

## بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت

عباس قدرتی زوارم<sup>۱</sup>

محمد نوروژی<sup>۲</sup>

الهام باقری ایرج<sup>۳</sup>

داریوش نصیری<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۲۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۰/۱۲/۲۴

### چکیده

در چند دهه اخیر اغلب نظریه‌های دوران کلاسیک شرکتی مورد بازبینی قرار گرفته و نظریه‌های نوینی همچون نظریه نمایندگی ارائه شده است. عوامل بسیاری بر ارزش یک شرکت تأثیرگذار است و تاکنون پژوهش‌هایی برای مشخص کردن رابطه بین متغیرهای مختلف مالی و حسابداری شرکت‌ها با ارزش آن‌ها انجام شده اما به ساختار مالکیت به عنوان یکی از متغیرهای تأثیرگذار بر ارزش شرکت، کمتر توجه شده است. لذا بر پایه این استدلال، هدف از پژوهش حاضر بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه ی بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت با استفاده از یک نمونه متشکل از ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ است. این پژوهش از نوع تحقیقات شبه تجربی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است و از حیث هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد. روش پژوهش حاضر از نوع استقرایی و پس‌رویدادی و روش آماری آن الگوی رگرسیون خطی چندگانه است؛ و نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه‌ی معناداری وجود دارد. همچنین ساختار مالکیت شرکت بر رابطه‌ی هزینه‌ی حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تأثیر معناداری دارد.

### واژگان کلیدی

سهامداران نهادی، حاکمیت شرکتی، تمرکز مالکیت.

۱. گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه فنی و حرفه‌ای، شیروان، ایران. (نویسنده مسئول: [Abbas.ghodratizoeram@gmail.com](mailto:Abbas.ghodratizoeram@gmail.com))
۲. گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی و تربیت بدنی، مدرس دانشگاه گنبد کاووس، گنبد کاووس، ایران. ([Mohammad\\_n488@yahoo.com](mailto:Mohammad_n488@yahoo.com))
۳. دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی، موسسه آموزش عالی اشراق، یجنورد، ایران. ([elham\\_bagheri\\_e@yahoo.com](mailto:elham_bagheri_e@yahoo.com))
۴. دانشجوی دکتری مدیریت، بانک کشاورزی. ([darushnasiri@gmail.com](mailto:darushnasiri@gmail.com))

## مقدمه

با توجه به جنبه‌های اقتصادی اطلاعات، گزارشگری مالی و سیستم حسابداری نقش حیاتی را در بازار سرمایه‌گذاران بر عهده دارد. سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان با استفاده از اطلاعات حسابداری عملکرد آتی شرکت را پیش‌بینی و از آن برای ارزش‌گذاری شرکت استفاده می‌کنند (کرمی و عمرانی، ۱۳۸۹). تعیین ارزش یک شرکت و شناسایی عوامل موثر بر آن در بازارهای سرمایه همواره از مباحث چالش‌برانگیز برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی بوده است. آنها همواره در پی شناسایی عوامل موثر بر ارزش شرکت بودند تا آن را به طور واقعی تعیین نمایند که در نتیجه ارزش شرکت به ارزش ذاتی آن نزدیک گردد؛ بنابراین برآورد ارزش آتی شرکت‌ها همواره یکی از دغدغه‌های سرمایه‌گذاران بوده است و در این راه ابزارهای مالی متفاوتی به کار گرفته شده است که از آن جمله می‌توان به درآمد فروش، سود ناخالص، سود عملیاتی، سود قبل از مالیات و سود خالص اشاره نمود که همگی از اجزای صورت سود و زیان شرکت‌ها محسوب می‌گردند؛ بنابراین مطالعه محتوایی اطلاعاتی این متغیرها در پیش‌بینی ارزش شرکت‌ها ضرورتی انکارناپذیر می‌باشد (ولی پور و همکاران، ۱۳۸۹).

علاوه بر این ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران می‌باشد. ارزش‌گذاری نمایشگر چگونگی تاثیر استراتژی و ساختار مالی بر ارزش بازار سهام شرکت‌هاست. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذینفعان شرکت در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تاثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت به‌سزایی دارد (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۸۷). تعیین ارزش شرکت، از دسته عوامل مهم در فرآیند سرمایه‌گذاری است. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام تعیین می‌شود. از این رو سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. نسبت  $Q$  توین یکی از ابزارهای اندازه‌گیری عملکرد و ارزش شرکت‌هاست که از طریق تقسیم ارزش بازاری شرکت به ارزش دفتری یا ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت به دست می‌آید (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۲).

ارزش شرکت تحت تاثیر عوامل مختلفی است. در این مطالعه هزینه حقوق صاحبان سهام عاملی برای تاثیرگذاری بر ارزش شرکت در نظر گرفته شده است. هزینه حقوق صاحبان سهام، هزینه ای است که شرکت برای نیل به نرخ بازده مورد انتظار توسط سرمایه‌گذاران، به صورت سود سهام یا افزایش ارزش سرمایه متحمل شده است. این نشان می‌دهد که هرچه هزینه سرمایه بیشتر، برآورده شدن نرخ بازده برای سرمایه‌گذاران نیز افزایش می‌یابد. این امر منجر به پاسخ مثبت سرمایه‌گذاران برای افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

در چند دهه اخیر اغلب نظریه‌های دوران کلاسیک شرکتی مورد بازبینی قرار گرفته و نظریه‌های نوینی همچون نظریه نمایندگی ارائه شده است. عوامل بسیاری بر ارزش یک شرکت تاثیرگذار است و تاکنون پژوهش‌هایی برای مشخص کردن رابطه بین متغیرهای مختلف مالی و حسابداری شرکت‌ها با ارزش آن‌ها انجام شده اما به ساختار مالکیت به عنوان یکی از متغیرهای تاثیرگذار بر ارزش شرکت، کمتر توجه شده است. توجه به ترکیب سهامداران شرکت‌ها به وسیله سرمایه‌گذاران در هنگام سرمایه‌گذاری می‌تواند راهنمای مناسبی برای آنان باشد و در نظر نگرفتن آن ممکن است سرمایه‌گذاران را در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری دراز مدت خود دچار اشتباه کند. افزون بر این، تعیین ترکیب بهینه سهامداران شرکت‌های سرمایه‌پذیر برای مالکان آن‌ها بسیار سودمند است (صادقی و همکاران، ۲۰۰۹). بنابراین، ساختار مالکیت به عنوان یکی از معیارهای حاکمیت شرکتی مطرح می‌شود و به صورت‌های مالکیت نهادی، مالکیت حقیقی، تمرکز مالکیت،

پراکندگی مالکیت و مالکیت درونی بررسی می‌شود (کازمی و همکاران، ۲۰۱۲). از جمله عوامل مؤثر بر ارزش سهام شرکت، تصمیم‌گیری‌های مالی (ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود) است (سینایی و همکاران، ۲۰۱۱). مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه حقوق صاحبان سهام برساند، در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام است. از آنجا که هزینه حقوق صاحبان سهام مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ساختار مالکیت و هزینه فرصت وجه نقد پذیرفته شده توسط آنان مرتبط است. رامین همت، جواد مسعودی (۲۰۱۷) هدف مطالعه خود را رابطه ساختار مالکیت و هزینه فرصت وجه نقد با هزینه حقوق صاحبان سهام در نظر گرفتند. بدین منظور چهار فرضیه تدوین کردند که در این فرضیه‌ها به ترتیب هزینه فرصت وجه نقد، مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی و مالکیت دولتی متغیر مستقل و هزینه حقوق صاحبان سهام متغیر وابسته می‌باشد. نتایج نشانگر این است که بین هزینه فرصت وجه نقد و هزینه حقوق صاحبان سهام ارتباط مثبت و معناداری می‌باشد و بین متغیرهای مالکیت نهادی، مدیریتی و دولتی با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد. از نظر تئوری، با افزایش مشکل شرکت بین سهامداران و عملکرد ضعیف که منجر به افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام می‌شود، هزینه سهام می‌تواند با هزینه‌های نمایندگی همراه باشد؛ بنابراین، ویژگی‌های ساختار مالکیت ممکن است منافع سهامداران اکثریت و اقلیت را در یک جهت قرار دهد (افخمی راد، ۲۰۱۴؛ خان، ۲۰۱۶؛ فوزی و دیگران، ۲۰۱۶). در اقتصادهای بزرگ به رابطه ساختار مالکیت و هزینه حقوق صاحبان سهام توجه زیادی شده است؛ اما در اقتصادهای در حال ظهور ضعف‌هایی وجود دارد. قوانین شرکت‌های نوظهور با اعطای تأیید در اندازه مالکیت سهام توسط موسسات و افراد با شرایط خاص که حقوق سهامداران اقلیت را حفظ می‌کنند، مشخص می‌شود. بیشتر شرکت‌های نوظهور مبتنی بر مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی هستند زیرا بیشترین سهم را در سهام این شرکت دارند. لذا هدف این پژوهش بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت است که ارزش شرکت زمانی ایجاد می‌شود که آن شرکت برای ذی‌نفعان اصلی‌اش منافع ایجاد کند.

### پیشینه تجربی پژوهش

سعد فایسال، مهدی مرادی و مهدی صالحی (۲۰۲۰) در تحقیقات خود با عنوان "تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازارهای نوظهور" رابطه مثبت معناداری را بین مالکیت نهادی و هزینه حقوق صاحبان سهام در زمینه‌های ایرانی و عراقی یافتند. همچنین نتایج نشان داد که ارتباط معناداری منفی بین مالکیت مدیریتی و هزینه حقوق صاحبان سهام در زمینه‌های ایران و عراق وجود دارد. این بدان معناست که وقتی مالکیت مدیریتی افزایش یابد، هزینه حقوق صاحبان سهام کاهش می‌یابد. این نتایج از نقش مالکیت داخلی برای افزایش عملکرد ثابت با کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام برخوردار است؛ بنابراین، مالکیت مدیریتی می‌تواند جایگزین کلیه سهامداران شود. علاوه بر این، نتایج نشان دهنده شباهت تأثیر ساختار مالکیت بر هزینه حقوق صاحبان سهام در زمینه عراق و ایران است، این بدان معنی است که عناصر مشابه در میان کشورهای غرب آسیا وجود دارد. گارسیا و سانچز (۲۰۱۱) در پژوهشی رابطه بین ارزش شرکت و ساختار مالکیت را در ۵۶ شرکت غیرمالی اسپانیایی در بازه زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۹ بررسی کردند نتایج پژوهش آنان حاکی از آن بود که بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. مینگز و یوگدو (۲۰۰۷) اثر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت را برای سال‌های ۱۹۹۸-۲۰۰۰ در بازار اسپانیا بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد رابطه معناداری بین

تمرکز مالکیت و ارزش شرکت وجود ندارد. آن‌ها همچنین دریافته‌اند که رابطه معناداری بین شرکت‌های انفرادی و ارزش شرکت وجود دارد که این رابطه برای موسسات سرمایه‌گذاری وجود ندارد.

عباسی و رستگاریا (۱۳۹۲) در مطالعه‌ی خود با عنوان تاثیر ساختار مالکیت بر ارزش شرکت‌ها در بورس تهران هدف خود را بررسی تاثیر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر ارزش شرکت‌ها در نظر گرفتند. نمونه آماری پژوهش شامل ۶۹ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۴-۱۳۸۸ بوده است. یافته‌های پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین تمرکز مالکیت سهامدار اصلی، متغیر لگاریتمی سهامدار اصلی و شاخص هرفیندال با ارزش شرکت‌ها است. از سوی دیگر بین تمرکز مالکیت پنج سهامدار اصلی و متغیر لگاریتمی آن با ارزش شرکت‌ها رابطه معنادار وجود دارد. نتایج آزمون اثرات نوع مالکیت نشان می‌دهد که بین ارزش شرکت‌ها با مالکیت انفرادی و نهادی رابطه مستقیم و معنادار و با مالکیت دولتی منفی و غیرمعنادار وجود دارد. مشکلی و همکارانش (۱۳۸۸) به بررسی نقش و اثرات جداگانه و همزمان تمرکز و نوع مالکیت بر دو عامل بازدهی و ارزش شرکت‌ها در بورس تهران پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از وجود یک رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است. از سوی دیگر نتایج مربوط به آزمون اثرات نوع مالکیت نشان داد که بر خلاف رابطه معکوس بین بازده سهام و نسبت مالکیت دولتی، رابطه بین مالکیت انفرادی، شرکتی و خصوصی با بازده سهام، مستقیم و معنادار است. این در حالی است که متغیر تمرکز مالکیت همچنان در کلیه مدل‌ها دارای رابطه خطی مستقیم با بازده سهام بوده است. آزمون رابطه نوع مالکیت با ارزش شرکت نیز به نتایج مشابهی با آنچه در مورد بازدهی عنوان گردید، منجر شد.

### فرضیه پژوهش

فرضیه اول: بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: ساختار مالکیت شرکت بر رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تاثیر معناداری دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده‌ها از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس‌رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته انجام گرفته است. از نظر روش تحلیل داده‌ها نیز تحقیق همبستگی است، زیرا پژوهش حاضر در پی یافتن رابطه بین متغیرهای پژوهش در یک جامعه آماری است. داده‌های پژوهش از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری گردید. در نهایت، با توجه به حجم نمونه‌ها، از نرم‌افزار ایویوز نسخه یازدهم و استاتا برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شد. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است. نمونه انتخابی پژوهش در نگاره (۱) خلاصه شده است.

پس از اعمال محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۱۶۷ شرکت و ۱۳۳۶ مشاهده (سال-شرکت) به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند.

جدول (۱): پراکندگی شرکت‌ها بر اساس صنعت

پراکندگی شرکت‌ها بر اساس نوع صنعت		
۱	پتروشیمی، فرآورده‌های نفتی، شیمیایی، لاستیک و پلاستیک	۴۰٪
۲	مواد و محصولات دارویی	۲۳٪
۳	فلزات اساسی و محصولات فلزی	۲۰٪
۴	سیمان، آهک و گچ	۲۰٪
۵	خودرو و ساخت قطعات	۱۶٪
۶	محصولات کانی، غیرفلزی و سایر معادن	۹٪
۷	زراعت و خدمات وابسته	۸٪
۸	کاشی و سرامیک	۶٪
۹	مواد غذایی (شامل قند و شکر)	۵٪
۱۰	ماشین‌آلات، تجهیزات و دستگاه‌های برقی	۵٪
۱۱	حمل و نقل، انبارداری و ارتباطات	۵٪
۱۲	محصولات کاغذی	۴٪
۱۳	رایانه	۲٪
۱۴	سایر	۴٪
	<b>جمع</b>	<b>۱۶۷٪</b>

### الگوی رگرسیونی و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش متغیر وابسته: ارزش شرکت (Firm Value)

در مقاله‌ها و کتاب‌های منتشره شده روش‌های مختلفی برای اندازه‌گیری عملکرد و تعیین ارزش شرکت ارائه شده است. با توجه به این برای تعیین ارزش شرکت پنج مدل به نام‌های مدل اقتصادی میلر و مودیلیانی، مدل اقتصادی محرک ارزش، مدل حسابداری جریان‌های نقدی آزاد، مدل گوردون و مدل مایر ارائه شده است؛ اما این مدل‌ها دارای معایبی هستند و با توجه به این که نسبت کیوتوین در ایران کاربرد بیشتری دارد از این مدل استفاده شده است. ارزش شرکت از نسبت کیوتوین به عنوان معیار ارزش استفاده شده و دارای همبستگی بالایی با نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است. کیوتوین از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر بهای تمام شده جایگزین آن‌ها بدست می‌آید. نسبت کیوتوین یکی از ابرازهای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها می‌باشد که از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها به بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌ها بدست می‌آید. این نسبت توسط آقای جمیز توین در تجزیه و تحلیل اقتصاد کلان به منظور پیش بینی آینده فعالیت‌های سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۷۸ مطرح شد. هدف وی برقراری یک رابطه علت و معلولی بین شاخص نسبت کیوتوین و میزان سرمایه‌گذاری انجام شده توسط شرکت بود. یک نسبت کیوتوین پایین (بین یک و صفر) بدین معناست که بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌های مؤسسه بیشتر از ارزش سهام بوده و در واقع از ارزش‌گذاری کمتری برخوردار است. برعکس یک نسبت کیوتوین بالا (بزرگ‌تر از یک) نشان‌دهنده آن است که

سهام مؤسسه دارای ارزش بیشتری نسبت به بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌ها بوده و از ارزش گذاری بالاتری برخوردار می‌باشد؛ به عبارت دیگر، در این وضعیت می‌توان ادعا نمود که ارزش بازار شامل ارزش برخی از اقلام دارایی‌هایی نیز می‌باشد که اندازه‌گیری نشده و یا در ترازنامه شرکت منعکس گردیده است (رستگاریا، ۱۳۹۱).

متغیر مستقل: هزینه حقوق صاحبان سهام (Equity Cost)

هزینه حقوق صاحبان سهام در تصمیمات تامین مالی و سرمایه گذاری، نقش اساسی ایفا می‌کند. هزینه حقوق صاحبان سهام از نظر مفهومی در ارتباط با بازده مورد انتظار تعریف می‌شود؛ به عبارت دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام به حداقل نرخ بازده مورد انتظار گفته می‌شود. برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از روش قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) استفاده می‌شود. مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای یا CAPM رابطه بین ریسک و بازده مورد انتظار برای دارایی‌ها را توصیف می‌کند. این مدل به ویژه برای ارزش گذاری سهام و اوراق بهادار و قیمت گذاری آن‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد. به زبان ساده می‌توان گفت، در مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، سود مورد انتظار سهام یا پرتفوی، برابر با نرخ بهره بدون ریسک به اضافه پاداش ریسک‌پذیری است. برای محاسبه مواردی که گفته شد، دانشمندان اقتصاد فرمولی را ارائه کرده‌اند که به شکل زیر است:

$$R_a = R_{rf} + B_a (R_m - R_{rf})$$

$R_a$  بازده مورد انتظار سرمایه گذاری دارایی a

$R_{rf}$  نرخ بازدهی بدون ریسک

$B_a$  ضریب بتا یا معیار ریسک سیستماتیک دارایی است.

$R_m$  بازده مورد انتظار بازار

متغیر تعدیلگر: ساختار مالکیت (Ownership Structure)

برای اندازه گیری متغیر فوق از معیارهای زیر استفاده می‌شود (برزگر و همکاران، ۱۳۹۵):

مالکیت نهادی: برای اندازه گیری مالکیت نهادی از مجموع سهام در دست سرمایه گذاران نهادی تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت استفاده شده است.

مالکیت بانکی: برابر است با مجموع درصد سهام در دست موسسات مالی و اعتباری و بانک‌ها تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت.

تمرکز مالکیت: برای اندازه گیری تمرکز مالکیت از مجموع درصد سهام در دست سهامداران عمده بالای ۵ درصد تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت استفاده شده است.

مالکیت دولتی: برای اندازه گیری مالکیت دولتی از مجموع سهام در دست دولت و ارگان‌های دولتی تقسیم بر تعداد کل سهام شرکت استفاده شده است.

جدول (۲): خلاصه جدول متغیرهای تحقیق:

ردیف	متغیر	علامت	نوع متغیر	تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق
۱	ارزش شرکت	Q-Tobin	متغیر وابسته	که از حاصل تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها به بهای تمام شده جایگزینی دارایی‌ها بدست می‌آید
۲	هزینه حقوق صاحبان سهام	Equity Cost	مستقل	$R_a = R_{rf} + B_a (R_m - R_{rf})$
۳	ساختار مالکیت	Ownership Structure	تعدیلگر	برای اندازه‌گیری آن از معیارهای مالکیت نهادی، مالکیت بانکی، تمرکز مالکیت و مالکیت دولتی استفاده می‌شود

### مدل رگرسیونی پژوهش

جهت سنجش فرضیه اول تحقیق از مدل رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد:

$$\text{Firm value}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Equity Cost}_{i,t} + \beta_2 \sum \text{control} + \varepsilon_{i,t}$$

برای سنجش فرضیه دوم پژوهش از رابطه زیر استفاده می‌کنیم:

$$\text{Firm value}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Equity Cost}_{i,t} + \beta_2 \text{Ownership Structure}_{i,t} + \beta_3 (\text{Equity Cost}_{i,t} * \text{Ownership Structure}_{i,t}) + \beta_4 \sum \text{control} + \varepsilon_{i,t}$$

### ویژگی‌های توصیفی متغیرها

این ویژگی‌ها شامل اطلاعات آماری همانند میانگین، میانه، ماکزیمم، مینیمم، انحراف معیار و تعداد مشاهدات می‌باشد که اطلاعات اولیه‌ای از چگونگی داده‌های مورد استفاده در مدل به ما می‌دهد. اطلاعات مربوط به ۱۰۵ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ به شرح زیر است.

جدول (۳): آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
تمرکز مالکیت	۰/۵۳۳	۰/۵۲۴	۰/۰۷۶	۰/۸۳۱	۰/۸۹۶
مالکیت نهادی	۰/۸۸	۰/۷۰۳	۰/۱۰۳	۰/۹۵۳	۲/۲۰۸
هزینه حقوق صاحبان سهام	۰/۱۲۷	۰/۱۱۴	۰/۰۰۸	۰/۵۱۴	۰/۱۲۶
ارزش شرکت	۰/۱۵۳	۰/۱۴۹	۰/۰۳۲	۰/۲۹۵	۰/۵۳۲
اندازه شرکت	۱۲/۲۹۶	۱۲/۱۲۸	۹/۷۵۵	۱۵/۴۷۳	۱/۲۳۸
اهرم مالی	۰/۵۵۸	۰/۵۴۳	۰/۳۰۸	۰/۸۴۴	۰/۵۲۳

در نگاره فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه‌ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین تمرکز مالکیت نشان می‌دهد که به طور متوسط میزان مالکیت شرکت‌ها ۵۳ درصد است. همچنین میانه هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت نشان‌دهنده آن است که نیمی

از شرکت های مورد نمونه هزینه تأمین مالی آنها در سطح مناسبی از میزان سرمایه گذاری های صورت گرفته است. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ مقدار این پارامتر برای متغیر انحراف معیار اندازه شرکت برابر با ۱/۲۳۸ است

### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش:

یکی از عمده ترین مشکلات که در رگرسیون سری های زمانی ممکن است رخ دهد، پدیده رگرسیون ساختگی می باشد. رگرسیون ساختگی به وضعیتی اطلاق می شود که در آن علیرغم وجود ضریب تعیین بالا، رابطه معناداری بین متغیرها وجود ندارد. به منظور اطمینان از نتایج پژوهش و ساختگی نبودن روابط موجود در رگرسیون و معنادار بودن متغیرها، اقدام به انجام آزمون مانایی لوین، لین و چو (LLC) و آیم، پسران و شین (IPS) برای متغیرهای پژوهش شده است. واضح است در صورتی که بر پایه آزمون های فوق متغیرها ریشه واحد داشته باشند و نیاز به یک بار تفاضل گیری باشد، رده انباشتگی یک (I(۱)) می باشد. در صورتی که بر پایه آزمون های فوق متغیر مانا باشند آنگاه درجه انباشتگی آن متغیر صفر (I(۰)) خواهد بود. جدول (۳-۴) نتایج آزمون مانایی متغیرها را نشان می دهد. نتایج نشان می دهد که مقدار این آماره برای هر یک از متغیرها معنادار بوده، لذا فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد متغیرها رد می شود. به بیان دیگر، مانایی داده ها تأیید می گردد.

جدول ۴- آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	FV	EC	OS	SIZE	LEV
آماره IPS	-۲/۴۵	-۳/۴۴	-۲/۹۲	-۴/۳۵	-۳/۷۱
سطح معناداری	۰/۰۵	۰/۰۴	۰/۰۰	۰/۰۲	۰/۰۴
نتیجه آزمون	I(۱)	I(۱)	I(۰)	I(۱)	I(۱)
آماره LLC	-۵/۱۱	-۴/۸۸	-۵/۳۶	-۳/۴۲	-۳/۹۵
سطح معناداری	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰	۰/۰۰
نتیجه آزمون	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)	I(۰)

### آزمون های فروض مدل رگرسیون خطی

جدول (۴-۴) حاکی از مجموعه ای از فروض، تحت عنوان فروض کلاسیک وجود دارد که ابتدا بایستی به آزمون این فرضیه ها پرداخت. فرض همسانی واریانس باقی مانده ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گودفری مورد بررسی قرار گرفت که نتایج در مدل پژوهش نشان می دهد که فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس در مدل پژوهش رد می شود؛ بنابراین، به منظور رفع ناهمسانی واریانس از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده است. همچنین برای بررسی استقلال باقیمانده ها از آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-گادفری استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون در جدول (۴-۴) نشان می دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقدار احتمال برای مدل پژوهش بالای ۵ درصد می باشد، می توان فرض صفر را تأیید کرد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل پژوهش برقرار است. از سویی جهت بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شد. شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می باشد. نتایج حاصل از این آزمون که در جدول (۴-۴) نشان



می دهد که در مدل پژوهش، میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل و کنترلی در حد مجاز خود قرار داشته و از این بابت مشکلی وجود ندارد. همچنین جهت نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جارکو-برا استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده، فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن جمله خطا در مدل پژوهش رد می شود. زمانی که نمونه به اندازه کافی بزرگ باشد، انحراف از فرض نرمال بودن به طور معمول بی اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است. در شرایط مذکور، با توجه به قضیه حد مرکزی می توان دریافت که حتی اگر باقیمانده ها نرمال نباشند، آماره های آزمون به طور مجانبی از توزیع نرمال پیروی می کنند، بدون تورش هستند و از کار آیی برخوردارند. با توجه به این مطلب می توان فرض نرمال بودن جمله خطا را نادیده گرفت.

جدول ۵- فروض مدل رگرسیون خطی

نرمال بودن جمله خطا		عدم وجود هم خطی بین جملات توضیحی		عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا		آزمون همسانی واریانس باقی مانده ها		مدل/فروض رگرسیون خطی
آماره F	احتمال	عامل تورم واریانس	آماره F	احتمال	آماره F	احتمال		
۱۲/۴۵۳	۰/۰۰۰	کمتر از ۳	۳/۹۲۴	۰/۲۳۸	۱۰/۷۰۶	۰/۰۰۴	مدل اول	
۱۵/۹۲۲	۰/۰۰۰	کمتر از ۵	۵/۴۸۱	۰/۲۴۶	۲۰/۴۴۱	۰/۰۰۰	مدل دوم	

منبع: یافته های پژوهشگر

### آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از تخمین مدل لازم است که روش تخمین (تلفیقی یا تابلویی) مشخص شود. برای این منظور از آزمون چاو استفاده شده است. طبق جدول (۴-۵)، احتمال F لیمر مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد؛ بنابراین برای تخمین تمام مدل ها از روش تابلویی استفاده می شود. با توجه به اینکه نتایج آزمون هاسمن برای مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد می باشد، لذا جهت تخمین مدل از روش اثرهای ثابت استفاده شده است.

جدول ۶- آزمون چاو و هاسمن

نتایج آزمون هاسمن				نتایج آزمون چاو (F لیمر)			
روش پذیرفته شده	سطح خطا	درجه آزادی	مدل آماره	روش پذیرفته شده	سطح خطا	درجه آزادی	مدل آماره
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۸	۵	۱۵/۳۲۰	روش اثرات ثابت	۰/۰۰۲	۱۶۶/۳۲۴	۶/۸۸۳
روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۸	۱۷/۵۶۸	روش اثرات ثابت	۰/۰۰۰	۱۶۶/۳۲۴	۹/۷۴۹

## نتایج آزمون فرضیه‌های اول تا دوم پژوهش

جدول ۷- نتایج برآورد مدل اول و دوم پژوهش

متغیر	مدل اول		مدل دوم	
	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال
ضریب ثابت	۰/۰۲۰	۰/۰۱۹	۱/۰۷۴	۰/۲۸۳۷
هزینه حقوق صاحبان سهام	۱/۶۱۵	۰/۴۵۴	۳/۵۵۵	۰/۰۰۰۴
مالکیت دولتی	۳/۷۱۳	۱/۱۱۵	۳/۳۳۰	۰/۰۰۱۰
تمرکز مالکیت	۰/۰۹۵	۰/۰۳۸	۲/۴۷۴	۰/۰۱۳۹
مالکیت بانکی	۰/۱۸۳	۰/۰۷۷	۲/۳۶۰	۰/۰۱۸۹
مالکیت نهادی	۰/۰۵۳	۰/۰۲۶	۲/۰۱۶	۰/۰۴۴۸
متغیر تعدیلی	-----	-----	-----	-----
اندازه بانک	۰/۱۱۹	۰/۰۴۶۹	۲/۵۳۲	۰/۰۰۰۷
اهرم مالی	۰/۳۱۱	۰/۰۶۲۳	۴/۹۹۱	۰/۰۰۶۱
ضریب تعیین	۰/۵۳۲		۰/۶۰۲	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۰۸		۰/۵۸۳	
دورین - واتسون	۱/۸۶۱		۱/۹۸۲	
آماره F	۱۸/۵۱۲۶		۲۱/۳۶۱۷	
احتمال (آماره F)	۰/۰۰۰۰۰		۰/۰۰۰۰۰	
متغیر وابسته پژوهش: ارزش شرکت				
منبع: یافته‌های پژوهشگر				

با توجه به بخش آماره‌های موزون برآورد مدل در جدول (۴-۶) مشخص می‌شود که آماره F و سطح معناداری آن بیانگر معنادار بودن رگرسیون است (مقدار آماره F بزرگ‌تر از مقدار بحرانی و معناداری آن زیر سطح خطای ۰/۰۵ است). همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل اول مقدار قابل توجه ۵۰ درصد و برای مدل دوم ۵۸ درصد است. جهت آزمون فرضیه اول پژوهش با توجه به سطح معناداری متغیر استقلال هیئت مدیره که مقدار آن (۰/۰۰۰۴) است و با توجه به سطح معناداری مورد قبول ۹۵ درصد می‌توان اظهار داشت که فرضیه اول پژوهش مورد قبول بوده و رابطه مستقیم بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت وجود دارد.

همچنین، جهت آزمون فرضیه دوم پژوهش با توجه به سطح معناداری متغیر ساختار مالکیت که مقدار آن کمتر از ۰/۰۵ است و با توجه به سطح معناداری مورد قبول ۹۵ درصد می‌توان اظهار داشت که فرضیه دوم پژوهش مورد قبول بوده و رابطه مستقیم بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت وجود دارد.

## تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

یکی از مهمترین ارکان هر فعالیت اقتصادی تامین منابع مالی مورد نیاز می باشد. منابع مالی را می توان از محل حقوق صاحبان سهام یا بدهی تامین کرد. در صورتی که بدهی منبع ارزان تامین مالی باشد، استفاده از آن در ساختار سرمایه شرکتها بازده مورد انتظار سهامداران را افزایش می دهد. در صورتی که بازده سرمایه گذاری پایین تر از نرخ بدهی باشد. استفاده از بدهی رو تامین مالی مطلوبی نخواهد بود. شرکت برای اینکه از منابع تامین مالی مناسب اطمینان حاصل کند، باید مقداری از توان استقراض و داراییهای نقدی خود را حفظ کند؛ به عبارت دیگر ترکیب مشخصی از بدهی و حقوق صاحبان سهام بر اساس عوامل مختلف تعیین می شود. مدیریت در راستای تامین منابع مالی مناسب باید هزینه منابع مختلف مالی را مشخص نموده و آثاری که این منابع بر بازده و ریسک عملیاتی شرکت دارند تعیین نماید. آنچه که در تصمیم گیریهای مربوط به تامین مالی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است توجه به اثراتی است که در صورت انتخاب هر یک از شیوه های تامین مالی بر بازدهی و ارزش کلی شرکت خواهد داشت و این امر تنها در صورتی محقق می شود که بتوان به ماهیت اصلی و ویژگیهای هر یک از روشهای تامین مالی پی برد. همچنین شناسایی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه به روشهای مورد استفاده به عنوان شیوه تامین مالی شرکت بستگی خواهد داشت.

بر این اساس نتایج بدست آمده از فرضیه اول نشان می دهد که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه بدست آمده را می توان اینگونه مورد استدلال قرار داد که هرچه هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام در شرکت ها در سطح مناسبی باشد نیز ارزش شرکت افزایش می یابد

بر این اساس نتایج بدست آمده از فرضیه دوم نشان می دهد که بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. نتیجه بدست آمده را می توان اینگونه مورد استدلال قرار داد که ساختار مالکیت به عنوان مولفه ای از سازوکارهای حاکمیت شرکتی، سیاست های عملیاتی شرکت را تحت تاثیر قرار می دهد و این سیاست ها به نوبه خود می توانند بر ارزش شرکت از منظر داخلی و همچنین بازار سرمایه تاثیر چشم گیری داشته باشند. در واقع این مالکان عمده، نمایندگان خود را به عنوان اعضای هیئت مدیره به شرکت می فرستند و آن ها نیز با تصمیم های خود عملکرد شرکت را رقم می زنند. این عملکرد نیز دوباره توسط بازرسان و سیستم های کنترل داخلی به عنوان نماینده مالکان شرکت نیز مورد نظارت قرار می گیرد.

### پیشنادهای کاربردی

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش پیشنهادهایی به شرح زیر ارائه می گردد:

(۱) بر اساس نتایج بدست آمده از پژوهش حاضر به سرمایه گذارانی که به دنبال کسب ارزش بالاتری از سرمایه گذاری خود می باشند، پیشنهاد می شود در انتخاب سرمایه گذاری خود به معیارهای مالی راهبردی شرکت از جمله عملکرد مالی توجه نمایند.

(۲) از آنجایی که اثر ساختار هیئت مدیره شرکتها بر عملکرد آنها مورد تایید است، به سرمایه گذاران در بازار پیشنهاد می شود که در ارزیابی خود از عملکرد شرکتها، ساختار هیئت مدیره آنها را مورد توجه جدی قرار دهند.

(۳) همچنین به سهامداران عمده شرکتها پیشنهاد می شود که جهت بهبود عملکرد شرکت، به ساختار هیئت مدیره توجه کرده و نسبت اعضای موظف هیئت مدیره را افزایش دهند.

۴) با توجه به اثر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌ها نیز به سرمایه‌گذارانی که خواهان عملکردهای بهتر شرکت‌ها هستند پیشنهاد می‌شود که شرکت‌های با نسبت سهامداران نهادی بیشتر را مورد توجه قرار دهند.

### منابع

- بادآور نهندي، یونس و سعید محمود زاده، (۱۳۸۸). بررسی رابطه حاکمیت شرکتی با محافظه‌کاری. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه آزاد اسلامی واحد تبریز.
- بت‌شکن، محمد هاشم و مهسا رهبری خرازی. (۱۳۸۷). حاکمیت شرکتی و میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری*، شماره ۲۲، تابستان ۱۳۸۷، صص ۱-۲۲.
- رحیمی، سعید و همکاران (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر بازدارندگی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم انسانی دانشگاه آزاد اسلامی واحد همدان.
- رحیمیان، نظام‌الدین و علی سالکی. (۱۳۸۸). رابطه میان برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانشگاه پیام نور. دانشکده علوم اقتصادی و اجتماعی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد.
- رهنمای رود پستی، فریدون و علی نبوی. (۱۳۸۹). ارائه الگوی سنجش تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران، *دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و پژوهش‌های تهران*، رساله دکتری، رشته مدیریت بازرگانی.
- طبرسا، غلامرضا (۱۳۷۸)، "بررسی و تبیین نقش اقتضائات استراتژیک در انتخاب الگوی ارزیابی عملکرد سازمان‌های دولتی"، مجموعه مقالات دومین جشنواره شهید رجایی ارزیابی عملکرد دستگاه‌های اجرایی کشور، تهران: سازمان امور اداری و استخدامی کشور.
- عادل، علیرضا (۱۳۸۴)، "ارزیابی عملکرد نیروی انتظامی جمهوری اسلامی ایران در برقراری نظم و امنیت شهرستان بم" پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علوم انتظامی
- غلامی، حسین و نورعلیزاده، حمیدرضا (۱۳۸۱)، "مقایسه روش‌های ارزیابی عملکرد"، مجموعه مقالات اولین کنفرانس ملی مدیریت عملکرد، تهران: جهاد دانشگاهی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- قنبری، فرحناز (۱۳۸۶). بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران "رساله جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء، ۱۳۸۶.
- کاشانی پور؛ محمد، رحمانی؛ علی، پارچینی پارچین؛ سید مهدی. (۱۳۸۸). رابطه بین افشای اختیاری و مدیران غیرموظف، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶، شماره ۵۷، از صفحه ۸۵ تا صفحه ۱۰۰.
- کریمی، تورج (۱۳۸۵)، "مدل‌های نوین ارزیابی عملکرد سازمانی"، مجله تدبیر، شماره ۱۷۱
- مجتهد زاده، ویدا؛ علوی طبری، سید حسین؛ خدابخشی، نجمه (۱۳۸۸). رابطه تأمین مالی و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری): بهار ۱۳۸۸، دوره ۱، شماره ۱؛ از صفحه ۲۸ تا صفحه ۴۹.

مهرانی، ساسان، محمد مرادی و هدی اسکندر. (۱۳۸۸). رابطه نوع مالکیت نهادی و حسابداری محافظه کارانه، پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره اول، شماره ۳، صص ۴۷-۶۲.

نجمی، منوچهر و زارعی، حسین (۱۳۸۱)، "تعامل و تقابل، EFQM, BSC" مجموعه مقالات اولین کنفرانس ملی مدیریت عملکرد، تهران: جهاد دانشگاهی، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.

الهی، شعبان (۱۳۷۸)، "مثلث عملکرد سازمانی"، مجموعه مقالات دومین جشنواره شهید رجایی، ارزیابی عملکرد دستگاه‌های اجرایی کشور، تهران، سازمان امور اداری و استخدامی کشور.

وکیلی فرد، حمیدرضا و باوندپور، لیدا (۱۳۸۹)، تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مطالعات مالی، شماره ۸.

Ahmadi, S. A. A. Rasuli, R. Rajabzadeh Ghatari, A. Pooyaye Gholizadeh, P. (2012). Presenting a crisis management model with emphasis on human resources management system for hospitals of Tehran, *Journal of public administration*, 10(4): 1-24. (In Persian)

Boselie, P. Paauwe, J. & Jansen, P. (2000). Human resource management and performance: Lessons from the Netherlands, Erasmus Research Institute of Management. Rotterdam.

Cadbury, A. (2002) "Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View", Oxford University Press, Oxford.

Chan, A, L-C, Ding, R, Hou, W, (2014). Does mutual fund ownership affect financial reporting quality for Chinese privately owned enterprises? *International Review of Financial Analysis*, 36:131-140.

Chong-En Bai, Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song and Junxi Zhang, en. (2006). empirical Study on Corporate Governance and Market Valuation in China. *Economic Research Journal*, Vol 2, Pp 83-111.

Dechow, P. M. et al, (1996), "Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research* 13(1), 1 □ 36.

Ghalayini, A. M. Noble, J. S. and Crowe, T. J. (1997), "An Integrated Dynamic performance Measurement system for Improving Manufacturing competitiveness," *International Journal of Production Economics*, Vol. ۴۸, pp. ۲۵-۲۰۷

Hermalin, B.E. and Weisbach, M. (2003), Board of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Economic Policy review*, Vol. 9, pp. 7-26.

Jason, S. Boone, P. Breach, A. and Friedman, E. (2000) "Corporate Governance in the Asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, 58.

Johnson S. Dooms, M. Haezendonck, E. 2010. Stakeholder dynamics and responsibilities in PublicPrivate Partnerships: a mixed experience. *Int. J. Proj. Manag.* 32, 1210e1222

Kaplan, R. S. and Norton, D. P. (1992), "The Balanced scorecard: Measures that Drive performance", *Harvard Business Review*, January-February, pp. ۹-۲۱

Keasey, K. Thompson, S. and Wright, M. (2005), "corporate governance", John Wiley & Sons Inc.

Kim k, N. Salzman, O. & Steger, U. (2012). Moving business/industry towards sustainable consumption: The role of NGOs. *European Management Journal*. V. 20, No. 2, P.p: 109-127.

La Porta, R. Lopez-De-Silanes, F. Shleifer, A. & Vishny, R. W. (2002). Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, 57, 1147-1170.

Lim, R. (2009). The Relationship between Corporate Governance and Accounting conservatism, The university of New south wales.

Moreck, R. Shleifer, A. and R. W. Vishny (1988). "Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics*, pp.293-315.

OECD (2011), "White Paper on Corporate Governance in Asia". Paris: Organization for Economic Cooperation and Development.

Parkinson, J.E. (1994); "Corporate Power and Responsibility", Oxford University Press, Oxford.

Pearce, John A. and Zahra, Shaker A. (July 1992). "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies* 29.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## Investigating the Impact of Ownership Structure on the Relationship between Equity Cost and Company Value

Abbas Ghodrati zoeram<sup>1</sup>

Mohammad Norouzi<sup>2</sup>

Elham Bagheri iraj<sup>3</sup>

Dariush Nasiri<sup>4</sup>

Date of Receipt: 2022/02/14 Date of Issue: 2022/03/15

### Abstract

In recent decades, most of the theories of the classical corporate era have been revised and new theories such as agency theory have been proposed. Many factors affect the value of a company and so far research has been done to determine the relationship between different financial and accounting variables of companies with their value, but the structure of ownership as one of the variables affecting the value of the company, less attention has been paid. Therefore, based on this argument, the purpose of this study is to investigate the effect of ownership structure on the relationship between equity costs and company value using a sample of 105 companies during the years 2015 to 2020. This research is a quasi-experimental research in the field of positive accounting research and in terms of purpose, it is an applied research. The method of the present study is inductive and post-event and its statistical method is multiple linear regression model; And the research results show that there is a significant relationship between equity cost and company value. Also, the ownership structure of the company has a significant effect on the cost of equity and the value of the company.

### Keywords

Institutional shareholders, Corporate governance, Ownership concentration.

1. Department of Accounting, Faculty of Humanities, Technical and Vocational University(TVU), Shirvan, Iran. (Corresponding Author: abbas.ghodratizoeram@gmail.com.)
2. Department of Accounting, Faculty of Administrative and Economic Sciences, Gonbad Kavous University lecturer, Gonbad Kavous, Iran. (mohammad\_n488@yahoo.com)
3. Master student in accounting, Faculty of Humanities, Eshragh Institute of Higher Education, Bojnourd,Iran. (elham\_bagheri\_e@yahoo.com)
4. PhD student in Management, Agricultural Bank. (darushnasiri@gmail.com)