



تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت

دکتر فاطمه صراف^۱

استادیار گروه حسابداری و مالی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب

فاطمه بشارت پور

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات

محمدامین علی اکبری

کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشکده اقتصاد و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران جنوب

رویا پرتوی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پردیس البرز دانشگاه تهران

(تاریخ دریافت: ۱۷ آبان ۱۴۰۰؛ تاریخ پذیرش: ۳۰ خرداد ۱۴۰۱)

هدف پژوهش حاضر مطالعه تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت است. این پژوهش تحلیلی و هدف آن کاربردی است و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون استفاده شده است. روش جمع‌آوری اطلاعات کتابخانه‌ای بوده و اطلاعات از سایت بورس اوراق بهادار و نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده است. جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ می‌باشد. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. متغیرهای تعدیل‌گر بازده سهام و عملکرد مالی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را معنادار و مثبت می‌کنند. بنابراین تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت به دلیل عدم کارایی بازار و عدم آگاهی کافی حاضرین در بازار سرمایه از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار نمی‌گیرد و در صورتی سرمایه‌گذاران واکنش مثبتی به مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند که این تأثیر در بازده سهام و عملکرد شرکت نمایان شود.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ارزش شرکت، بازده سهام، عملکرد مالی.

¹ aznyobe@yahoo.com

© (نویسنده مسئول)

مقاله علمی - پژوهشی

مقدمه

در جهان امروز، با گسترش فعالیت‌های اقتصادی، بازارهای مالی و رونق سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه توسط اشخاص حقیقی و حقوقی، مهم‌ترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات درست، کسب منفعت مورد انتظار و استفاده بهینه و مطلوب از امکانات مالی، دسترسی به اطلاعات صحیح و به موقع و تحلیل دقیق و واقع بینانه آن‌هاست. مهم‌ترین دلیل پیشرفت در جوامع توسعه یافته استفاده بهینه و مؤثر از اطلاعات است. هرچقدر جامعه پیشرفته‌تر باشد از اطلاعات بیشتر و بهتر استفاده می‌نماید.

یکی از مهم‌ترین ساز و کارهای کنترلی و نظارتی، نظام حاکمیت شرکتی است و ایجاد و اجرای آن برای کشورهایی که قصد اجرای برنامه‌های خصوصی سازی دارند، یک الزام سیاسی و اقتصادی است. اگر چه سطح مالکیت شرکت‌های سهامی بزرگتر، در کل جامعه ایران فراگیر نیست ولی واگذاری سهام عدالت و تحقق شعار عدالت محوری در سطح جامعه، ضرورت توجه به نظام حاکمیت شرکتی را نشان می‌دهد.

هدف نهایی شرکت بیشینه‌سازی ثروت سهامداران است و مشکلات نمایندگی، مانعی بر سر دستیابی به این هدف می‌باشند. مدیران حرفه‌ای معمولاً در منافع و سهام شرکت سهیم نیستند یا سهم بسیاری کمی دارند ولی معمولاً مسئولیت اجرای اهداف شرکت‌های بزرگ را به عهده دارند. در نتیجه این مدیران احساس می‌کنند که قدرت کافی برای هدایت شرکت را بدون توجه به علاقه سهامداران دارا می‌باشند [۳۰].

عملکرد مالی نشان دهنده کارایی و اثربخشی واحد تجاری در دستیابی به اهداف است. اثربخشی بیانگر اتخاذ تصمیمات صحیح به منظور دستیابی هدف خاص شرکت است. کارایی نسبت بازده به ستاده را نشان می‌دهد. دستیابی به بازده بهینه با میزان ورودی مناسب و افزایش عملکرد مالی برای شرکت جهت جذب سرمایه‌گذاران ضروری است. صورت‌های مالی منتشر شده توسط شرکت نشان دهنده عملکرد مالی شرکت است.

سرمایه‌گذاران و مدیران به منظور اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری از این گزارش‌ها استفاده می‌کنند. اهمیت گزارش‌های مالی به مربوط بودن آنها جهت نیازهای افراد یا زمان نیازهای آنها بستگی دارد [۳۰]. در پژوهش‌های پیشین تمام جوانب مؤثر بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار نگرفته و در این زمینه خلأ وجود دارد؛ بنابراین در جهت رفع این خلأ، پژوهش حاضر تأثیر بازده سهام و عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را بررسی می‌نماید.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در ادبیات مالی این ایده که اجرای حاکمیت شرکتی می‌تواند ارزش بیشتری برای شرکت و ذینفعان فراهم آورد، پژوهش‌های زیادی را به خود جلب کرده است. این موضوع به خصوص در کشورهایی که از نظر بازارهای مالی توسعه یافته‌تر بوده و دامنه ذینفعان آنها گسترده‌تر می‌باشد، به طور جدی‌تری دنبال شده است. هدف از اعمال حاکمیت شرکتی، اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و منافع ذینفعان مختلف شرکت فراهم می‌آورد. ساز و کارهای حاکمیت شرکتی مختلفی وجود دارد؛ از قبیل حسابرس مستقل شرکت، کنترل‌های داخلی، کمیته حسابرسی،

نظارت قانونی، مدیران غیر موظف، جدایی رئیس هیأت مدیره از مدیرعامل، سرمایه‌گذاران نهادی و... که با توجه به پژوهش‌های مرتبط به حاکمیت شرکتی، در خصوص تأثیر آن در ارزش شرکت از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است [۷].

شرکت‌ها معتقدند که حاکمیت شرکتی مناسب، مدیریت و کنترل اثربخش واحدهای تجاری را تسهیل می‌کند و آنها قادر به ارائه بازده بهینه برای ذینفعان می‌باشند. اهداف حاکمیت شرکتی به صورت زیر خلاصه می‌شود: افزایش ارزش سهامداران؛ محافظت از منافع سهامداران و ذینفعان؛ اطمینان از شفافیت و یکپارچگی در تبادل اطلاعات و قابلیت دسترسی به اطلاعات کامل، صحیح و شفاف برای کلیه ذینفعان؛ اطمینان از پاسخگویی راجع به عملکرد و دستیابی به امتیازاتی در کلیه سطوح، هدایت شرکت با بالاترین سطح استاندارد به منظور رقابت با دیگران [۴].

در سال‌های اخیر حاکمیت شرکتی یک جنبه اصلی و پویای تجارت شده و توجه به آن به طور تصاعدی رو به افزایش است و پیشرفت در اعمال حاکمیت شرکتی در سطح جهانی صورت می‌گیرد. سازمان‌های بین‌المللی، استانداردهای قابل قبول بین‌المللی را در این مورد فراهم می‌کنند. از زمانی که مالکیت از مدیریت تفکیک شده است، نظارت بر مدیران بسیار دشوار گردیده است. بنابراین سازوکارهای نظارتی متعددی پیشنهاد گردیده تا بتوانند هزینه‌های نمایندگی را کاهش دهند [۵].

همراه با ایجاد شرکت‌های سهامی و جدایی کنترل از مالکیت شرکت، مشکلات نمایندگی ایجاد گردید [۲۹]. حاکمیت شرکتی به دنبال ایجاد راه‌هایی است که به اعتباردهندگان، مالکان و ذینفعان در خصوص دستیابی به بازده سرمایه‌گذاری‌هایشان اطمینان بخشد. هدف اصلی مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی کاهش تضاد منافع در شرکت است [۲۸]. در بیشتر پژوهش‌های پیشین نظارت هیأت مدیره به عنوان یکی از مهم‌ترین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شناخته می‌شود. هیأت مدیره حافظ منافع ذینفعان شرکت و ناظر بر عملکرد مدیران به منظور مقابله با مسائل نمایندگی می‌باشد.

در تئوری نمایندگی از تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت صحبت می‌شود [۱۶]. [۱۷]، [۳۳] نیز در پژوهش‌هایی مشابه از تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت سخن گفته‌اند. همچنین چگونگی تدوین قراردادهایی که انگیزه منطقی برای مدیران جهت حرکت به سمت اهدافشان ایجاد می‌کند را در شرایط تضاد منافع مورد بحث قرار می‌دهد. رابطه نمایندگی قراردادی بین مالکان و دیگر اشخاص به عنوان نماینده، به منظور انجام اقداماتی که ثروت سهامداران را بیشینه کند تعریف می‌شود. این قرارداد شامل تفویض قدرت تصمیم‌گیری به نماینده به منظور اتخاذ تصمیماتی جهت افزایش ثروت سهامداران است. با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نماینده شرکت همیشه بهترین اقدامات در جهت منافع سهامداران را انجام نمی‌دهد این تضاد منافع می‌تواند از طریق هزینه‌های نمایندگی از جمله حق الزحمه نظارت مالکان، حق الزحمه حسابرس خارجی و... کمینه گردد.

[۳۰] بیان می‌کنند که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به عنوان بخشی از هزینه‌های نمایندگی، بر ارزش شرکت تأثیرگذار می‌باشند. [۳۱] تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. شاخص‌های حاکمیت شرکتی

مورد توجه وی، استقلال هیأت مدیره، مالکیت مدیریتی، استقلال حسابرِس و مالکیت نهادی است. اعتقاد بر این است که حضور سهامداران نهادی در شرکت، منجر به کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود. از آنجایی که سهامداران نهادی و سهامداران عمده دارای حق رای می‌باشند، به صورت مستقیم و غیر مستقیم بر تصمیمات شرکت تأثیر گذارند و برای حفظ ارزش سرمایه‌گذاریشان انگیزه زیادی برای نظارت بر عملکرد مدیران دارند [۲۸].

تبادل منافع و حل مشکلات نمایندگی، به سهامداران اطمینان می‌دهد که شرکت و مدیران آن به دنبال بیشینه‌سازی ثروت آنهاست. به منظور حل مشکلات نمایندگی و تبادل منافع بین مدیران ذینفعان و سهامداران ایجاد مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی امری مهم تلقی می‌شود [۱۶]. حاکمیت شرکتی ترکیبی از دیدگاه سهامداران و ذینفعان است. این تفاوت به فهم آنان از هدف تشکیل شرکت و ساختارهای حاکمیت شرکتی که باید بر آن تأثیرگذار باشد، برمی‌گردد. تئوری علامت‌دهی بیان می‌کند که عملکرد خوب یک شرکت، علامتی به بازار است؛ بنابراین انتظار می‌رود بازار بین شرکت‌های خوب و بد تفاوت قائل شود. کیفیت یک شرکت به واسطه کیفیت حاکمیت‌های شرکتی آن اثبات می‌شود.

[۳۰]، [۱۲] بیان می‌کنند که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیرگذار هستند. تئوری پرنده‌ای در دست [۱۹] ادعا می‌کند که بازده سهام بر ارزش شرکت تأثیرگذار است و تقسیم سود می‌تواند ارزش شرکت را افزایش دهد. بر این اساس، سرمایه‌گذاران سود سهام را به دلیل عدم اطمینان نسبت به جریان‌های نقدی آتی شرکت، در اولویت خود قرار می‌دهند و توجه ویژه‌ای به آن دارند. برخی مطالعات نیز حاکی از تأثیر معنادار بازده سهام بر ارزش شرکت است. برای مثال [۱۴] بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات تخصیص بهینه به طور جدی حاکمیت شرکتی را ارزیابی می‌کنند چرا که آنان معتقدند حاکمیت شرکتی نه تنها بر عملکرد شرکت تأثیر مثبتی دارد بلکه ثبات قیمت سهام در طی بحران‌های مالی را نیز حفظ می‌نماید.

در دهه گذشته توجه به استقلال هیأت مدیره در ساختار حاکمیت شرکتی، افزایش یافته است [۲۹]. نقش نظارتی هیأت مدیره به ویژه در کشورهایی که دارای پراکندگی مالکیت می‌باشند، از اهمیت به سزایی برخوردار است چرا که سرمایه‌گذاران خرد (غیر عمده) توانایی و انگیزه لازم برای نظارت بر عملکرد مدیران را ندارند [۲۳]. از دیدگاه تئوری نمایندگی، استقلال یک عنصر ضروری در ایفای نقش نظارتی هیأت مدیره است. مدیران به منظور حفاظت از منافع ذینفعان منصوب می‌شوند. عدم وجود مدیران مستقل و حضور مدیران اجرایی (منصوب مدیرعامل شرکت) اختیار کامل تصمیم‌گیری‌های استراتژیک شرکت را در اختیار مدیریت قرار می‌دهد و بنابراین هدف اصلی ایجاد هیأت مدیره در چنین شرایطی از بین می‌رود [۱۲].

برخی پژوهش‌ها نشان می‌دهند که وجود مدیران غیرموظف (مستقل) در هیأت مدیره تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد [۲۰]، و استقلال هیأت مدیره منجر به افزایش اثر بخشی و کارایی آن، بهبود عملکرد و در نهایت ارزش شرکت می‌شود. [۱۸] معتقد است استقلال هیأت مدیره زمانی موجب تقویت حاکمیت شرکتی و افزایش ارزش شرکت می‌شود که کمیته حسابرسی مناسبی نیز در کنار آن وجود داشته باشد.

به اعتقاد وی کمیته حسابرسی می‌بایست تنها از مدیران مستقل تشکیل شود تا بتواند استقلال هیأت مدیره را حفظ کند. در واقع، مدیران مستقل در عملیات شرکت به صورت مستقیم دخیل نیستند بلکه به سیاست‌های شرکت کمک می‌کنند و همچنین قسمتی از نظارت بر شرکت در حضور سهامداران متمرکز می‌باشند [۲۱].

آنگ^۱ و همکاران [۱۱] بیان می‌کنند که نسبت‌های مالی، بازده سهام، سود ناخالص و ... می‌توانند به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت در نظر گرفته شوند. برخی تئوری‌ها بیان می‌کنند که عملکرد مالی بر ارزش شرکت تأثیرگذار است. مثلاً در تئوری عدم تقارن اطلاعاتی بیان می‌کنند که مدیران معمولاً اطلاعات بهتری نسبت به سایر سرمایه‌گذاران دارند بنابراین صورت‌های مالی حاوی اطلاعاتی در خصوص تلاش‌های مدیران جهت دستیابی به اهداف سهامداران است. اطلاعات در خصوص عملکرد مالی شرکت از جمله علامت‌هایی است که شرکت به حاضرین در بازار مخابره می‌کند. برای سهامداران، سود یکی از عوامل مهم در تعیین سیاست‌های تقسیم سود است. افزایش سود، افزایش تقسیم سود و البته افزایش قیمت سهام را به عنوان واکنش بازار در پی دارد. به بیانی دیگر، بازار در واکنش به عملکرد مالی مطلوب شرکت، قیمت سهام شرکت را افزایش می‌دهد؛ بنابراین از آنجایی که ارزش شرکت‌های سهامی در قیمت آن نهفته است، می‌توان گفت عملکرد مالی در نهایت بر ارزش شرکت تأثیرگذار است [۱۵]، [۲۲]، [۳۱]. پژوهشگران با استفاده از روش‌های متعدد به بررسی اثر بازده سهام و عملکرد مالی و رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پرداخته‌اند، به عنوان مثال؛

رسفجانی و همکاران [۵] تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت را بررسی کرده و نشان دادند حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و پایداری شرکت تأثیر گذار است، و پایداری شرکت بر عملکرد مالی تأثیر دارد. همچنین حاکمیت شرکتی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت بر عملکرد مالی تأثیرگذار است.

فروغی و همکاران [۷] نقش تعدیل‌کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را بررسی کرده و به این نتیجه رسیدند که حاکمیت شرکتی تأثیر مثبتی بر ارزش شرکت دارد. همچنین اهرم مالی، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. علاوه بر این مشخص شد که سیاست تقسیم سود، شدت اثرگذاری حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت را کاهش می‌دهد.

هاشمی و همکاران [۱۰] برای کمک به تصمیم‌گیری مدیران و سرمایه‌گذاران به تبیین عوامل مؤثر بر ارزش شرکت با استفاده از معیارهای عملکردی و حاکمیتی و نیز، پیش‌بینی ارزش شرکت پرداختند. در نتیجه از بین معیارهای حاکمیتی فقط تمرکز مالکیت قدرت تبیین ارزش شرکت را دارد که دلیلی بر انگیزه و توانایی کافی سهامداران عمده برای نظارت بر مدیر و افزایش کارایی شرکت است.

¹ Ang

رضایی و همکاران [۶] تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها و بحران مالی آنها را بررسی کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد که بین بازده حقوق صاحبان سهام، بازده کل دارایی‌ها و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. ولی حاکمیت شرکتی بر بحران مالی متغیر تأثیر گذاری نیست.

مهدوی و همکاران [۸] در پژوهشی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با مدیریت سود پرداختند. نتایج نشان داد که تفکیک وظایف مدیر عامل از هیأت مدیره موجب روشن شدن دامنه مسئولیت پاسخ‌گویی و رفع ابهامات در زمینه وظایف این دو نهاد می‌گردد و مدیر عامل مستقل نقش مؤثری در حاکمیت شرکت‌ها دارد.

ژو^۱ و همکاران [۳۴] در مطالعه‌ای تحت عنوان کیفیت حاکمیت شرکتی و اهرم مالی: شواهدی از شرکت‌های چینی در طول سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۸ می‌پردازند. در نتیجه مشخص شد تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی، به عنوان مثال نحوه مدیریت شرکتی، بر نسبت اهرم مالی شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد.

مونیر^۲ و همکاران [۲۵] در پژوهش خود به رابطه بین حاکمیت شرکتی، پایداری شرکت و عملکرد مالی پرداختند. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی با عملکرد پایداری شرکت ارتباط مثبت دارد و عملکرد پایداری شرکت منجر به بهبود عملکرد مالی می‌شود. همچنین عملکرد پایداری شرکت واسطه ارتباط بین حاکمیت شرکت و عملکرد مالی است.

نظیر^۳ و همکاران [۲۶] به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر افزایش ارزش شرکت با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌گری مدیریت سود اختیاری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران به منظور دستکاری در سود اثر تعدیل‌گری منفی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت دارد.

سوهاداک^۴ و همکاران [۳۰] تأثیر عملکرد مالی و بازده سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد همچنین عملکرد مالی و بازده سهام نیز بر رابطه یاد شده تأثیرگذار می‌باشند.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و مطالعات انجام شده فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

فرضیه دوم: بازده سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر دارد.

فرضیه سوم: عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر دارد.

¹ Zhou

² Munir

³ Munir

⁴ Suhadak

همچنین این پژوهش از نظر نوع زمان اجرا پس رویدادی و از منظر هدف کاربردی و داده‌های آن کمی و کیفی می‌باشد. روش گردآوری داده‌ها از نوع توصیفی همبستگی و در زمره تحقیقات اثباتی حسابداری است و در چارچوب استدلال استقرایی می‌باشد.

داده‌های این پژوهش مبتنی بر ارقام و اطلاعات واقعی بازار سهام و صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می‌باشد که از طریق مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و نرم‌افزارهای ره‌آورد و تدبیرپرداز گردآوری شده است. جمع‌بندی داده‌ها و محاسبات مورد نیاز در اکسل، اجرا و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم افزار Eviews انجام گردید. نمونه‌گیری هدفمند و با روش حذف سیستماتیک با توجه به شرایط زیر انجام شد: شرکت‌های مورد بررسی به لحاظ افزایش مقایسه، باید دوره مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه بوده و طی بازه زمانی مذکور تغییر سال مالی نداشته باشد و همچنین به دلیل ماهیت خاص فعالیت، جزو صنعت بانک‌ها و مؤسسات مالی و سرمایه‌گذاری نباشد. علاوه بر این کلیه اطلاعات مالی و غیر مالی مورد نیاز از جمله یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی، در دسترس باشد. با توجه به محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۳۸ شرکت به عنوان نمونه آماری برای این پژوهش انتخاب شده است.

معرفی و بررسی متغیرهای پژوهش

این پژوهش شامل متغیر وابسته، متغیر مستقل و متغیر تعدیل‌گر به شرح زیر می‌باشد:

متغیر وابسته: ارزش شرکت (MTB): (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام)

متغیر مستقل: حاکمیت شرکتی (CG) و برابر است با حاصل جمع نمرات متعلق به هریک از معیارهای زیر:

استقلال هیأت مدیره: نسبت مدیران غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره (اگر مقدار به دست آمده بیشتر از میانه توزیع متغیر تمرکز مالکیت باشد، عدد یک و در غیراینصورت عدد صفر قرار داده شده است).

مالکیت مدیریتی: برابر است با درصد سهامی که در اختیار اعضای هیأت مدیره است (اگر مقدار به دست آمده بیشتر از میانه توزیع متغیر تمرکز مالکیت باشد، عدد یک و در غیراینصورت عدد صفر قرار داده شده است).

مالکیت نهادی سهامداران نهادی: درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌ها از کل سهام سرمایه است (اگر مقدار به دست آمده بیشتر از میانه توزیع متغیر تمرکز مالکیت باشد، عدد یک و در غیراینصورت عدد صفر قرار داده شده است).

سهامداران اقلیت: برابر است با درصد سهام سهامداران اقلیت (عموم مردم). (اگر مقدار به دست آمده بیشتر از میانه توزیع متغیر تمرکز مالکیت باشد، عدد یک و در غیراینصورت عدد صفر قرار داده شده است).

متغیرهای تعدیل‌گر: عملکرد مالی (ROA): نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها.

بازده سالانه سهام t در سال t که از طریق رابطه (۱) محاسبه می‌شود:

$$R_{i,t} = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + D_t}{P_{t-1} + C\alpha} \quad (1)$$

متغیرهای کنترلی: اندازه شرکت (SIZE): لگاریتم ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

اهرم مالی (LEV): کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها.

رشد فروش (G-sales): درآمد فروش سال جاری منهای درآمد فروش سال قبل تقسیم بر درآمد فروش سال قبل.

سن شرکت (AGE): لگاریتم بازه زمانی پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران تا سال آخر فعالیت در بورس.

بنابراین فرضیه‌های پژوهش طبق مدل‌های رگرسیونی زیر محاسبه شده است:

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد؛ طبق رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$MTB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 G_Sales_{it} + \alpha_5 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

فرضیه دوم: بازده سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر دارد؛ طبق رابطه (۳) محاسبه می‌شود:

$$MTB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 R_{it} + \alpha_3 (STOCK_{it} * GCG) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 G_Sales_{it} + \alpha_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

فرضیه سوم: عملکرد مالی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر دارد؛ طبق رابطه (۴) محاسبه می‌شود:

$$MTB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CG_{it} + \alpha_2 ROA_{it} + \alpha_3 (ROA_{it} * GCG) + \alpha_4 SIZE_{it} + \alpha_5 LEV_{it} + \alpha_6 G_Sales_{it} + \alpha_7 AGE_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

یافته‌های پژوهش

جدول (۱) آمار توصیفی پژوهش

متغیر	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ارزش شرکت	۳/۲۵۸۷	۲/۵۳۶۸	۳۴/۹۹۴۶	۰/۵۰۳۱	۲/۶۵۸۲	۴/۴۳۱۲	۳۹/۹۰۵۱
حاکمیت شرکتی	۱/۹۸۶۹	۲/۰۰۰۰	۴/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۱۴۳	۰/۰۰۷۷	۲/۹۷۷۲
بازده سهام	۰/۴۴۳۹	۰/۱۲۴۰	۸/۰۵۶۸	-۰/۸۷۸۳	۰/۹۹۷۶	۲/۶۹۴۱	۱۴/۲۷۸۷
عملکرد مالی	۰/۱۱۲۳	۰/۰۹۱۲	-۰/۵۵۳۳	-۰/۲۵۸۱	۰/۱۱۷۴	۰/۷۸۴۶	۴/۳۳۲۶
اندازه شرکت	۶/۱۹۴۷	۶/۱۱۷۴	۸/۴۱۴۲	۴/۵۵۶۵	۰/۶۸۷۵	۰/۸۵۷۶	۴/۳۱۶۹

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

جدول (۴) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	VIF
مقدار ثابت	۳۶/۶۴۳۹	۱/۳۹۴۱	۲۶/۲۸۴۷	۰/۰۰۰	-
حاکمیت شرکتی	-۰/۰۱۳۸	۰/۰۵۸۸	-۰/۲۳۵۰	۰/۸۱۴	۱/۰۳۳
اندازه شرکت	-۶/۱۹۱۰	۰/۲۷۹۷	-۲۲/۱۳۷۹	۰/۰۰۰	۱/۷۹۵
اهرم مالی	۶/۴۰۰۷	۰/۴۳۰۵	۱۴/۸۶۹۶	۰/۰۰۰	۱/۰۰۵
درآمد فروش	۰/۱۰۶۲	۰/۰۹۱۹	۱/۱۵۵۷	۰/۲۴۸	۱/۰۷۳
سن شرکت	۱/۰۸۹۵	۰/۶۷۳۹	۱/۶۱۶۶	۰/۱۰۷	۱/۷۷۳
دوربین واتسون	۱/۹۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۷۱	
		ضریب تعیین		۰/۸۱	
آماره F	۲۰/۵۰۴	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	

با توجه به نتایج جدول (۴)، بین ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی و همچنین بین ارزش شرکت و اندازه شرکت رابطه منفی وجود دارد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار نمی‌گیرد. به علاوه، بین ارزش شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین برخلاف تئوری علامت دهی، در بازار بورس اوراق بهادار ایران، سرمایه‌گذاران در تعیین تقاضا به حاکمیت شرکتی توجه کافی ندارند. برای رد این فرضیه دو استدلال مطرح است. در ابتدا به نظر می‌رسد که مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی به صورت کارا، بر کاهش هزینه‌های نمایندگی، تضاد منافع، افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری، کاهش تقارن اطلاعاتی و ... تأثیرگذار نمی‌باشند و این مکانیسم‌ها نمی‌توانند موجبات رشد شرکت را فراهم آورند. دوم، سرمایه‌گذاران حاضر در بورس اوراق بهادار تهران حسب ضعف اطلاعاتی و آگاهی کم خود از تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت بی اطلاع بوده و در تعیین تقاضا برای سهام یک شرکت به این امر توجه کافی ندارند.

در همین راستا، [۳] بیان می‌کند که شیوه‌های حاکمیت شرکتی موجود در ایران به حفاظت از منافع سهامداران کمکی نمی‌کند و بازار نیز نسبت به علامت‌هایی در خصوص حاکمیت شرکتی کارایی لازم را ندارد. آنان معتقدند سرمایه‌گذاران و حاضرین در بازار سهام اطلاع کافی از مفاهیم حاکمیت شرکتی ندارد و مشکلات موجود در قانون تجارت می‌تواند یکی از علل عدم کارایی بازار سرمایه در این مورد باشد. همچنین [۹] معتقدند هیأت مدیره در بازار سرمایه ایران به صورت کارا به وظایف خود برای کاهش مشکلات نمایندگی عمل ننموده و تأثیر با اهمیتی بر عملکرد شرکت ندارد. بنابراین یافته‌های [۳] و [۹]

در یک راستا است. این در حالی است که [۳۰] نشان می‌دهند که بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت در بورس اندونزی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

جدول (۵) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	VIF
مقدار ثابت	۳۶/۶۵۹۴	۳/۰۱۵۶	۱۲/۱۵۶۵	۰/۰۰۰	-
حاکمیت شرکتی	-۰/۰۳۴۶	۰/۰۷۵۴	-۰/۴۵۹۰	۰/۶۴۶	۱/۰۸۷
بازده سهام	-۰/۱۵۶۷	۰/۰۹۳۰	-۱/۶۸۵۲	۰/۰۹۳	۹/۲۶۱
حاکمیت شرکتی* بازده سهام	۰/۰۷۱۵	۰/۰۲۴۹	۲/۸۷۱۷	۰/۰۰۴	۹/۰۴۱
اندازه شرکت	-۶/۱۵۹۹	۰/۲۹۷۱	-۲۰/۷۳۶۴	۰/۰۰۰	۱/۷۹۵
اهرم مالی	۶/۳۱۳۲	۰/۴۷۹۸	۱۳/۱۵۹۳	۰/۰۰۰	۱/۰۱۳
درآمد فروش	۰/۱۳۴۸	۰/۱۳۰۹	۱/۰۲۹۷	۰/۳۰۴	۱/۲۶۵
سن شرکت	۰/۹۹۳۶	۱/۵۱۶۸	۰/۶۵۵۱	۰/۵۱۳	۱/۷۸۳
دوربین واتسون	۱/۹۹۶	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۶۵	
		ضریب تعیین		۰/۸۰	
آماره F	۱۹/۵۲۸	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	

با توجه به نتایج جدول (۵)، بین ارزش شرکت و اثرات متقابل حاکمیت شرکتی و بازده سهام رابطه مثبت و بین ارزش شرکت و متغیر کنترلی اندازه شرکت رابطه منفی وجود دارد. بنابراین فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. علاوه بر این، بین ارزش شرکت و متغیر کنترلی اهرم مالی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

بنابراین با افزایش همزمان حاکمیت شرکتی و بازده سهام، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. با توجه به رابطه بدیهی بین بازده سهام و ارزش شرکت (قیمت بازار سهام)، اینگونه می‌توان استدلال نمود: در صورتی که اثرات مثبت حاکمیت شرکتی در افزایش بازده سهام (از جمله افزایش سود آوری واحد تجاری) نمود پیدا کند، ارزش شرکت نیز افزایش می‌یابد. در واقع به نظر می‌رسد در خصوص رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت استدلال دوم مطرح شده در توضیحات فرضیه اول برقرار است و اگر سرمایه‌گذاران از تأثیر مثبت حاکمیت شرکتی بر جنبه‌های مختلف شرکت آگاه شوند و این امر در بازده سهام نمود پیدا کند، تقاضا برای سهام شرکت مربوطه افزایش و به تبع آن قیمت سهام نیز بیشتر می‌شود.

این یافته‌ها با نتایج پژوهش‌های پیشین و تئوری پرنده‌ای در دست منطبق بوده و بازده سهام تأثیر معناداری بر ارزش شرکت دارد. همچنین [۳۰] نیز معتقدند بازده سهام بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت تأثیر گذار است.

جدول (۶) نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معناداری	VIF
مقدار ثابت	۳۵/۰۰۶۸	۱/۶۰۱۶	۲۱/۸۵۶۹	۰/۰۰۰	-
حاکمیت شرکتی	-۰/۲۰۷۸	۰/۰۸۲۰	-۲/۵۳۳۲	۰/۰۱۲	۱/۸۳۶
بازده سهام	-۰/۶۲۹۹	۱/۳۰۹۹	-۰/۴۸۰۹	۰/۶۳۱	۷/۳۳۵
حاکمیت شرکتی* بازده سهام	۱/۴۷۵۳	۰/۵۲۳۶	۲/۸۱۷۸	۰/۰۰۵	۷/۲۹۹
اندازه شرکت	-۶/۲۳۶۲	۰/۳۱۴۶	-۱۹/۸۱۹۸	۰/۰۰۰	۱/۸۲۱
اهرم مالی	۷/۱۹۱۶	۰/۵۲۳۶	۱۳/۷۳۴۹	۰/۰۰۰	۱/۳۷۴
درآمد فروش	-۰/۱۱۰۶	۰/۱۰۸۲	-۱/۰۲۲۵	۰/۳۰۷	۱/۳۲۵
سن شرکت	۲/۴۲۳۸	۰/۸۰۷۴	۳/۰۰۲۱	۰/۰۰۳	۲/۰۷۴
دوربین واتسون	۲/۰۲۲	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۳۷	
		ضریب تعیین		۰/۷۸	
آماره F	۱۶/۹۵۹	احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	

با توجه به نتایج جدول (۶)، بین ارزش شرکت و اثرات متقابل حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی رابطه مثبت، و بین ارزش شرکت و متغیر کنترلی اندازه شرکت رابطه منفی وجود دارد. بنابراین فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد تایید قرار می‌گیرد. علاوه بر این، بین ارزش شرکت و متغیرهای کنترلی اهرم مالی و سن شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این یافته‌ها همچون تفسیر فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد، در صورتی که تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر جنبه‌های عملیاتی شرکت به صورت مشخص و واضح نمود پیدا کند، فعالان بازار سرمایه نیز واکنش مثبتی به این امر نشان می‌دهند. پس می‌توان گفت واکنش سرمایه‌گذاران به مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی منوط به نمایان شدن تأثیر مثبت این مکانیسم‌ها بر جنبه‌های مختلف عملیاتی شرکت می‌باشد.

این یافته‌ها با نتایج [۶] در یک راستا است. یافته‌های آنان نشان می‌دهد که بین بازده حقوق صاحبان سهام، بازده کل دارایی‌ها و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. همچنین [۳۰] نیز در پژوهش خود نشان می‌دهند که افزایش حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد همچنین عملکرد مالی و بازده سهام نیز بر رابطه یادشده تأثیرگذار می‌باشند.

بحث و نتیجه گیری

به طور کلی یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود ندارد ولی بازده سهام و عملکرد مالی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت را معنادار و مثبت می‌کنند. همچنین تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت به دلیل عدم کارایی بازار و عدم آگاهی کافی

حاضرین در بازار سرمایه از تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار نمی‌گیرد و در صورتی سرمایه‌گذاران واکنش مثبتی به مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نشان می‌دهند که این تأثیر در بازده سهام و عملکرد شرکت نمایان شود.

به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در هنگام سرمایه‌گذاری و انتخاب سهام جهت تخصیص منابع به آن، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی واحد تجاری را بررسی نمایند. چرا که کارایی این مکانیسم‌ها در نهایت می‌تواند به کاهش ریسک شرکت کمک کند. شرکت‌ها نیز جهت دستیابی به مزیت رقابتی و افزایش قیمت سهام خود نسبت به بهبود مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی اقدام و اطلاع‌رسانی‌های لازم را به ذینفعان شرکت انجام دهند.

پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گیرد و یا تأثیر ویژگی‌های کمیته حسابرسی به عنوان یکی از مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی بر بازده سهام را مورد مطالعه قرار داد.

همچنین می‌توان مؤلفه‌هایی مانند شرایط اقتصادی، اجتماعی، سیاسی و فرهنگی از جمله تورم و تفکیک نوع صنعت و یا استفاده از سایر معیارهای اندازه‌گیری ارزش شرکت، حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی و بازده سهام به نتایج متفاوت و مفیدی دست یافت.

فهرست منابع

۱. تقی زاده، رسول، فضلی، صفر. (۱۳۹۰). "روش اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌ها با استفاده از رویکرد ترکیبی آنالیز روابط خاکستری و تاپسیس فازی". **چشم‌انداز مدیریت صنعتی**، ۱(۲)، ۱۲۵-۱۵۰.
۲. حاجی غلام سریزدی، مهدی. (۱۳۹۷). "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و ارزش شرکت با تاکید بر ارقام تعهدی سود". **مطالعات مدیریت و حسابداری**، انجمن حسابداری ایران، دوره چهارم، شماره یک، ۲۰۷-۲۱۸.
۳. حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۵). "حاکمیت شرکتی در ایران". **فصلنامه حسابرس**، شماره ۳۲، جلد ۳۳، ۷-۳۹.
۴. حساس یگانه، یحیی، باغومیان، رافیک. (۱۳۸۵). "نقش هیأت مدیره در حاکمیت شرکتی". **مجله حسابداری**، شماره صد و هفتاد و سه، ص ۲۰-۳۵.
۵. رسفیجانی، سعید، دهقان، عبدالمجید. (۱۴۰۰). "تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی با توجه به نقش میانجی پایداری شرکت (مورد مطالعه: بانک‌های خصوصی کشور)". **مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار**، ۱۲(۴۷)، ۱۸۸-۲۰۹.
۶. رضائی، شاهده، محمدزاده، امیر. (۱۳۹۷). "بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی و بحران مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مدیریت توسعه و تحول**، (۳۲)، ۸۱-۸۸.

۷. فروغی، داریوش، جهان بخش، امید. (۱۳۹۹). "نقش تعدیل کننده اهرم مالی و سیاست تقسیم سود در تأثیر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۹(۳۴)، ۲۰-۵.
۸. مهدوی، سهیلا، تقوی، زهره. (۱۳۹۴). "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت با مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۷(۲۸)، ۱۰۰-۱۲۰.
۹. نیکبخت، محمدرضا، احمدخان بیگی، مصطفی. (۱۳۹۷). "تأثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت گزارشگری مالی: رویکرد یکپارچه". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۲۵(۳)، ۴۳۳-۴۵۵.
۱۰. هاشمی کوچکسرایبی، سید محمدحسن، داداشی، ایمان، یحیی‌زاده فر، محمود، غلام نیا روشن، حمیدرضا. (۱۳۹۹). "تبیین نقش معیارهای عملکردی و حاکمیتی در تعیین ارزش شرکت با رویکرد مبتنی بر هوش مصنوعی". **تحقیقات مالی**، ۲۲(۱)، ۱۳۱-۱۴۷.
11. Ang, J.S. R.A. Cole; Lin, J.W., (2000). "Agency costs and ownership structure", **Journal of Finance**, 5, 81-106.
12. Fama, E... and Jnnsen, .. C. (1983), "pppr ooon of ownrr shppnnd oonro", **The Journal of Law & Economics**, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325.
13. Garcia, A. S., Mendes-Da-Silva, W., & Orsato, R. J. (2019). "Corporate Sustainability, Capital Markets, and ESG Performance". In **Individual Behaviors and Technologies for Financial Innovations** (pp.287-309).
14. Huang, H.-H., Chan, M.-L., Huang, I.-H. and Chang, C.-H. (2011), "Stock price volatility and overreaction in a political crisis: the effects of corporate governance and performance", **Pacific-Basin Finance Journal**, Vol. 19 No. 1, pp. 1-20.
15. Husnan, S. (2012), "Manajemen Keuangan Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)", Edisi 4., **BPFE**, Yogyakarta.
16. Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", **Journal of Financial Economics**, Vol. 3 No. 4, pp. 305-360.
17. Johl, S., Khan, A., Subramaniam, N., & Muttakin, M. (2016). Business group affiliation, board quality and audit pricing behaviour: Evidence based on Indian companies. **International Journal of Auditing**, 20(2), 133-148.
18. Klein, A. (1998), "Firm performance and board committee structure", **The Journal of Law & Economics**, Vol. 41 No. 1, pp. 275-304.
19. Lintner, J. (1956), "Distribution of Incomes of Corporation among dividends, retained earnings, and taxes", **The America Review**, Vol. 46 No. 2, pp. 97-113.
20. Liu, .. , kkkkkkv, , Wii, Z. nnd nnn g, T. (2015), "Board nrdppnndnee nnd frm prrformance in Chin", **Journal of Corporate Finance**, Vol. 30, pp. 223-244.
21. Long, T., uu ewzzz, .. nnd yyy, .. (2005), "The roee of hle non-executive director: findings of an empirical investigation into the differences between listed nnd unlssdddKK borrrds", **Corporate Governance: An International Review**, Vol. 13 No. 5, pp. 667-679.

22. Marius, B., Dihel, N. and Kukenova, M. (2015), "More than copper: toward the diversification and stabilization of Zambian exports (English)", **Policy Research Working Paper** No. 7151, World Bank Group, Washington, DC.
23. McNulty, T., Zattoni, A. and Douglas, T. (2013), "Developing corporate governance research through qualitative methods: a review of previous studies", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 21 No. 2, pp. 183-198.
24. Mishra, R, and Kapil, S. (2017), "Effect of ownership structure and board structure on firm value: evidence from India", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, <https://doi.org/10.1108/CG-03-2016-0059>.
25. Munir, A. Ullah Khan, F. Usman, M. Khuram, S (2019). "Relationship between Corporate Governance, Corporate Sustainability and Financial Performance", **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences**, Vol. 13 (4), 915-933.
26. Nazir, M. S., and Afza, T. (2018). "Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market". **Future Business Journal**, 4: 139-156.
27. Prpich, G., Sam, K., & Coulon, F. (2019). "Stakeholder Engagement and the Sustainable Environmental Management of Oil-Contaminated Sites in Nigeria". In **Energy in Africa** (pp. 75-97).
28. Shleifer, A. and Vishny, R.W. (1997), "A survey of corporate governance", **The Journal of Finance**, Vol. 52 No. 2, pp. 737-783.
29. Singla, Monika, Shveta Singh, (2019) "Board monitoring, product market competition and firm performance", **International Journal of Organizational Analysis**, <https://doi.org/10.1108/IJOA-07-2018-1482>
30. Suhadak, Kurniaty, Siti Ragil Handayani, Sri Mangesti Rahayu, (2018) "Stock return and financial performance as moderation variable in influence of good corporate governance towards corporate value", **Asian Journal of Accounting Research**, <https://doi.org/10.1108/AJAR-07-2018-0021>
31. Wahyu (2013), "Pengaruh corporate governance dan capital structure terhadap risk, financial performance, dan firm value (Studi pada Perusahaan tambang yang tercatat di Bursa Efek Indonesia)", Disertasi, Fakultas Ilmu Administraasi Universitas Brawijaya, Malang.
32. Wang, B.; Xu, S.; Ho, K.-C.; Jiang, I.-M.; Huang, H.Y(2019)." Information Disclosure Ranking, Industry Production Market Competition", and Mispricing: **An Empirical Analysis. Sustainability** ,11, 262.
33. uu aaaoq A.E. (2014), "Pnngrruh oo iiviii rrr ja, sss pnnrrr ja, dnn ppp unnnn Kerja Terhadap Kinerja Karyawan RS. Asy-Syifa aamb", mnmr hless, **Fakultas Ekonomi dan Bisnis**, Universitas Muhammadiyah Surakarta, Surakarta.
34. Zhou, Mengeling .Li, Kexin & Chen, Zhongfei. (2021). "Corporate governance quality and financial leverage: Evidence from China", **International Review of Financial Analysis**, 73.



The effect of stock returns and financial performance on the relationship between corporate governance and Company value

Fatemeh Sarraf (PhD)¹©

Assistant Prof., Faculty of Economics and Accounting, Islamic Azad University, South Tehran Branch, Tehran, Iran

Fatemeh Besharatpour²

Ph.D. Student in Accounting, Faculty of Economics and Accounting, Islamic Azad University, Science and Research Branch, Tehran, Iran

Mohammadamin Aliakbari³

MSc. In Financial Management, Faculty of Economics and Accounting, Islamic Azad University, South Tehran Branch, Tehran, Iran

Roya Partovi⁴

MSc. In Accounting, Alborz Campus, Tehran University, Tehran, Iran

(Received: 8 November 2021; Accepted: 20 June 2022)

The purpose of this research is to study the effect of stock returns and financial performance on the relationship between corporate governance and company value. The present study is an analytical research and its purpose is applied. Also, regression method is used to test research hypotheses. The method of collecting library information and data collection tools is the site of the stock exchange and the Rahavard Novin software. The statistical population of companies listed on the Tehran Stock Exchange is from 2011 to 2020. The findings of this study show that there is no significant relationship between corporate governance and company value. Modifiers of stock returns and financial performance make the relationship between corporate governance and company value significant and positive. In general, the findings of this study show that the effect of corporate governance on the value of the company due to market inefficiency and lack of awareness of those present in the capital market of the impact of corporate governance mechanisms is not considered and if investors react positively to corporate governance mechanisms. Show that this effect is reflected in stock returns and company performance.

Keywords: Corporate Governance, Company Value, Stock Returns, Financial Performance.

¹ aznyobe@yahoo.com ©(Corresponding Author)

² f.besharatpour@gmail.com

³ aliakbarimohammadamin1@gmail.com

⁴ Roya.1995@yahoo.com