸۷) معتقد است که هم هزینه مبادله کلید عملکرد نظام اقتصادی است و هم اینکه کشورهای صنعتی ساختارهای نهادی پیچیده‌ای را که برای انجام مبادلات در حداقل هزینه لازم هستند، به نحو موفقیت آمیزی توسعه دادند. بدون این توسعه نهادی، رشد اقتصادی با مشکل مواجه خواهد شد. سیستم‌های مالی ترتیبات لازم را برای به حداقل رساندن هزینه مبادله بوجود می‌آورند.

مطالبات مالی و جدید و استفاده شده که ویژگی‌های یکسانی دارند و جانشین کامل برای یکدیگر می‌باشند. جایی که بازار ثانویه رونق می‌گیرد، در مقایسه با بازارهای اولیه به حدی بزرگ می‌شود که حقیقتاً فرایند تعیین قیمت را تحت سلطه قرار می‌دهند. اگر در تقاضا در بازار ثانویه افزایش می‌یابد، بنابراین عایدی آنها کاهش می‌یابد. بنابراین وام‌گیرندگان می‌توانند مطالبات مالی جدید را در بازارهای اولیه، با نرخ‌های بهره پایین‌تر منتشر نمایند و استقراض ارزانتر می‌شود.

افزایش تعداد بازارها و ابزارهای مالی باعث رونق شکل‌گیری سرمایه می‌شود. البته بسیاری از کشورهای در حال توسعه دامنه محدودی از این بازارها و ابزارها را دارند. تنوع بیشتر در ابزارهای مالی، پس‌اندازهای مالی بیشتر را تشویق و تحت شرایط مناسب اقتصادی، سرمایه‌گذاری بیشتر را نیز تشویق می‌کند.

واسطه های مالی می توانند سطح سرمایه گذاری را از طریق کاهش هزینه های جستجو افزایش دهند. بنابراین حمایت از حذف موانع موجود بر سر راه واسطه گری مالی رقابتی برای شتاب بخشیدن به گام های توسعه اقتصادی منطقی به نظر می رسد. مکتب کینون-شاو برای دستیابی به این هدف، آزادسازی مالی و عدم دخالت دولت در بازارهای مالی را توصیه می کند. مطالعات نظری اخیر که بر روی جنبه های اقتصاد خردی واسطه گری مالی انجام شده اند موردی از شکست بازار را نشان می دهند که ناشی از عدم تقارن اطلاعات است. بنابراین ممکن است مواردی برای دخالت دولت وجود داشته باشد. جدول زیر نتیجه مقالات فوق را نشان می دهد.

جدول ۱. خلاصه مطالعات تجربی

نام نویسندگان	موضوع	نتیجه
گوئل (۲۰۱۸)	پیامدهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی: بررسی تحلیلی اصلاحات حاکمیتی و گزارشگری در هند	بررسی اثربخشی اصلاحات حاکمیت شرکتی توسط شرکت های هندی در دو دوره اصلاحات (سال مالی ۲۰۱۲-۱۳ به عنوان دوره ۱) و (سال مالی ۲۰۱۵-۱۶ به عنوان دوره ۲) نشان دهنده وجود رابطه معنادار بین چارچوب یکپارچه کل عملکرد اجتماعی شرکت و عملکرد مالی تنها در دوره ۱ گزارش با حاکمیت شرکتی بوده است. اصلاحات حاکمیت شرکتی بر پیوندهای مالی در بازار هند در دوره ۲ تأثیری نداشته است.
گاپتا و همکاران (۲۰۱۱)	توسعه مالی، حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه	بررسی تأثیر تعاملی توسعه حقوقی و مالی در سطح کشور و ویژگی های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه سهام با استفاده از یک نمونه جامع از ۷۳۸۰ سال شرکت که از ۲۲ کشور توسعه یافته گرفته شده است، نشان داد که ویژگی های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه سهام تنها در کشورهای حقوق مشترک با سطح توسعه مالی بالا تأثیر می گذارد.
دهقان دهنوی و پاک نیت (۱۳۹۷)	نقش حاکمیت شرکتی در رشد و توسعه اقتصادی	هدف این تحقیق بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و توسعه اقتصادی و رفاه بر اساس تجربه در بسیاری از کشورها، بخش ها و سازمان های تجاری بوده است. بدین منظور برخی کانال هایی که از طریق آنها حاکمیت شرکتی بر رشد و توسعه اثرگذار می باشد شناسایی شده است؛ این کانال ها در سطح شرکت، شامل دسترسی بیشتر به تامین مالی خارجی، هزینه پایین تر سرمایه، عملکرد عملیاتی بهتر، ارزش بیشتر بنگاه و روابط بهتر با سایر ذینفعان می باشد. نتایج نشان داد که چارچوب حاکمیت شرکتی مطلوب از طریق این کانال ها موجب رشد و توسعه اقتصادی می شود.

روش تحقیق

برای بررسی هدف اصلی تحقیق یعنی بررسی نحوه ارتباط دو متغیر حاکمیت شرکتی و توسعه مالی از الگوی استفاده شده در تحقیق گاپتا و همکاران (۲۰۱۱) استفاده می شود. در این الگو بر نحوه ارتباط و تاثیرگذاری حاکمیت شرکتی بر توسعه مالی در کنار متغیرهای کنترلی تاکید می شود.

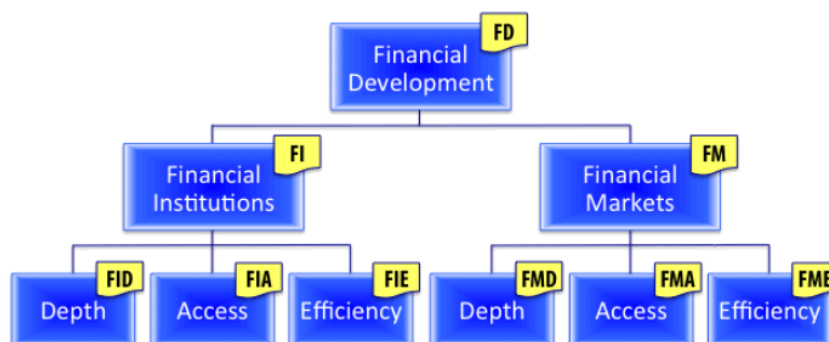
$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 inf_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 Openness_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

در واقع هدف، برآورد تاثیر متغیر حاکمیت شرکتی (CG) بر شاخص ساختار سرمایه (CF) با استفاده از کانال انتقال توسعه مالی (FD) می‌باشد.

در الگوی (۱) داریم:

CG برابر است با حاکمیت شرکتی. برای اندازه‌گیری حاکمیت شرکتی در کشورها از تعداد ایزوهای اخذ شده در هر سال استفاده می‌شود. ایزوهای استاندارد شامل ایزو ۹۰۰۱، ایزو ۱۴۰۰۱ و ایزو ۵۰۰۰۱ می‌باشد.

FD برابر است با شاخص توسعه مالی. بر اساس تعریف استاندارد صندوق بین‌المللی پول مطابق شکل (۱)، شاخص توسعه مالی از دو شاخص توسعه مالی بازارها (FM) و توسعه مالی نهادها (FI) تشکیل می‌شود و بین صفر تا ۱۰۰ درجه بندی می‌شود. هر کدام از شاخص‌ها نیز با استفاده از معیارهای عمق (اندازه و نقدینگی)، در دسترس‌پذیری (راحتی دسترسی به خدمات مالی) و کارایی (توانایی ارائه خدمات مالی با هزینه اندک و درآمد پایدار) محاسبه شده‌اند.



شکل (۱) - ساختار تشکیل شاخص توسعه مالی

ماخذ: صندوق بین‌المللی پول

در نهایت برای بررسی اینکه شاخص توسعه مالی از طریق کدامیک از شاخص‌های مالی بازارها (FM) یا نهادها (FI) بر ساختار سرمایه (CF) اثرگذار است الگوهای ذیل نیز برآورد می‌گردند.

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 FM_{i,t} + \beta_3 inf_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 Openness_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 FI_{i,t} + \beta_3 inf_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 Openness_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

CF برابر است با تشکیل سرمایه که مطابق تعریف بانک جهانی معادل درصدی از ارزش تولید ناخالص داخلی (GDP) هر کشور است که صرف سرمایه‌گذاری داخلی در دارایی‌های ثابت و موجودی انبار می‌گردد و بصورت درصد ارائه می‌گردد.

متغیرهای کنترلی Inf نیز معادل، G معادل رشد اقتصادی و Openness معادل درجه باز بودن اقتصاد می‌باشند.

برای برآورد الگوهای فوق از روش Panel-GMM استفاده شده است. جامعه آماری این تحقیق شامل ۶۷ کشور که حمایت از سرمایه‌گذار در آنها قوی (نمره بین ۵ تا ۱۰) و ۳۱ کشور که حمایت از سرمایه‌گذار در آنها ضعیف است (نمره بین صفر تا ۵) بین سالهای ۲۰۲۰-۲۰۰۵ می‌باشد. جهت گردآوری منابع نظری، ادبیات موضوع و مباحث تئوریک پژوهش از منابع علمی همچون (کتاب، مقالات و مجلات موجود در زمینه تحقیق مورد نظر) پایان‌نامه‌ها، نشریات معتبر بین‌المللی که به صورت آنلاین در پایگاه‌های اینترنتی موجود می‌باشد و سایر پایگاه‌های علمی معتبر استفاده خواهد گردید. همچنین برای استخراج داده‌های مورد نیاز تحقیق از پایگاه‌های اطلاعات بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول استفاده می‌شود.

۴- نتایج تجربی برآورد مدل‌ها

هدف این بخش، تحلیل یافته‌های تحقیق است. لذا ابتدا به بررسی متغیرهای تحقیق و سپس برآورد الگوها پرداخته می‌شود.

۴-۱- آمار توصیفی

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای اصلی تحقیق برای کشورهای منتخب High IP یا همان کشورهای با درجه بالای حمایت از سرمایه‌گذار (۶۷ کشور) طی سالهای ۲۰۲۰-۲۰۰۵ را نشان می‌دهد. کشوری که در سال ۲۰۲۰ دارای شاخص بیشتر از ۵ بوده‌اند جزو کشورهای High IP در نظر گرفته شده‌اند. مطابق آمار ارائه شده، میانگین حاکمیت شرکتی در این کشورها ۶۰۰۸ می‌باشد که نشان‌دهنده میانگین تعداد ایزوهای اخذ شده می‌باشد که اختلاف مناسبی با میانگین ایزوها در سطح کلیه کشورهای دنیا (۴۵۰۱) ندارد و نشان‌دهنده میزان متناسب حاکمیت شرکتی در سطح کشورهای High IP می‌باشد. انحراف معیار ۱۰۵۷۶ نیز نشان‌دهنده اختلاف زیاد کشورها در این شاخص می‌باشد.

جدول (۱) - آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در سطح کشورهای High IP (۶۷ کشور)

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
حاکمیت شرکتی (CG)	۶۰۰۸	۱۰۵۷۶	۱	۸۰۵۱۸
توسعه مالی (FD)	۴۶	۲۳	۸	۱۰۰
توسعه مالی بازارها (FM)	۳۸	۲۸	۰/۰۷	۹۹
توسعه مالی نهادها (FI)	۵۳	۲۱	۱۵	۱۰۰
ساختار سرمایه (CF)	۲۴	۶	۱۱	۵۴
حمایت از سرمایه‌گذار (IP)	۶	۱/۲	۲/۷	۹/۷

ماخذ: یافته‌های تحقیق

میانگین شاخص توسعه مالی نیز برای این کشورها حدود ۴۶ می‌باشد که اختلاف معناداری با میانگین توسعه مالی کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۴۱) ندارد و عملکرد متوسط کشورهای High IP را نشان می‌دهد. انحراف معیار ۲۳ نیز نشان‌دهنده فاصله زیاد کشورها می‌باشد. بیشترین میزان شاخص توسعه مالی نیز ۱۰۰ می‌باشد که حداکثر شاخص توسعه مالی است و نشان‌دهنده وضعیت ایده‌آل آن است.

میانگین شاخص توسعه مالی بازارها نیز ۳۸ می‌باشد که از سطح میانگین توسعه مالی بازار کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۳۳) فاصله زیادی ندارد. همچنین بیشترین میزان این شاخص در کشورهای High IP حدود ۹۹ می‌باشد که اختلاف زیادی با بهترین میزان شاخص یعنی عدد ۱۰۰ ندارد.

میانگین شاخص توسعه مالی نهادها نیز ۵۳ می‌باشد که از سطح میانگین توسعه مالی نهادی کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۴۸) فاصله زیادی ندارد. همچنین بیشترین میزان این شاخص در کشورهای High IP مقدار ۱۰۰ می‌باشد که بیشترین میزان این شاخص می‌باشد.

میانگین شاخص ساختار سرمایه نیز ۲۴ می‌باشد که نشان می‌دهد کشورهای High IP بطور میانگین ۲۳ درصد از GDP خود را صرف سرمایه‌گذاری داخلی نموده‌اند.

میانگین شاخص حمایت از سرمایه‌گذار نیز ۶ می‌باشد که نشان‌دهنده عملکرد مناسب است.

جدول (۲) - آمار توصیفی متغیرهای تحقیق در سطح کشورهای Low IP (۳۱ کشور)

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
حاکمیت شرکتی (CG)	۴۰.۸۹	۱۷.۹۱۹	۱	۱۷۱.۸۷۷
توسعه مالی (FD)	۳۰	۱۷	۸	۸۴
توسعه مالی بازارها (FM)	۲۱	۲۳	۰/۰۰۷	۸۴
توسعه مالی نهادها (FI)	۳۹	۱۶	۱۵	۸۶
ساختار سرمایه (CF)	۲۶	۸	۵	۵۰
حمایت از سرمایه‌گذار (IP)	۴/۲	۰/۷۵	۲	۵/۷

ماخذ: یافته‌های تحقیق

جدول (۲) آمار توصیفی متغیرهای اصلی تحقیق برای کشورهای منتخب Low IP یا همان کشورهای با درجه پایین حمایت از سرمایه‌گذار (۳۱ کشور) طی سالهای ۲۰۲۰-۲۰۰۵ را نشان می‌دهد. کشوری که در سال ۲۰۲۰ دارای شاخص کمتر از ۵ بوده‌اند جزو کشورهای Low IP در نظر گرفته شده‌اند. مطابق آمار ارائه شده، میانگین حاکمیت شرکتی در این کشورها ۴۰.۸۹ می‌باشد که نشان‌دهنده میانگین تعداد ایزوهای اخذ شده می‌باشد که اختلاف زیادی با میانگین ایزوها در سطح کلیه کشورها (۴۵.۰۱) ندارد و نشان‌دهنده میزان متوسط حاکمیت شرکتی در سطح کشورهای Low IP می‌باشد. انحراف معیار ۱۷.۹۱۹ نیز نشان‌دهنده اختلاف زیاد کشورها در این شاخص می‌باشد.

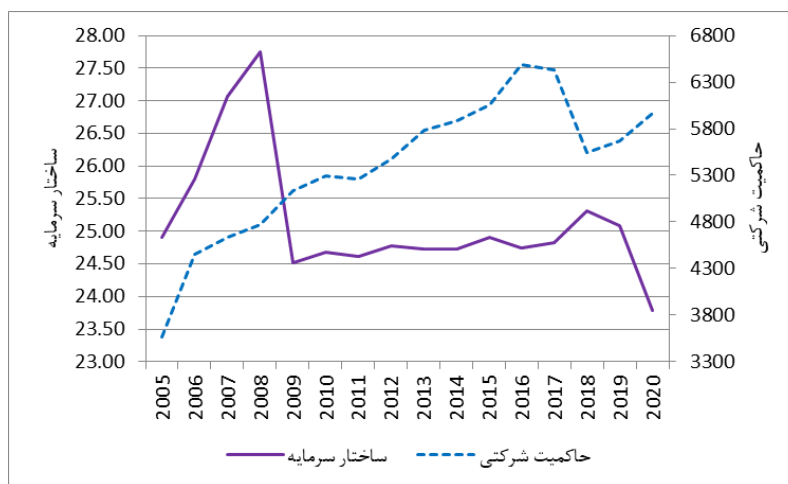
میانگین شاخص توسعه مالی نیز برای این کشورها حدود ۳۰ می‌باشد که اختلاف معناداری با میانگین توسعه مالی کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۴۱) دارد و عملکرد پایین کشورهای Low IP را نشان می‌دهد. انحراف معیار ۱۷ نیز نشان‌دهنده فاصله اندک کشورها می‌باشد. بیشترین میزان شاخص توسعه مالی نیز ۸۴ می‌باشد که فاصله زیادی با حداکثر شاخص توسعه مالی یعنی عدد ۱۰۰ دارد.

میانگین شاخص توسعه مالی بازارها نیز ۲۱ می‌باشد که از سطح میانگین توسعه مالی بازار کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۳۳) فاصله زیادی دارد. و عملکرد ضعیف کشورهای Low IP در این شاخص را نشان می‌دهد. میانگین شاخص توسعه مالی نهادها نیز ۳۹ می‌باشد که از سطح میانگین توسعه مالی نهادی کلیه کشورهای تحقیق (میانگین ۴۸) پایین‌تر است. همچنین بیشترین میزان این شاخص در کشورهای Low IP مقدار ۸۶ می‌باشد که فاصله زیادی با حداکثر شاخص توسعه مالی یعنی عدد ۱۰۰ دارد.

میانگین شاخص ساختار سرمایه نیز ۲۶ می‌باشد که نشان می‌دهد کشورهای Low IP بطور میانگین ۲۶ درصد از GDP خود را صرف سرمایه‌گذاری داخلی نموده‌اند. این عدد مشابه میانگین شاخص ساختار سرمایه برای کلیه کشورها (میانگین ۲۵) می‌باشد.

میانگین شاخص حمایت از سرمایه‌گذار نیز ۴/۲ می‌باشد که نشان‌دهنده عملکرد ضعیف در مقایسه با میانگین کلیه کشورهای در نظر گرفته شده برای تحقیق (میانگین ۵/۴) می‌باشد.

نمودار (۱) ارتباط بین شاخص حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در کلیه کشورها را نشان می‌دهد.

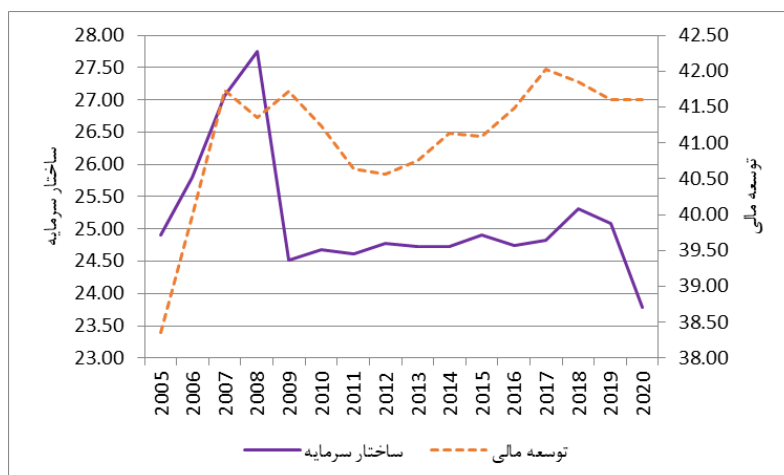


نمودار (۱) - ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه

همانطور که نمودار (۱) نشان می‌دهد در سال‌های ابتدایی دوره مورد بررسی افزایش شاخص حاکمیت شرکتی موجب افزایش شاخص ساختار سرمایه شده است اما در سالهای ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ و ایجاد بحران‌های مالی شدید در

سطح دنیا سطح شاخص ساختار سرمایه افت پیدا کرد. پس از این سالها هر چند شاخص حاکمیت شرکتی در حال رشد بود اما افزایش شاخص ساختار سرمایه بسیار کوچک بود و تقریباً مقدار یکسانی داشت و از سال ۲۰۱۹ با افزایش شاخص حاکمیت شرکتی، اما شاخص ساختار سرمایه افت محسوسی داشت که علت اصلی آن را می‌توان پاندمی کرونا معرفی نمود. در دوره‌ای که میزان سرمایه‌گذاری داخلی در دارایی‌های ثابت کاهش یافته است. لذا با توجه به نتایج اشاره شده می‌توان گفت ارتباط بین شاخص حاکمیت شرکتی و شاخص ساختار سرمایه در سطح کلیه کشورها نامشخص است و نیاز به بررسی بیشتر و برآورد مدل‌های ریاضی دارد.

نمودار (۲) ارتباط بین توسعه مالی و ساختار سرمایه در کلیه کشورها را نشان می‌دهد.



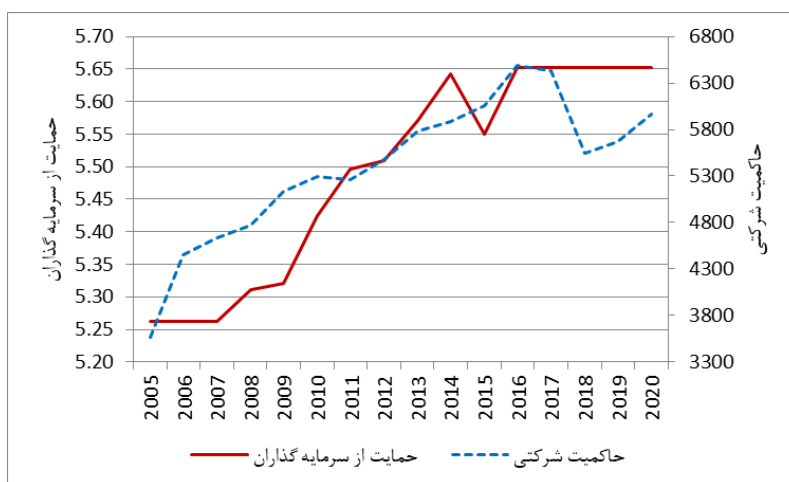
نمودار (۲) - ارتباط بین توسعه مالی و ساختار سرمایه

همانطور که نمودار (۲) نشان می‌دهد در سال‌های ابتدایی دوره مورد بررسی افزایش شاخص توسعه مالی موجب افزایش شاخص ساختار سرمایه شده است اما در سالهای ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ و ایجاد بحران‌های مالی شدید در سطح دنیا سطح شاخص ساختار سرمایه همزمان با توسعه مالی افت پیدا کرد. پس از این سالها افزایش شدید توسعه مالی موجب افزایش ناچیز ساختار سرمایه شد اما از سال ۲۰۱۹ و شروع پاندمی کرونا هر دو شاخص افت پیدا کردند. بر طبق نتایج حاصله می‌توان گفت رابطه مستقیم بین شاخص‌های توسعه مالی و ساختار سرمایه قابل مشاهده است.

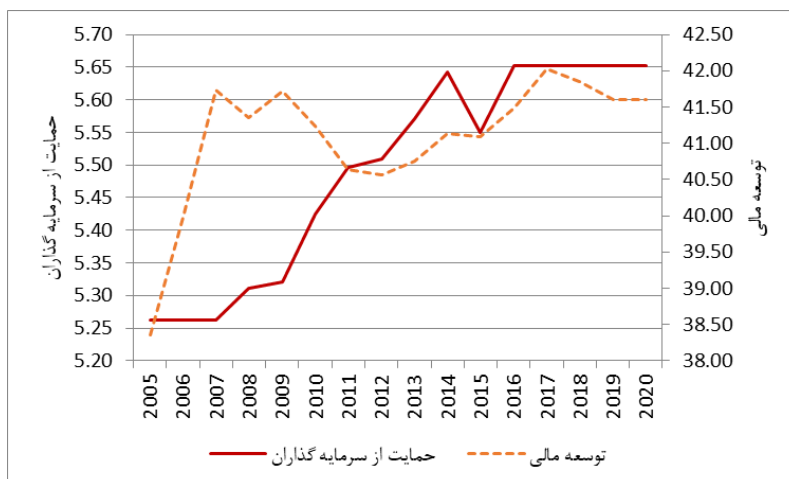
نمودار (۳) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران در کلیه کشورها را نشان می‌دهد.

همانطور که نمودار (۳) نشان می‌دهد در طول دوره مورد بررسی شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران همواره در حال افزایش بوده و شاخص حاکمیت شرکتی نیز در همین دوره افزایش یافته است لذا بر طبق نتایج حاصله می‌توان گفت رابطه مستقیم بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران قابل مشاهده است. این

رابطه نشان می‌دهد با افزایش تعداد ایزوهای اخذ شده توسط شرکت‌ها در هر کشور، وضعیت این شرکت‌ها بهبود یافته در نتیجه حمایت از آنها در کشورها افزایش یافته و موجب ارتباط مثبت این شاخص شده است. با توجه به مثبت بودن این رابطه می‌توان گفت حمایت از سرمایه‌گذار در کشورهایی که دارای حاکمیت شرکتی بالایی هستند بیشتر است. نمودار (۴) ارتباط بین توسعه مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران در کلیه کشورها را نشان می‌دهد.



نمودار (۳) - ارتباط بین حاکمیت شرکتی و حمایت از سرمایه‌گذاران



نمودار (۴) - ارتباط بین توسعه مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران

همانطور که نمودار (۴) نشان می‌دهد در طول دوره مورد بررسی شاخص حمایت از سرمایه‌گذاران همواره در حال افزایش بوده و شاخص توسعه مالی نیز در همین دوره افزایش یافته است لذا بر طبق نتایج حاصله می‌توان گفت رابطه مستقیم بین شاخص‌های توسعه مالی و حمایت از سرمایه‌گذاران قابل مشاهده است. این رابطه نشان می‌دهد بهبود حمایت از سرمایه‌گذاران موجب بهبود فعالیت شرکت‌ها و در نتیجه بهبود عملکرد مالی آنها شده و در نهایت شاخص توسعه مالی در کشورها نیز بهبود می‌یابد. با توجه به مثبت بودن این رابطه می‌توان گفت حمایت از سرمایه‌گذار در کشورهایی که دارای شاخص توسعه مالی بالایی هستند بیشتر است.

بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

قبل از محاسبه و برآورد الگوهای تحقیق ابتدا به بررسی مانایی متغیرهای الگو با استفاده از آزمون مانایی^۱ LLC پرداخته می‌شود که نتایج آن در جدول ذیل قابل مشاهده است.

جدول (۳) - بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	مقدار آماره	احتمال	نتیجه
حاکمیت شرکت	CG	-۸/۵۶	مانا
شاخص توسعه مالی	FD	-۹/۱۱	مانا
ساختار سرمایه	CF	-۸/۵۲	مانا
تورم	Inf	-۱۰/۹۸	مانا
رشد اقتصادی	G	-۱/۹۶	مانا
درجه باز بودن اقتصاد	Openness	-۴/۸۱	مانا

ماخذ: یافته‌های تحقیق

نتیجه آزمون مانایی نشان داد تمام متغیرهای تحقیق در سطح اطمینان ۹۵ درصد مانا هستند.

بررسی همبستگی

قبل از برآورد الگوی تحقیق جهت شناخت رابطه بهتر متغیرهای تحقیق، ابتدا به بررسی نحوه ارتباط متغیرهای مستقل با وابسته الگوی تحقیق پرداخته می‌شود. بدین منظور از آزمون همبستگی اسپیرمن استفاده گردیده که نتایج آن در جدول ذیل قابل مشاهده است. در این جدول میزان همبستگی متغیرهای مستقل با متغیر وابسته (CF) به همراه میزان معناداری آنها ارائه شده است.

^۱. Levin-Lin-Chu

جدول (۴) - بررسی همبستگی متغیرهای تحقیق با متغیر وابسته CF

متغیرها	تمام کشورها	High IP	Low IP
CG	-۰/۱۶ (۰/۰۰)*	۰/۲۱ (۰/۰۰)*	-۰/۰۰۵ (۰/۸۹)
FD	-۰/۱۹ (۰/۰۰)*	-۰/۲۳ (۰/۰۰)*	۰/۰۱ (۰/۸۲)
Inf	۰/۱۸ (۰/۰۰)*	۰/۲۷ (۰/۰۰)*	۰/۰۱ (۰/۶۹)
G	۰/۳۵ (۰/۰۰)*	۰/۳۸ (۰/۰۰)*	۰/۲۸ (۰/۰۰)*
Openness	۰/۰۴ (۰/۰۸)	۰/۱۳ (۰/۰۰)*	-۰/۱۳ (۰/۰۰)*

(*): میزان احتمال آزمون همبستگی است که به معنای معناداری رابطه با احتمال ۹۵ درصد می باشد.

همانطور که جدول (۴) نشان می دهد رابطه بین حاکمیت شرکتی (CG) و ساختار سرمایه (CF) در کشورهای مختلف متفاوت است. در کشورهای Low IP رابطه بین این دو متغیر بی معنی و منفی است اما این رابطه در کشورهای High IP بصورت مثبت و معنادار است. از این رو می توان گفت حاکمیت شرکتی تأثیرات متفاوتی بر ساختار سرمایه در کشورهای مختلف دارد و این تأثیرگذاری به عوامل دیگری همچون سطح توسعه یافتگی، منطقه جغرافیایی، سطح واردات و صادرات، میزان سرمایه گذاری ها و عوامل مختلف وابسته است. نتیجه ای که نمودار (۱) نیز آن را اثبات می نماید. با توجه به اینکه در این تحقیق از متغیر کمکی شاخص توسعه مالی (FD) نیز استفاده می گردد لذا در ادامه سعی می گردد تا تأثیر متغیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با استفاده از کانال شاخص توسعه مالی بررسی گردد.

برآورد الگو

با توجه به نتایج آزمون همبستگی که بیان نمود ارتباط حاکمیت شرکتی (CG) و تشکیل سرمایه (CF) قابل اثبات نیست به همین منظور به بررسی ارتباط این دو متغیر با استفاده از کانال انتقال سرمایه گذاری خارجی (FD) با استفاده از روش Panel-GMM پرداخته می شود.

الگوی مورد برآورد در این تحقیق به شرح ذیل می باشد.

$$CF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t} + \beta_2 FD_{i,t} + \beta_3 inf_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} + \beta_5 Openness_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در واقع هدف، برآورد تأثیر متغیر حاکمیت شرکتی بر شاخص تشکیل سرمایه با استفاده از کانال انتقال توسعه مالی می باشد.

جهت برآورد مدل GMM بایستی نوع متغیرهای توضیحی (درونزا/ برونزا) مشخص گردد که با استفاده از آزمون وولدریج نتایج ذیل حاصل شده است.

جدول (۵) - بررسی نوع متغیرهای توضیحی

نتیجه	احتمال	مقدار آماره	نام متغیر	
برونزا	۰/۱۳	۲/۲۲	CG	حاکمیت شرکت
درونزا	۰/۰۰	۱۱/۶۷	FD	توسعه مالی
برونزا	۰/۵۷	۰/۳۲	IP	حمایت از سرمایه‌گذار
برونزا	۰/۳۱	۰/۹۹	Inf	تورم
برونزا	۰/۱۴	۲/۲۳	G	رشد اقتصادی
درونزا	۰/۰۰۷	۷/۲۶	Openness	درجه باز بودن اقتصاد

ماخذ: یافته‌های تحقیق

حال با استفاده از نتایج جدول فوق به بررسی الگوی شماره (۱) تحقیق پرداخته می‌شود.

جدول (۶) - برآورد الگوی شماره (۱) تحقیق

Low IP	High IP	تمام کشورها	متغیرها
۱/۲۷ (۴/۷۳)*	-۰/۰۸ (-۰/۱۰)	-۰/۰۰۴ (-۰/۰۱)	CG
۰/۱۷ (۳/۴۳)*	۰/۱۵ (۳/۸۰)*	۰/۱۶ (۶/۰۱)*	FD
۰/۱۷ (۴/۸۸)*	۰/۱۳ (۱/۴۶)	۰/۱۴ (۰/۰۳)*	Inf
۰/۲۵ (۷/۴۳)*	۰/۱۴ (۳/۰۹)*	۰/۱۶ (۰/۰۰)*	G
۰/۰۲ (۲/۱۷)*	۰/۰۷ (۲/۲۲)*	۰/۰۷ (۰/۰۰)*	Openness
۱/۰	۰/۹۴	۰/۲۷	سازگان
۰/۲۴	۰/۷۱	۰/۷۶	خودهمبستگی

(*) میزان آماره آزمون است که به معنای معناداری متغیر با احتمال ۹۵ درصد می‌باشد.

ماخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که نتایج برآورد نشان می‌دهد متغیر حاکمیت شرکتی در کشورهای Low IP تاثیر مثبت و معنادار بر ساختار سرمایه دارد اما در کشورهای High IP این رابطه معنادار نیست. این نتیجه به وضوح نشان می‌دهد تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در کشورهای مختلف متفاوت است. و بهبود حاکمیت شرکتی در کشورهایی

که حمایت از سرمایه‌گذاران ضعیف است (Low IP) موجب بهبود تشکیل سرمایه می‌گردد اما این رابطه برای کشورهای High IP معنی‌دار نمی‌باشد. همچنین شاخص توسعه مالی در هر دو گروه کشورها تاثیر مثبت و معنادار بر تشکیل سرمایه دارد. میزان این اثرگذاری در کشورهای Low IP کمی بیشتر است. در خصوص متغیرهای کنترلی نیز می‌توان گفت همانطور که از قبل هم پیش‌بینی شد افزایش تورم، رشد اقتصادی و درجه باز بودن اقتصاد موجب بهبود ساختار سرمایه می‌گردد. دو ردیف آخر جدول (۶) نتایج آزمون‌های سارگان-هانسن و خودهمبستگی را نشان می‌دهند. نتیجه آزمون سارگان-هانسن^۱ با توجه به احتمال بزرگتر از ۰/۰۵ نشان‌دهنده سازگاری تخمین زنده‌های GMM می‌باشد. نتیجه آزمون خود همبستگی آرانو و باند^۲ نشان می‌دهد در هر دو مدل، فرضیه صفر این آزمون (عدم وجود خودهمبستگی) تایید شده و لذا مدل‌ها دارای خودهمبستگی نمی‌باشند. همانطور که در قسمت روش تحقیق گفته شد شاخص توسعه مالی برگرفته از دو شاخص توسعه مالی بازارها (FM) و توسعه مالی نهادها (FI) می‌باشد. برای اینکه بررسی شود تاثیر شاخص توسعه مالی بر ساختار سرمایه بیشتر از منظر شاخص بازار است یا نهادها به بررسی الگوهای (۲) و (۳) تحقیق پرداخته می‌شود.

جدول (۷) - بررسی الگوی شماره (۲) تحقیق

Low IP	High IP	تمام کشورها	متغیرها
۱/۸ (۶/۰۵)*	۰/۰۷ (۰/۰۸)	۰/۵۷ (۲/۸۶)*	CG
۰/۱۳ (۴/۲۲)*	۰/۱۰ (۳/۹۴)*	۰/۱۰ (۶/۱۰)*	FM
۰/۱۹ (۵/۲۶)*	۰/۰۹ (۱/۰۲)	۰/۱۵ (۵/۱۷)*	Inf
۰/۲۶ (۷/۳۳)*	۰/۱۰ (۲/۲۷)*	۰/۲۳ (۱۱/۶۴)*	G
۰/۰۲ (۲/۲۱)*	۰/۰۹ (۲/۹۳)*	۰/۰۶ (۷/۸۱)*	Openness
۱/۰	۰/۹۵	۰/۳۲	سارگان
۰/۳۲	۰/۷۰	۰/۷۸	خودهمبستگی

(*) میزان آماره آزمون است که به معنای معناداری متغیر با احتمال ۹۵ درصد می‌باشد.

ماخذ: یافته‌های تحقیق

¹ Sargan & Hansen test

² Arellano-Bond test

همانطور که نتایج برآورد نشان می‌دهد با در نظر گرفتن متغیر توسعه مالی بازارها (FM) نیز متغیر حاکمیت شرکتی در کشورهای Low IP تاثیر مثبت و معنادار بر ساختار سرمایه دارد اما در بقیه کشورها این رابطه معنادار نیست. این نتیجه نیز نشان می‌دهد بهبود حاکمیت شرکتی در کشورهایی که در سطح پایین تری از توسعه یافتگی و حاکمیت شرکتی قرار دارند می‌تواند موجب بهبود ساختار سرمایه گردد. نتیجه دیگر جدول (۷) این است که بهبود شاخص توسعه مالی بازارها در همه کشورها موجب بهبود تشکیل سرمایه می‌گردد که تاثیر آن در کشورهای Low IP بیشتر است. حال نوبت به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با استفاده از متغیر کانال شاخص توسعه مالی نهادها (FI) می‌رسد.

جدول (۸) - برآورد الگوی شماره (۳) تحقیق

متغیرها	تمام کشورها	High IP	Low IP
CG	-۰/۳۴ (-۰/۷۰)	-۰/۵۴ (-۰/۸۸)	۰/۷۷ (۱/۲۵)
FI	۰/۰۸ (۱/۶۳)	۰/۰۷ (۱/۳۹)	۰/۰۹ (۰/۷۱)
Inf	۰/۱۲ (۲/۵۳)*	۰/۱۸ (۱/۸۵)*	۰/۱۴ (۳/۳۴)
G	۰/۱۸ (۴/۴۱)*	۰/۱۸ (۳/۷۸)*	۰/۲۲ (۳/۴۳)
Openness	۰/۰۵ (۲/۴۴)*	۰/۰۲ (۰/۷۶)	۰/۰۲ (۰/۷۴)
سارگان	۰/۳۴	۰/۹۶	۱/۰
خودهمبستگی	۰/۶۳	۰/۹۳	۰/۱۵

(*) میزان آماره آزمون است که به معنای معناداری متغیر با احتمال ۹۵ درصد می‌باشد.

ماخذ: یافته‌های تحقیق

همانطور که نتایج برآورد نشان می‌دهد با در نظر گرفتن متغیر توسعه مالی نهادها (FI) متغیر حاکمیت شرکتی تاثیر چندانی بر شاخص ساختار سرمایه ندارد. به این معنا که بهبود حاکمیت شرکتی در کنار بهبود شاخص توسعه مالی نهادها نمی‌تواند تاثیر زیادی بر بهبود ساختار سرمایه کشورها داشته باشد. علت این امر را می‌توان وضعیت مناسب شاخص توسعه مالی نهادها در کشورها دانست و بیان نمود کشورها به سطحی از توسعه یافتگی نهادها رسیده‌اند که بهبود آن در کنار بهبود حاکمیت شرکتی دیگر تاثیری بر ساختار سرمایه ندارد.

نتیجه دیگر جدول (۸) این است که بهبود جداگانه شاخص توسعه مالی نهادها هیچ تاثیری بر شاخص ساختار سرمایه کشورها ندارد. که علت این امر همانطور که گفته شد وضعیت مناسب کشورها در شاخص توسعه مالی نهادها می‌باشد که بهبود این شاخص نمی‌تواند کمکی به بهبود ساختار سرمایه نماید.

حال نوبت به بررسی فرضیه تحقیق می‌رسد. حاکمیت شرکتی بطور قابل ملاحظه‌ای بر تشکیل سرمایه اثر می‌گذارد. این رابطه در کشورهایی که حمایت سرمایه‌گذاران ضعیف است، بسیار قوی است. مطابق نتایج جدول (۶) مشخص گردید بهبود حاکمیت شرکتی در کشورهایی که در سطح پایینی از حاکمیت شرکتی قرار دارند موجب بهبود تشکیل سرمایه می‌گردد. همچنین این رابطه برای کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران در آن ضعیف است (Low IP) معنی‌دار و مثبت است در صورتی که این رابطه برای کشورهایی که حمایت از سرمایه‌گذاران در آن قوی است (High IP) معنی‌دار نمی‌باشد. لذا این فرضیه نیز تایید گردید.

نتیجه‌گیری و پیشنهادات

در این تحقیق به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر تشکیل سرمایه با استفاده از کانال توسعه مالی پرداخته شد. مطابق بررسی‌های انجام شده با استفاده از روند زمانی متغیرها و همچنین انجام آزمون همبستگی مشخص گردید تاثیر حاکمیت شرکتی بر تشکیل سرمایه در کشورها، بصورت مستقیم، نامشخص است و نشان‌دهنده این موضوع است که احتمالاً حاکمیت شرکتی بصورت مستقیم بر تشکیل سرمایه اثرگذار نیست و از کانال‌های مختلف می‌تواند بر تشکیل سرمایه اثرگذار باشد. بر این اساس به نظریات بنیادین در خصوص سرمایه و نظریه رشد توجه شد و در این راستا به بررسی رابطه این دو متغیر از طریق کانال توسعه مالی پرداخته شد. به این معنا که شاخص حاکمیت شرکتی از طریق کانال توسعه مالی که برگرفته از دو شاخص توسعه مالی بازارها و توسعه مالی نهادها است می‌تواند بر تشکیل سرمایه اثرگذار باشد. بر اساس مطالعات بانک جهانی به منظور بررسی شاخص توسعه مالی، موضوع در سه بعد کارایی، عمق و دسترسی و همچنین در دو سطح بازارهای مالی و نهادهای مالی مورد توجه قرار می‌گیرد. علاوه بر مشاهدات تاریخی آماری که تاییدکننده این موضوع بود نتایج برآورد الگوهای تحقیق نیز نشان داد که بهبود حاکمیت شرکتی از طریق کانال توسعه مالی می‌تواند در کشورهایی که حاکمیت شرکتی در آنها ضعیف است موجب بهبود تشکیل سرمایه گردد. ولی این رابطه برای کشورهایی که به حد بلوغ در حاکمیت شرکتی رسیده‌اند، بی‌معنی بود. همچنین مشخص گردید توسعه مالی از طریق توسعه مالی بازارها می‌تواند در همه کشورها موجب بهبود تشکیل سرمایه گردد. نتیجه نهایی تحقیق بدین صورت حاصل شد که در کشورهایی که از لحاظ حاکمیت شرکتی هنوز در سطح مطلوبی قرار ندارند بهبود حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب بهبود تشکیل سرمایه گردد. اما در کشورهای پیشرفته و کشورهایی که به حد بلوغ در حاکمیت شرکتی رسیده‌اند بهبود حاکمیت شرکتی تاثیری بر تشکیل سرمایه نخواهد داشت. با استفاده از این نتیجه می‌توان به دولتمردان و سیاست‌گذاران ایران پیشنهاد نمود با توجه به قرارگیری کشور ایران در بین کشورهایی که حاکمیت شرکتی در آنها ضعیف است، با بهبود و تسهیل شرایط حاکمیت شرکتی و بازبینی قوانین و محدودیت‌های سرمایه‌گذاری، شرایط سرمایه‌گذاری داخلی را تسهیل نموده تا موجب بهبود شاخص تشکیل سرمایه گردیده و در نتیجه توسعه و رشد اقتصادی کشور

را بهبود بخشد. از آنجا که موضوع حاکمیت شرکتی در سطح رشته حسابداری مورد توجه قرار گرفته است در حالیکه به مقوله حاکمیت شرکتی می‌توان از منظر اقتصاد کلان توجه داشت، به دانشجویان رشته اقتصاد پیشنهاد می‌گردد به بررسی سایر کانال‌های تاثیرگذار بر تشکیل سرمایه و توسعه مالی در ایران و کشورهای در حال توسعه بپردازند.

فهرست منابع:

- * دهقان دهنوی، محمد علی و پاک نیت، یکتا (۱۳۹۷)، نقش حاکمیت شرکتی در رشد و توسعه اقتصادی، سومین همایش بین‌المللی مدیریت، حسابداری، اقتصاد و علوم اجتماعی.
- * حساس یگانه، یحیی، مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی، انتشارات علمی و فرهنگی، ۱۳۹۵
- * Adabi, G.B., Moghaddam, S.R.H., Fouladi, A. et al. (1 more author) (2017) An overview of corporate governance practices in Iran : a quantitative survey of listed companies in Tehran Stock Exchange. *International Company and Commercial Law Review*, 28 (2). pp. ۳۳-۴۸.
- * Brian R. Cheffins (2012), the history of corporate governance, working paper No 184/2012, University of Cambridge.
- * Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, Rene M. Stulz, Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics* 86 (2007) 1-39
- * Goel, P. (2018). Implications of corporate governance on financial performance: an analytical review of governance and social reporting reforms in India, *Asian Journal of Sustainability and Social Responsibility*, N 4, pp. 1-21.
- * Gupta, K., Krishnamurti, CH., & Tourani-Rad, A., (2011). Financial Development, Corporate Governance and Cost of Equity Capital, Finance and Corporate Governance Conference 2010 Paper, pp. 1-42.
- * David Yermack, (2016), Corporate Governance and Blockchains, NYU Stern School of Business and National Bureau of Economic Research,
- * HAQUE, F., ARUN, TG. & KIRKPATRICK, C. (2008). Corporate governance and capital markets: a conceptual framework. *Corporate Ownership and Control*, Vol. 5 Issue. 2:Cont.2), 264-276.
- * Hareesh Sapra, Ajay Subramanian, and Krishnamurthy V. Subramanian, 2013, Corporate Governance and Innovation: Theory and Evidence,
- * Leora F. Klapper, Inessa Love, 2002, Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, World Bank Policy Research Working Paper 2818, April 2002
- * Wafik Grais and Matteo Pellegrini, Corporate Governance and Shariah Compliance in Institutions Offering Islamic Financial Services, World Bank Policy Research Working Paper 4054, November 2006
- * Prabirjit Sarkar, Does Anglo-Saxon corporate governance matter for capitalist development of emerging Asian economy? A case study of India, 2007, Article in SSRN Electronic Journal, February 2007, DOI: 10.2139/ssrn.963171
- * Rahmatina Awaliah Kasri, CORPORATE GOVERNANCE: CONVENTIONAL VS ISLAMIC PERSPECTIVE, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1685222>
- * Ross Levine, The Corporate Governance of Banks: A Concise Discussion of Concepts and Evidence, World Bank Policy Research Working Paper 3404, September 2004

- * Inder K. Khurana, Xiumin Martin, and Raynolde Pereira, Financial Development and the Cash Flow Sensitivity of Cash, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS VOL. 41, NO. 4, DECEMBER 2006
- * Martin Čihák Asli, Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine, FINANCIAL DEVELOPMENT IN 205 ECONOMIES, 1960 TO 2010, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138 April 2013
- * STIJN CLAESSENS and LUC LAEVEN, Financial Development, Property Rights, and Growth, 2000
- * Marc Steffen Rapp, Michael Wolff, From Financial Markets to Corporate Governance, 2018,
- * HHL Leipzig Graduate School of Management, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3353058>
- * Ratna Sahay and others, Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets, International Monetary Fund, May 2015
- * Tom Berglund, Liquidity and Corporate Governance, Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=3519588>
- * Zufar Ashuruv, Improvement of organizational and economic mechanism of corporate governance in the joint-stock enterprises, Dissertation abstract of the doctor of philosophy (PhD) in economic sciences, 2019
- * Hans Christiansen and Allisa Koldertsova, The role of stock exchange CG, Financial Market Trends, 2009
- * Joseph K Alialey, Ho Kang, Study on corporate Governance in Emerging Markets, Journal of Korea Trade, Vol 23, October 2012
- * Christele Dadem Awounang, The Transmission channels from financial development to economic growth, Journal of economics and sustainable development, Vol 8, 2017
- * Benjamin E Hermalin, Trends in Corporate Governance, University of California, 2003

Capital Formation and Corporate Governance, Intercountry Approach

Seyed Rouhollah Hosseini Moghaddam

Phd candidate in Economic, Islamic Azad University
srohollah@gmail.com

Mahdi Adibpour

Assistant professor in Economic, Islamic Azad University (corresponding Author)
Mhd_adibpour@yahoo.com

Abbas MemarNejad

Associated Professor in Economic, Islamic Azad university
memarnejad@srbiau.ac.ir

Abstract

The purpose of this study is to examine the relationship between corporate governance and capital formation using the financial development channel. According to the investigations, it was found that the direct impact of corporate governance on capital formation is unclear. The analysis of the data showed that corporate governance through the financial development channel can have an effect on capital formation, which, of course, is different in countries, and the reason for that is the different level of development of countries in attracting capital and investors. In this study, the data of 98 countries, including 67 countries in which investor protection is strong and 31 countries in which investor protection is weak during the years 2005-2020, were used in the form of Panel-GMM method. The results of the surveys showed that corporate governance in countries with a low level of investor protection has a positive and significant effect on capital formation, and improving corporate governance improves capital formation. But this relationship has not been significant for countries with a high level of investor protection. Also, financial development in both groups of countries had a positive and significant impact on capital formation, but its impact was greater in countries with weak support. Also, the results of the financial development survey in more detail showed that the financial development of markets improves capital formation in countries; But the financial development of institutions does not affect the improvement of capital formation.

Keywords: Financial Development, Corporate Governance, Capital Formation, Investor Protection.