

## تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها

محمد رضا مهربان پور\* فرزانه سادات میری چیمه\*\*

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۵/۰۱

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۸/۲۶

### چکیده

استقرار مناسب سازوکارهای راهبری شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و حقوق همه ذینفعان شرکت‌ها است. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر شاخص راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها و ریسک سیستماتیک پیش‌بینی شده می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، ۲۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۹۳ به‌عنوان نمونه انتخاب و از تحلیل ضرایب رگرسیون استفاده شد. در این پژوهش از چهار معیار راهبری شرکتی برای اندازه‌گیری شاخص راهبری شرکتی استفاده شده است. این شاخص برای اولین بار در ایران توسط سازمان بورس اوراق بهادار برای سال ۱۳۹۳ محاسبه شده و در این تحقیق مورد استفاده واقع شده است. نتایج حاصله حاکی از آن است که رابطه منفی و معناداری بین هزینه سرمایه شرکت با شاخص راهبری شرکتی وجود دارد که نشان می‌دهد وجود راهبری شرکتی مؤثر و قوی، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضمین گزارشگری دقیق و صحیح توسط مدیریت، شفافیت بیش‌تر و جلب اعتماد ذینفعان و متعاقباً کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. همچنین نتیجه پژوهش نشان می‌دهد که بین ریسک سیستماتیک پیش‌بینی شده شرکت با شاخص راهبری شرکتی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه مؤید این است که شرکت‌ها با سازوکارهای راهبری سهامدار-محور، ریسک سیستماتیک بیشتری را تحمل می‌کنند که نشان می‌دهد راهبری شرکتی خوب، احتمال دارد به‌جای ممانعت برافزودن ریسک، آن را تشویق کند و منجر به ریسک‌پذیری بالا شود.

واژه‌های کلیدی: شاخص راهبری شرکتی، هزینه سرمایه، ریسک سیستماتیک.

طبقه‌بندی موضوعی: M41

DOI: 10.22051/jera.2017.10954.1365

\* استادیار حسابداری دانشگاه تهران (نویسنده مسئول) (mehrabanpour@ut.ac.ir)  
\*\* کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه تهران. (farzaneh.miri1989@yahoo.com)

### مقدمه

توسعه پاسخگویی و مسئولیت‌های اجتماعی مدیریت شرکت‌های سهامی در ابتدای قرن بیست و یکم، منتهی به مطرح شدن بحث نظام راهبری شرکتی گردیده است. نظام راهبری شرکتی بر شفافیت و افشای اطلاعات و حذف اطلاعات درونی تأکید داشته و با استفاده از تمهیدات و سازوکارهایی، سعی در عدم تمرکز قدرت در شرکت‌ها و مدیریت مشکلات ناشی از تفکیک مدیریت از مالکیت داشته و در جهت رعایت صرفه و صلاح سهامداران تلاش می‌کند. از سوی دیگر، کلیه تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در یک شرکت، تحت تأثیر هزینه سرمایه آن است. ثنوری نمایندگی ثابت کرد که ساختار سرمایه توسط هزینه‌های نمایندگی که منجر به تضاد منافع می‌شود، تعیین می‌گردد. وجود راهبری شرکتی، کنترل و تعادلی بین سهامداران و مدیران فراهم می‌کند؛ پس مسائل نمایندگی را کاهش می‌دهد.

در بیان اهمیت موضوع پژوهش لازم به ذکر است که افزایش هزینه سرمایه، منجر به کاهش توان رقابتی شرکت در محیط تجاری خواهد شد. همچنین ریسک شرکت برای ادامه فعالیت و باقی ماندن در صحنه رقابت، از اهمیت زیادی برخوردار است. به این ترتیب شرکت‌ها به دنبال کاهش هزینه سرمایه و ریسک می‌باشند. شاخص راهبری شرکتی به عنوان نشان دهنده یکی از مهم‌ترین سازوکارهای کنترلی و نظارتی، می‌تواند عامل مهمی جهت نشان دادن وضعیت مناسب راهبری شرکت‌ها باشد. ایجاد شاخص راهبری شرکتی برای کشورهایی که قصد اجرای برنامه‌های خصوصی‌سازی به‌ویژه از طریق انتشار سهام را دارند، یک الزام است. اهمیت این موضوع در ایران زمانی افزایش می‌یابد که در سند چشم‌انداز بیست ساله توسعه کشور و ابلاغیه سیاست‌های کلی اصل چهار و چهار قانون اساسی که از آن به عنوان یک انقلاب اقتصادی و الگویی برای توسعه اقتصادی یاد می‌شود؛ عنایت ویژه‌ای به رشد و توسعه اقتصادی کشور، گسترش و تعمیق کارآمد بازار سرمایه (به‌ویژه تقویت جایگاه بورس) و فراهم آمدن امکان سرمایه‌گذاری خارجی مبذول شده است. با توجه به اهمیت این موضوع، بورس اوراق بهادار تهران، برای اولین بار اقدام به اندازه‌گیری شاخص راهبری شرکتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران نمود. این شاخص بر اساس چهار معیار راهبری شرکتی به شرح زیر، اندازه‌گیری شد:

#### ۱. حقوق سهامداران و ذینفعان

۲. هیئت‌مدیره، کمیته‌های آن و تعهد به راهبری شرکتی

۳. حسابرسی

۴. افشا عمومی و شفاف‌سازی

کیفیت راهبری شرکتی نه تنها بر میزان دستیابی به تأمین مالی از خارج مؤثر است؛ بلکه هزینه سرمایه و ارزش شرکت را نیز متأثر خواهد کرد. از سوی دیگر، در چند سال اخیر توجه‌ها به سمت اندازه‌گیری ریسک سیستماتیک رفته است. اما به شکل تعجب‌آوری دانش ما در خصوص ویژگی‌هایی که میزان ریسک در یک شرکت خاص را تحت تأثیر قرار می‌دهد، کم است.

انجام این پژوهش از این جهت که می‌تواند درک صحیحی از ساختار بهینه سرمایه با رعایت اصول راهبری شرکتی را برای مسئولین بازار سرمایه، مدیران شرکت‌ها، اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران و سایر افراد ذی‌علاقه فراهم کند، ضرورت دارد. هدف از پژوهش حاضر، بررسی میزان ارتباط شاخص راهبری شرکتی و هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و یافتن پاسخ سؤالات زیر است:

۱. آیا بین شاخص راهبری شرکتی با هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد؟

۲. آیا بین شاخص راهبری شرکتی با ریسک سیستماتیک پیش‌بینی شده رابطه معناداری وجود دارد؟

مطالعات پیشین معمولاً بر یکی از ابعاد راهبری شرکتی تمرکز داشتند. از آنجاکه ویژگی‌های راهبری شرکتی ممکن است مکمل یا جایگزین یکدیگر باشند، استنتاج آن‌ها ممکن است متغیرهای سوگیر را حذف کند. بر این اساس، در این پژوهش، راهبری شرکتی در چندین بعد مورد بررسی و سنجش قرار گرفته است. این پژوهش برای اولین بار در ایران از متغیر شاخص راهبری شرکتی استفاده کرده و تأثیر آن بر هزینه سرمایه و ریسک سیستماتیک شرکت را مورد بررسی قرار داده است. در ادامه به برخی از مطالعات انجام‌شده در زمینه ارتباط سازوکارهای راهبری شرکتی با هزینه سرمایه و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها اشاره می‌شود.

## پیشینه پژوهش

### سازوکارهای راهبری شرکتی و هزینه سرمایه

راهبری شرکتی ابعاد فراوانی دارد که می‌توان به حقوق سهامداران و ذینفعان، هیئت‌مدیره و کمیته‌های آن، حسابرسی، افشای عمومی و شفافیت اطلاعاتی اشاره کرد. در تحقیقات انجام گرفته قبلی، تنها به بررسی یک بعد از راهبری شرکتی و ارتباط آن با سایر متغیرهای حسابداری و مالی پرداخته شده است. در ادامه برخی از این پژوهش‌ها شرح داده می‌شود.

جیراپورن، کیم و کیتسابوناریت (۲۰۱۱) تحقیقی را با عنوان ارتباط بین ساختار سرمایه و کیفیت راهبری شرکتی انجام داده‌اند. در این تحقیق، برای ارزیابی راهبری شرکتی از داده‌های پایان سال بر اساس استانداردهای راهبری ارائه شده توسط مؤسسه سهامداران نهادی (ISS)، استفاده شده است. در این تحقیق برای تعیین تأثیر کیفیت راهبری بر اهرم از تجزیه و تحلیل رگرسیون که در آن اهرم به عنوان متغیر وابسته می‌باشد، استفاده شده است. اهرم به دو صورت اهرم دفتری و اهرم بازار تعریف شده است و نمره ISS (ISS\_SCORE) و نمره راهبری (GOV\_SCORE) به عنوان متغیر مستقل و نرخ دارایی ثابت، نرخ بدهی، نرخ سود قبل مالیات و بهره (EBIT)، نرخ سود تقسیمی، حسابرسی، مالکیت به عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است. با به کارگیری شاخص راهبری شرکتی، این تحقیق به طور تجربی به آزمون ارتباط بین اهرم و راهبری شرکتی می‌پردازد. شواهد تجربی نشان می‌دهد که یک رابطه معکوس قوی بین کیفیت راهبری شرکتی و اهرم وجود دارد. راهبری شرکتی قوی، اهرم پایین تر را به ارمغان می‌آورد. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که کیفیت راهبری شرکتی تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر تصمیمات مهم شرکت مانند ساختار سرمایه دارد.

در مطالعه دیگری، ولاج و لاک (۲۰۱۱)، رابطه بین هزینه‌های نمایندگی، ساختار مالکیت و راهبری شرکتی را در شرکت‌های کوچک در نیوزلند با استفاده از روش برآورد GMM مورد آزمون قرار دادند. نتایج پژوهش نشان داد تمرکز مالکیت، بیشترین اثر را بر راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی دارد. همچنین احمد پور و کاشانی پور (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر نظام راهبری شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداختند. نتایج تحقیق آنها نشان داد که وجود سهامداران نهادی

عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آن‌ها، تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه داشته است. در حالی که، کیفیت حسابرسی این اثر را ندارد.

برخی از تحقیق‌های پیشین، به‌وضوح نشان دادند که راهبری شرکتی قوی موجب کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌شود. در این راستا، تران (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر هزینه بدهی و هزینه سرمایه شرکت‌های بورسی آلمان پرداخت. در این تحقیق، راهبری شرکتی در سه بعد شامل: ۱) کیفیت اطلاعات مالی ۲) ساختار مالکیت ۳) ساختار هیئت‌مدیره بررسی می‌شود. در آلمان از حقوق بستانکاران در مقایسه با سهامداران بهتر محافظت می‌شود که موجب این سؤال شده که آیا تقاضا برای راهبری شرکتی در بین این گروه‌ها متفاوت است؟ ادبیات قبلی نشان می‌دهد که راهبری شرکتی بر سطح هزینه نمایندگی ایجادشده از سوی تأمین‌کنندگان سرمایه، تأثیرگذار است. این اثر به نوبه خود، ریسک سیستماتیک، هزینه سرمایه و هزینه بدهی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که شرکت‌های خانوادگی و شرکت‌هایی با سطح بالای شفافیت مالی و با طرح پاداش در معرض ریسک سیستماتیک کم‌تری هستند. هم‌چنین راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه اثرگذار است؛ اما تفاوت در اینجا است که این تأثیر در شرکت‌هایی با مالکیت دولتی یا سایر شرکت‌ها معنادار است؛ اما در شرکت‌های خانوادگی اثر معناداری وجود ندارد. یافته‌های تحقیق نشان داده که ابعاد در نظر گرفته شده راهبری شرکتی، قادر به کاهش هزینه نمایندگی، در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت است. در مطالعه دیگری، هنزایی (۱۳۸۹) در تحقیق خود به بررسی ارتباط بین سازوکارهای راهبری شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این تحقیق، رابطه یک سازوکار بیرونی و سه سازوکار درونی با هزینه سرمایه بررسی شده است. نسبت حضور اعضای غیرموظف در ترکیب هیئت‌مدیره، حسابرس داخلی، شفافیت اطلاعاتی از جمله سازوکارهای درونی هستند و سرمایه‌گذاران نهادی نیز به‌عنوان یکی از سازوکارهای بیرونی در این تحقیق در نظر گرفته شده است. در این تحقیق نمونه‌ای مشتمل بر ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شده است و با استفاده از روش‌های آماری فرضیه‌های تحقیق مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است و نتایج تحقیق حاکی از این است که: بین نسبت حضور اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و هزینه سرمایه ارتباط معنادار و منفی وجود دارد. بین وجود حسابرس داخلی و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. شفافیت اطلاعاتی رابطه معنادار و منفی با هزینه سرمایه دارد. درصد

مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی با هزینه سرمایه رابطه معنادار و منفی دارد. نسبت حضور اعضای غیرموظف، شفافیت اطلاعات و درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی ۳۰ درصد از تغییرات هزینه سرمایه را پیش‌بینی می‌کنند.

#### سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک

پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ بحثی میان سیاستمداران و روسای بانکها به همراه دیگر مقامات مطرح شد. آنها احتمال دادند که بحران مالی به نحوی با نواقص راهبری شرکتی در مؤسسات مالی در ارتباط است. این بحث به نظر منطقی می‌آمد، نظر به اینکه می‌توان راهبری شرکتی را به صورت وسیع، سازوکاری برای شناسایی مشکلات موسسه و کنترل ریسک آن قلمداد کرد. حال این سوال مطرح می‌شود که آیا بحران مالی جهانی به خاطر نواقص در راهبری شرکتی مؤسسات مالی است؟ برای پاسخ به این سؤال، استروبل، واهاما و اکیوبال (۲۰۱۵) نشان دادند که رابطه مثبت و معناداری بین راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک وجود دارد. این موضوع بیانگر این است که مؤسسات مالی با تمرکز بر ساختار راهبری شرکتی سهامدار محور، ریسک سیستماتیک بالایی دارند. با توجه به این نتایج درمی‌یابیم که راهبری شرکتی خوب، ممکن است به جای کاهش ریسک سیستماتیک در مؤسسات مالی موجب افزایش آن نیز شود. در واقع در بحران مالی سال ۲۰۰۸، شکست مؤسسات مالی بر سایر مؤسسات و سیستم مالی آنها تأثیرگذار بوده است.

با توجه به این که تأثیر اندازه شرکت بر عملکرد شرکت به‌خوبی در ادبیات مستند شده است، مطالعات نسبتاً کمی به صراحت به بررسی ریسک‌پذیری شرکت‌ها در ارتباط با اندازه هیئت‌مدیره پرداخته‌اند. هانگ و وانگ (۲۰۱۴) به بررسی ریسک‌پذیری شرکت‌ها در ارتباط با اندازه هیئت‌مدیره پرداخته‌اند. در این تحقیق فهرستی از داده‌های پانل شرکت‌های چینی از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۱ به عنوان نمونه انتخاب شده است. این پژوهش بر اندازه هیئت‌مدیره و انتخاب سیاست‌های شرکت‌ها در مورد پاداش مدیریت، سرمایه‌گذاری، اهرم، مدیریت سود و به‌طور کلی ریسک‌آتی شرکت تمرکز نموده است. یافته اصلی این پژوهش، بیان می‌دارد که شرکت‌های چینی با مالکیت متمرکز، کم‌تر احتمال دارد که در سرمایه‌گذاری پرمخاطره R&D سرمایه‌گذاری کنند.

در مطالعه دیگری، جیراپورن، چتجاتامارد، تانگ و کیم (۲۰۱۵) به بررسی تأثیر راهبری شرکتی بر میزان ریسک‌پذیری شرکت‌ها بر روی فهرست ۷۰۱۵ شرکت گزارش شده توسط مؤسسه خدمات سهامداران پرداخته‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که رابطه معنادار و منفی بین نمره راهبری شرکتی و ریسک‌پذیری شرکت‌ها وجود دارد؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها با راهبری مؤثر، استراتژی‌هایی با ریسک کم‌تر را اعمال می‌نمایند. مدیران تمایل دارند که تصمیمات ریسکی اتخاذ کنند، اما راهبری شرکتی درجه ریسک‌پذیری را کاهش می‌دهد. در واقع شرکت‌ها با راهبری شرکتی قوی تمایل به استراتژی‌های با ریسک کم دارند. به نظر می‌رسد راهبری شرکتی مؤثر به کنترل ریسک‌پذیری شرکت‌ها کمک می‌کند.

در ایران، تحقیقی در زمینه بررسی تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی بر ریسک سیستماتیک شرکت‌ها توسط نیکبخت و طاهری (۱۳۹۲) انجام شده است. نتایج تحقیق آنها نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین درصد سهامداران نهادی و ریسک سیستماتیک وجود دارد. همچنین رابطه بین درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ریسک سیستماتیک در شرکت‌هایی با بتای بین یک و نیم منفی و معنادار است. می‌توان این نتیجه را با برخوردار نبودن از دانش و تخصص کافی اعضای غیرموظف برای ارزیابی تصمیمات مدیران اجرایی، نداشتن انگیزه برای به چالش کشیدن این تصمیمات و قرار گرفتن اعضا تحت نفوذ مدیران اجرایی، توجیه کرد.

#### خلاء مطالعاتی

همان‌طور که بیان شد با وجود تحقیق‌های متعددی که در زمینه سازوکارهای راهبری شرکتی انجام شده، تاکنون مطالعه‌ای با استفاده از شاخص راهبری شرکتی در ایران صورت نگرفته است. بر این اساس، این نوشتار به بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی با هزینه سرمایه و ریسک سیستماتیک پرداخته است.

#### روش پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ طرح پژوهش استقرایی، کمی و نیمه تجربی و بر اساس خصوصیات موضوع و مسئله پژوهش در حوزه تحقیقات توصیفی و همبستگی است. اطلاعات مربوط به پیشینه پژوهش و مبانی نظری، از منابع کتابخانه‌ای، پایگاه‌های علمی

و مقاله‌های داخلی و خارجی استخراج شده است. همچنین داده‌های پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی ره‌آورد نوین و صورت‌های مالی شرکت‌ها گردآوری شده‌اند. متغیرهای این پژوهش با نرم‌افزار Excel محاسبه و سپس با توجه به داده‌های به‌دست آمده، تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌های پژوهش، با نرم‌افزار Eviews8 انجام شده است .

جامعه آماری پژوهش، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به جامعه آماری پژوهش، نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک و با در نظر گرفتن شرایط زیر انتخاب گردیده است :

۱. شرکت‌ها تا قبل از پایان سال ۱۳۹۲ در بورس اوراق بهادار پذیرفته‌شده باشند.
  ۲. دوره مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
  ۳. شرکت‌ها طی سال ۱۳۹۳ تغییر سال مالی و توقف فعالیت نداشته باشند.
  ۴. شرکت موردنظر در دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و سهام آن مورد معامله قرار گرفته باشد.
  ۵. شرکت مورد نظر به دلیل تفاوت موجود در فعالیت‌ها، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، هلدینگ و بانک و بیمه نباشد.
- بدین ترتیب ۲۳۵ شرکت برای نمونه پژوهش در سال ۱۳۹۳ انتخاب شده است. نحوه انتخاب این تعداد در نگاره ۱ مشاهده می‌شود .

#### نگاره (۱). نحوه انتخاب نمونه پژوهش از جامعه آماری

تعداد	شرح انتخاب نمونه
۶۴۸	تعداد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۳
(۲۸۴)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش فاقد داده شاخص راهبری شرکتی بودند
(۵۸)	شرکت‌هایی که در قلمرو پژوهش به امور سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی اشتغال دارند
(۴۲)	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش به امور بانک و بیمه اشتغال دارند
(۲۹)	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق بتا آن‌ها محاسبه نشده بود
۲۳۵	تعداد شرکت‌های انتخاب‌شده



## فرضیات پژوهش

به منظور بررسی رابطه بین شاخص راهبری شرکتی با هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دو فرضیه زیر طراحی و مورد آزمون قرار می‌گیرد.

۱. بین شاخص راهبری شرکتی و هزینه سرمایه رابطه منفی وجود دارد.
۲. بین شاخص راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پیش بینی شده رابطه مثبت وجود دارد.

## مدل و متغیرهای پژوهش

با استفاده از مبانی نظری موضوع، در این پژوهش از مدل‌های رگرسیونی چند متغیره استفاده گردید. همچنین از داده‌های مقطعی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده شد که به صورت زیر می‌باشد:

برای آزمون فرضیه اول از رابطه (۱):

$$Wacc_j = \beta_0 + \beta_1 GOV-Score_{Rj} + \beta_2 SIZE_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 LEV_j + \beta_5 BETA_j + \epsilon_j$$

و برای آزمون فرضیه دوم از رابطه (۲):

$$BETA_{Fj} = \beta_0 + \beta_1 GOV-Score_{Rj} + \beta_2 SIZE_j + \beta_3 BM_j + \beta_4 LEV_j + \epsilon_j$$

استفاده شد.

در مدل‌های بالا، متغیرهای وابسته به ترتیب میانگین وزنی هزینه سرمایه ( $Wacc$ ) و ریسک سیستماتیک پیش بینی شده ( $BETA_{Fj}$ ) می‌باشد و متغیرهای مستقل در هر دو مدل، شاخص راهبری شرکتی ( $GOV-Score$ ) است. هزینه سرمایه شرکت ممکن است تحت تأثیر عوامل دیگری به جز شاخص راهبری شرکتی قرار گیرد. بر اساس الگوی تران (۲۰۱۴)، متغیرهای کنترلی شامل اندازه شرکت ( $SIZE$ )، نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار سهام شرکت ( $BM$ ) و اهرم مالی ( $LEV$ ) است که مورد استفاده قرار گرفته است.

داده شاخص راهبری شرکتی به عنوان معیاری جامع از راهبری شرکتی در این مطالعه مورد استفاده قرار گرفته است. این شاخص برای اولین بار در ایران توسط شرکت بورس اوراق

بهادار تهران اندازه گیری شده است. شرکت بورس اوراق بهادار تهران، مطالعه تطبیقی از روش های رتبه بندی شرکت ها در بورس های جهان، انجام داد. سپس با توجه به قوانین و مقررات نافذ بر فعالیت شرکت ها در ایران، چک لیست امتیازدهی به ناشران تهیه شد. این چک لیست مشتمل بر چهار قسمت اصلی است که براساس اصول کلی راهبری شرکتی می باشد. این چهار قسمت عبارت است از:

۱. حقوق سهامداران و ذینفعان با وزن ۲۵٪ و ۱۳ متغیر

۲. هیئت مدیره، کمیته های آن و تعهد به راهبری شرکتی با وزن ۲۵٪ و ۲۵ متغیر

۳. حسابرسی با ۱۵٪ وزن و ۶ متغیر

۴. افشای عمومی و شفاف سازی با ۳۵٪ وزن و ۸ متغیر

پس از اختصاص وزن به هر متغیر، برای تکمیل چک لیست، منشوری تهیه شد تا رویه ها برای سنجش سطح رعایت و امتیازدهی هر متغیر یکسان گردد؛ به عبارت دیگر تأثیر سلیقه یا تفسیر تکمیل کننده چک لیست در امتیاز نهایی حذف شد. بورس اوراق بهادار تهران بر اساس آخرین منابع در دسترس از قبیل سایت شرکت، امتیاز اطلاع رسانی، نتایج طبقه بندی بورس، گزارش کنترل داخلی هر شرکت، گزارش فعالیت هیئت مدیره به مجمع و اظهار نظر حسابرس نسبت به صورت های مالی، امتیاز راهبری هر شرکت را تعیین کرد.

نحوه محاسبه هزینه سرمایه واقعی شرکت ها به صورت زیر می باشد:

$$WACC = r_{debt} (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_{equity} \frac{E}{V}$$

$$r_{equity} = \left[ \frac{Div_0(1+g)}{P_0} \right] + g$$

در رابطه بالا،  $r_{equity}$  برابر هزینه سهام،  $Div_0$  برابر سود تقسیم شده دوره جاری،  $P_0$  برابر قیمت سهام در پایان دوره جاری و  $g$  معادل نرخ رشد برآورد شده سهام می باشند. فرض می شود که نرخ رشد مورد انتظار برای بنگاه های با سابقه با نرخ رشد تولید ناخالص داخلی (GDP) ادامه پیدا می کند. لذا برای محاسبه نرخ رشد مورد انتظار در مدل گوردن، از نرخ تولید ناخالص داخلی در سال ۱۳۹۳ استفاده شده است. همچنین در این مطالعه ریسک

سیستماتیک پیش بینی شده شرکت بر اساس بتای محاسبه شده شرکت به صورت زیر محاسبه گردید:

$$\beta_i = \frac{\text{COV}(K_m, K_i)}{\text{Var}(K_m)} = \frac{\sigma_{i,m}}{\sigma_m} r_{i,m}$$

داده‌های بتای محاسبه شده وارد نرم افزار 8 Eviews شده و بر اساس داده‌های موجود، داده بتای پیش بینی شده توسط نرم افزار محاسبه گردید.

### یافته‌های پژوهش

قبل از آزمون فرضیه‌ها، آمار توصیفی هر یک از متغیرهای پژوهش در نگاره ۲ ارائه می‌گردد. با توجه به نگاره ۲، آمار توصیفی برای متغیرهای مدل پژوهش به تفکیک شاخص‌های مرکزی و پراکندگی مشخص گردیده است. شاخص مرکزی شامل: شاخص میانگین و میانه و شاخص‌های پراکندگی شامل: شاخص انحراف معیار و ضریب تغییرات می‌باشد. با مقایسه ضریب تغییرات متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی پژوهش در سطح کل شرکت‌ها، به این نتیجه می‌رسیم که متغیر شاخص راهبری شرکتی در مقایسه با متغیرهای کنترلی به جز اندازه شرکت دارای ضریب تغییرات و پراکندگی کم‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری بیش‌تر در دوره پژوهش بوده است. افزون بر این، آماره میانگین نشان‌دهنده آن است که به‌طور میانگین کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مورد بررسی در این پژوهش) دارای رتبه راهبری شرکتی ۴۹ هستند؛ به عبارت دیگر، شرکت‌ها به‌طور متوسط از سطح راهبری شرکتی نسبتاً مناسبی برخوردارند. همان‌طور که می‌بینیم، میانگین متغیرها تقریباً با میانه آن‌ها نزدیک است که به‌نوعی حاکی از نرمال بودن توزیع متغیرهای مدل‌های پژوهش می‌باشد.

## نگاره (۲). آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	میانگین	ضریب تغییرات	انحراف معیار	حداقل	حداکثر	میانه	ضریب تغییرات
ریسک سیستماتیک	۰/۶۷	۱/۳	۰/۸۷۲	-۲/۳۶	۷/۰۳	۰/۶۲	۱/۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۴۱۵	۲/۴	۱/۰۱۳	-۱۳/۵۸۵	۲/۲۳۶	۰/۴۲۸	۲/۴
شاخص راهبری شرکتی	۴۹/۴۲۵	۰/۲۱	۱۰/۸۳	۲۵	۹۰	۵۰	۰/۲۱
اهرم مالی	۰/۵۹۶	۰/۴	۰/۲۴۱	۰/۰۵۸	۲/۰۷۷	۰/۵۹۷	۰/۴
اندازه شرکت	۱۳/۹۸۸	۰/۱۱	۱/۵۶۸	۱۰/۴۹۲	۱۸/۶۱۶	۱۳/۷۴۲	۰/۱۱
هزینه سرمایه	۰/۱۶۷	۰/۴۷	۰/۰۷۹	۰/۰۳۲	۰/۰۹۱	۰/۱۶۷	۰/۴۷

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها از روش حداقل مربعات معمولی استفاده شده است. داده‌های مورد استفاده از نوع داده‌های مقطعی است. فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر آزمون شدند.

## آزمون فرضیه اول پژوهش

برای آزمون فرضیه اول، رابطه (۱) را به روش حداقل مربعات معمولی برازش کرده و نتایج آن در نگاره ۳ ارائه شده است.

## نگاره (۳). آمار استنباطی برای مدل فرضیه اول پژوهش

تعداد داده‌ها: ۲۳۵ شرکت			
$Wacc_j = -0.013/0.17 GOV\_SCORE\_R_j + 0.008 SIZE_j - 0.04 BM_j + 0.08 LEV_j + 0.005 BETA_j + e_j$			
متغیر	ضرایب	آماره t	معناداری
مقدار ثابت	۰/۰۱۷	۰/۴۳۳	۰/۶۶۵
اندازه شرکت	۰/۰۰۸	۳/۲۱۲	۰/۰۰۱۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	-۰/۰۴	-۱۰/۰۴۹	۰/۰۰۰
شاخص راهبری شرکتی	-۰/۱۳	-۲/۴۴	۰/۰۱
اهرم مالی	۰/۰۸	۴/۷۰۵	۰/۰۰۰
ریسک سیستماتیک	۰/۰۰۵	۱/۱۰۸	۰/۲۶۸
۰/۴۲۴	$\hat{R}^2$	۰/۴۳۶	$R^2$
۰/۰۰۰	معناداری آماره F	۳۵/۴۹	آماره F
۱/۹۶۲		آماره دوربین-واتسون	

همان‌طور که در نگاره ۳ ملاحظه می‌شود، نتایج حاصل از آزمون معناداری معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره  $F(0/000)$  به دست آمده، کل مدل معنادار می‌باشد، (زیر  $0/05$ ) بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. در این مدل ضریب تعیین  $(0/436)$  است؛ یعنی  $43/6$  درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح می‌باشد. همچنین منفی بودن ضریب متغیر شاخص راهبری شرکتی بیانگر وجود ارتباط معکوس بین این متغیر با هزینه سرمایه است که با توجه به مقدار احتمال  $(P\text{-Value} < 0/05)$  محاسبه شده، این رابطه از لحاظ آماری معنی‌دار است؛ بنابراین، فرضیه  $H_0$  مبنی بر صفر بودن ضریب شاخص راهبری شرکتی رد می‌شود. به عبارت دیگر، فرضیه پژوهش پذیرفته شده و بین شاخص راهبری شرکتی و هزینه سرمایه رابطه معکوس وجود دارد که نشان می‌دهد اگر شاخص راهبری شرکتی یک واحد افزایش یابد، با ثابت نگه‌داشتن سایر متغیرهای الگو، هزینه سرمایه شرکت حدود  $0/1$  واحد کاهش می‌یابد. در نتیجه شرکت‌ها با داشتن شاخص راهبری شرکتی بالاتر، هزینه سرمایه پایین‌تری را تحمل می‌کنند که این نتیجه مطابق با تئوری نمایندگی می‌باشد.

نتایج حاصل از تأثیر متغیرهای کنترلی بر هزینه سرمایه در نگاره شماره ۳ ارائه شده است. ضرایب مثبت متغیرهای اهرم مالی و اندازه شرکت بیانگر وجود رابطه مستقیم بین این دو متغیر و هزینه سرمایه است که با توجه به مقدار احتمال  $(P\text{-Value} < 0/05)$  محاسبه شده، این روابط از لحاظ آماری معنادار می‌باشند. به عبارت دیگر، با افزایش یک واحد اهرم مالی و اندازه شرکت، با ثابت نگه‌داشتن سایر متغیرهای الگو، هزینه سرمایه شرکت به ترتیب حدود  $0/08$  و  $0/08$  واحد افزایش می‌یابد. همچنین منفی بودن ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، نشان‌دهنده رابطه معکوس بین این متغیر و هزینه سرمایه است که با توجه به مقدار احتمال  $(P\text{-Value} < 0/05)$  محاسبه شده، این رابطه معنادار است. یعنی با افزایش یک واحد متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، با ثابت نگه‌داشتن سایر متغیرهای الگو، هزینه سرمایه حدود  $0/04$  واحد کاهش می‌یابد؛ و در نهایت رابطه بین متغیر ریسک سیستماتیک با هزینه سرمایه با توجه به مقدار احتمال  $(P\text{-Value} > 0/05)$  از لحاظ آماری معنادار نیست.

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند بین شاخص راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک پیش بینی شده شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. برای آزمون فرضیه دوم از رابطه (۲) استفاده گردیده است. نتایج حاصل از برازش رابطه (۲) به روش حداقل مربعات معمولی در نگاره ۴ ارائه گردیده است.

#### نگاره (۴). آمار استنباطی مدل فرضیه دوم پژوهش

تعداد داده‌ها: ۲۳۵ شرکت			
BETA <sub>j</sub> = ۱/۶۳+۰/۰۰۵ GOV-SCORE_R <sub>j</sub> - ۰/۰۳۵ SIZE <sub>j</sub> - ۰/۱۴BM <sub>j</sub> + ۰/۳۹ LEV <sub>j</sub> +e <sub>j</sub>			
معناداری	آماره t	ضرایب	نام متغیر
۰/۰۰۰	۳/۳۹	۱/۶۳	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	-۱/۳۱	-۰/۰۳۵	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	-۵/۰۹	-۰/۱۴	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۰/۰۰۰	۱/۰۸	۰/۰۰۵	شاخص راهبری شرکت
۰/۰۰۰	۱/۶	۰/۳۹	اهرم مالی
R <sup>2</sup>	۱	R <sup>2</sup>	۱
آماره F	۱/۲۹	معناداری آماره F	۰/۰۰۰
آماره دوربین- واتسون			۱/۸۹

همان‌طور که در نگاره ۴ ملاحظه می‌شود، نتایج حاصل از آزمون معناداری معادله رگرسیون بیانگر این است که با توجه به مقدار و سطح معناداری آماره F (۰/۰۰۰) به دست آمده، کل مدل معنادار می‌باشد، (با احتمال کمتر از ۰/۰۵) بنابراین رگرسیون قدرت تبیین دارد. در این مدل ضریب تعیین (۱) است؛ یعنی کل تغییرات متغیر وابسته توسط متغیر مستقل قابل توضیح می‌باشد. با توجه به نتایج حاصل از برازش مدل شماره دو در نگاره ۴، مثبت بودن ضریب متغیر شاخص راهبری شرکتی بیانگر وجود ارتباط مستقیم بین این متغیر با ریسک سیستماتیک (بتا) پیش بینی شده است که با توجه به مقدار احتمال ( $P\text{-Value} > ۰/۰۵$ ) محاسبه شده، این رابطه از لحاظ آماری معنی‌دار است. در نتیجه طبق نتایج برازش مدل شماره دو پژوهش، فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌گردد. می‌توان گفت نتیجه به دست آمده ناشی از این مدل بر این موضوع دلالت دارد که شرکت‌هایی با راهبری شرکتی خوب، تحت تأثیر سنت حداکثر کردن سرمایه سهامداران سعی دارند سودآوری خود را با بالا بردن میزان ریسک افزایش دهند. از طرفی

می‌توان علت معنادار بودن رابطه بین بتا پیش بینی شده و شاخص راهبری شرکتی را مکانیسم راهبری سهامدار-محور دانست که منجر به ریسک پذیری بیشتر مدیران در انتخاب استراتژی‌های کسب و کار می‌شود و این موضوع موجب تشدید ریسک سیستماتیک پیش بینی شده شرکت خواهد شد. همان‌طور که در نگاره ملاحظه شد متغیر اندازه شرکت و متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، رابطه معنادار و معکوس با بتای پیش بینی شده دارد. منفی بودن، نشان‌دهنده رابطه معکوس بین این متغیرها و ریسک سیستماتیک (بتا) پیش بینی شده است و مقدار احتمال ( $P\text{-Value} < 0.05$ ) محاسبه شده، نشانگر معنادار بودن روابط است. در واقع اگر متغیر اندازه شرکت و متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام به اندازه یک واحد افزایش یابد، با ثابت نگه‌داشتن سایر متغیرهای الگو، بتای پیش بینی شده شرکت به ترتیب حدود ۰/۰۳ و ۰/۱۴ واحد کاهش می‌یابد. می‌توان چنین نتیجه گرفت که برای شرکت‌های کوچک و با اهرم مالی بالا ریسک سیستماتیک بیش تری پیش بینی خواهد شد؛ که نشان می‌دهد با افزایش یک واحد متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام، با ثابت نگه‌داشتن سایر متغیرهای الگو، بتای پیش بینی شده حدود واحد کاهش می‌یابد. در نهایت رابطه بین متغیر اهرم مالی با ریسک سیستماتیک (بتا) پیش بینی شده مثبت و با توجه به مقدار احتمال ( $P\text{-Value} > 0.05$ ) از لحاظ آماری معنادار می‌باشد که بیانگر این است.

### بحث و نتیجه‌گیری

نتایج ناشی از مدل اول (رابطه ۱) برای فرضیه اول پژوهش حاکی از رابطه منفی و معنادار بین متغیرهای شاخص راهبری شرکتی و هزینه سرمایه شرکت است. در نتیجه وجود راهبری شرکتی مؤثر و قوی موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و تضمین گزارشگری دقیق و صحیح توسط مدیریت، شفافیت بیش‌تر و جلب اعتماد ذینفعان و متعاقباً کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. با توجه به ادبیات پژوهش، تحقیق انجام شده توسط تران (۲۰۱۴) با عنوان «خصوصیات راهبری شرکتی و هزینه سرمایه»، اذعان داشت که شرکت‌هایی با امتیاز راهبری شرکتی بالاتر، هزینه سرمایه کم‌تری را تحمل می‌کنند که مطابق با نتایج پژوهش حاضر است. همچنین نتیجه فرضیه اول سازگار با تحقیق جیراپورن، کیم و کیستابوناریت (۲۰۱۱) با عنوان ساختار سرمایه و کیفیت راهبری شرکتی: شواهدی از مؤسسه خدمات سهامداران (ISS)، است. نتیجه این تحقیق نشان می‌دهد که بین کیفیت راهبری شرکتی و اهرم مالی شرکت رابطه معکوس و

معنادار وجود دارد. پس راهبری شرکتی قوی موجب کاهش اهرم مالی و در نتیجه کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌گردد. همچنین نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش، سازگار با تحقیق وافی ثانی (۱۳۸۸) با عنوان تأثیر سازوکارهای راهبری شرکتی و هزینه نمایندگی می‌باشد. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که با افزایش درصد مالکیت سهامداران نهادی به‌عنوان یک سازوکار درونی راهبری شرکتی، هزینه نمایندگی کاهش می‌یابد. پس با کاهش هزینه نمایندگی، شاهد هزینه سرمایه پایین‌تر هستیم. همچنین تحقیق فهیمی هنزایی (۱۳۸۹) که نشان می‌دهد بین مالکیت سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد، مؤید نتیجه فرضیه اول پژوهش است. نتایج ناشی از آزمون مدل دوم (رابطه ۲) برای بررسی فرضیه دوم پژوهش، حاکی از رابطه مثبت و معنادار بین شاخص راهبری شرکتی و بتای پیش‌بینی شده سهام شرکت می‌باشد. در نتیجه فرضیه دوم پژوهش طبق این مدل (رابطه ۲) تأیید می‌گردد. این مطالعه نشان می‌دهد که شرکت‌های قوی با مشتری‌مداری بالا که از سازوکار راهبری شرکتی نیز سود می‌برند، میزان بالاتری از ریسک را تحمل کرده‌اند. با این حال، شاید شرکت‌ها با راهبری خوب، تحت تأثیر سنت حداکثر کردن سرمایه سهامداران، سعی کرده باشند سودآوری خود را با بالا بردن میزان ریسک افزایش دهند. نتایج این تحقیق مطابق با یافته‌های مطالعه‌ای است که توسط استرویل و همکاران (۲۰۱۵) بر روی مؤسسات مالی امریکا انجام شده است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که سازوکار راهبری شرکتی خوب سهامدار-محور نمی‌تواند مانع ریسک‌پذیری شرکت‌ها شود و به‌طور کلی نمی‌تواند از وقوع یک بحران مالی در آینده پیشگیری کند. هم‌چنین برای تأیید فرضیه دوم پژوهش، می‌توان به تحقیقی که توسط نیکبخت و طاهری (۱۳۹۳) با عنوان بررسی بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک انجام شده است، رجوع کرد. یکی از یافته‌های این تحقیق بیان می‌کند که بین درصد سهامداران نهادی به‌عنوان یکی از سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک رابطه مثبت و معناداری وجود دارد که این نتیجه نشان می‌دهد هر چه درصد سهامداران نهادی در شرکتی افزایش یابد، اثر نوسانات بازار بر سهام آن شرکت نیز افزایش خواهد یافت.

تجربه بین‌المللی نیز حکایت از آن دارد که برای توسعه بازار اوراق بهادار، توجه به حقوق تمامی ذینفعان به‌ویژه سهامداران جزء ضروری است. یافته‌های تحقیق برای بازار سرمایه نیز می‌تواند مفید واقع گردد و در جذب سرمایه و توسعه بازار کارآمد باشد. بدین صورت که



این گونه نهادها با بررسی تأثیر شاخص راهبری شرکتی و پیش‌بینی وضعیت آتی شرکت‌ها می‌توانند در جلب اعتماد ذینفعان و در نتیجه گسترش بازار سرمایه مؤثر باشند. استفاده از نتایج این پژوهش توسط مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند در بهبود و افزایش کارایی عملیات شرکت و تعیین ساختار بهینه سرمایه و اتخاذ سیاست‌های ریسکی، تأثیرگذار باشد. همچنین نتایج این پژوهش می‌تواند به اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل به عنوان نوعی از اطلاعات درباره ساختار سرمایه و ریسک مالی شرکت‌ها در اتخاذ تصمیمات اعتباری کمک کند.

به منظور بررسی فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌گردد که در تحقیقات آتی علاوه بر متغیرهای موجود در مدل اول پژوهش، سایر متغیرهای حسابداری نظیر انحراف بازده سهام، اندازه انتشار و اندازه عرضه، نرخ سود تقسیمی، نرخ سود قبل از بهره و مالیات نظر گرفته شود. این پژوهش، تأثیر شاخص راهبری شرکتی را بر هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها برای بازه زمانی یک سال مورد بررسی قرار داده است. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی بازه زمانی بیش از یک سال مدنظر قرار گیرد تا نتایج پژوهش شفاف‌تر و دقیق‌تر و در سطح معناداری بالاتری به دست آید.

شرکت‌هایی با سطح اهرم مالی بالا، هزینه سرمایه بالایی دارند. همچنین در این پژوهش نشان داده شد که شاخص راهبری شرکتی با هزینه سرمایه رابطه منفی دارد پس می‌توان گفت که شرکت‌هایی با اهرم مالی بالا، شاخص راهبری شرکتی پایینی دارند. با توجه به این که اهرم مالی بالا در شرکت‌ها می‌تواند در برخی موارد نماد مشکلات مالی شرکت و ورشکستگی باشد، پیشنهاد می‌شود که در مدل‌های موجود برای پیش‌بینی ورشکستگی از متغیر شاخص راهبری شرکتی هم استفاده گردد و میزان تغییر در قدرت پیش‌بینی کنندگی مدل‌های ورشکستگی قبل از ورود متغیر شاخص راهبری شرکتی و بعد از ورود متغیر شاخص راهبری شرکتی سنجیده شود. همچنین در تحقیقات آتی می‌توان رابطه شاخص راهبری شرکتی را با هزینه سرمایه و ریسک شرکت‌ها را به تفکیک صنعت مورد بررسی قرار داد.

## منابع

- بدری، احمد. (۱۳۸۷). مبانی و ضرورت راهبری شرکتی. مجموعه مقالات همایش راهبری شرکتی. پناهی، محبوب. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین برخی از معیارهای راهبری شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- سلیمی، محمدجواد. (۱۳۹۰). مدلی برای رتبه‌بندی راهبری شرکتی در ایران. رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.
- فهمی هنزایی، سعیده. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر مکانیسم‌های نظام راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه یزد.
- مجتهد زاده، ویدا و اثنی عشری، حمیده. (۱۳۹۱). رابطه خصوصی سازی، سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و اصلاح قوانین و مقررات با هزینه‌های نمایندگی در بنگاه‌های سابقاً دولتی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۵، ص ۱-۲۰.
- ملکیان، اسفندیار و پاشایی، علی. (۱۳۹۱). تأثیر نظام راهبری شرکتی بر انتخاب حسابرس در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۵، ص ۲۱-۳۱.
- مهدوی، غلامحسین و حسینی، سید مجتبی. (۱۳۹۲). تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود پیش بینی شده به وسیله ی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت*، شماره شانزدهم، ص ۴۳-۶۰.
- نیکبخت، محمدرضا و طاهری، زهرا. (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین سازوکارهای راهبری شرکتی و ریسک سیستماتیک. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۱، ص ۱۰۹-۱۲۶.
- Badri, A. (2008). Foundations and the necessity of corporate governance. Collection of articles corporate governance conference. (In Persian)
- Hanzaei, S. (2010). The impact of corporate governance mechanisms on the cost of capital of listed companies in Tehran Stock Exchange. Master's thesis. Yazd University. (In Persian)
- Huang, Y. Wang, C. (2014). Corporate governance and risk-taking of Chinese firms: The role of board size. *International Review of Economics and Finance*. 16-17.
- Iqbal, J. Strobl, S. Vahamaa, S. (2015). Corporate governance and THE systemic risk of financial institutions. *Journal of Economics and Business*.
- Jiraporn, P. Kim, J. Kim, Y. Kitsabunnarat, P. (2011). Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS). *International Review of Economics and Finance*, 208-210.

- Jiraporna, P. Chatjuthamard, P. Tonge, S. Kim, Y. (2015). Does corporate governance influence corporate risk-taking? Evidence from the Institutional Shareholders Services (ISS). *Finance Research Letters*.
- Mahdavi. GH. hoseini. M. (2013). The impact of corporate governance characteristics on earnings quality expected by the management of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Management Accounting*. 43-60. (In Persian)
- Malekian. E. Pashaei. A. (2012). The impact of corporate governance on the auditor choice in companies listed on Tehran Stock Exchange. *Journal of Empirical Research in Accounting*. 21-31. (In Persian)
- Mojtahedzadeh. V. Asnaashari. H. (2012). Regarding privatization, corporate governance mechanisms and reform of laws and regulations with the costs of representation in formerly state-owned firms. *Journal of Empirical Research in Accounting*. 1-20. (In Persian)
- Nikbakht. M. Taheri. z. (2014). The relationship between corporate governance and systemic risk. *Accounting and Auditing Reviews*. 109-126. (In Persian)
- Panahi. M. (2011). The relationship between certain corporate governance standards and the cost of capital of listed companies in Tehran Stock Exchange. Master's thesis. Tehran University Management. (In Persian)
- Salimi. M. (2011). Rating model for corporate governance in Iran. PhD thesis, University of Allameh Tabatabaei. (In Persian)
- Shleifer, R. & Vishny, A. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52 (2) , 737-783.
- Tran, D. (2014). Multiple corporate governance attributes and the cost of capital, Evidence from Germany. *The British Accounting Review*. 179-186.
- Wafisani. G. (2009). The impact of corporate governance and representation expenses. Master's thesis. Tehran University. (In Persian).