

بررسی ارتباط بین ریسک و اهرم مالی با عملکرد شرکت در دوران بحرانی و غیربحرانی مالی با توجه به نقش تعدیلگر ساختار حاکمیت شرکتی

رضا کریمی^۱، اعظم غریبی^۲

^۱ کارشناس ارشد گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، تهران، ایران.

^۲ کارشناس ارشد گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه، تهران، ایران.

چکیده

بررسی ارتباط بین ریسک و اهرم مالی با عملکرد شرکت در دوران بحرانی و غیربحرانی مالی با توجه به نقش تعدیلگر ساختار حاکمیت شرکتی در بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. برای این منظور و در ابتدا به بررسی اثر تعدیلی سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین اهرم مالی، ریسک شرکت، عملکرد مالی و اقتصادی شرکت‌ها پرداخته شد و سپس همین موضوع برای دوره‌های بحران مالی و غیربحران مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. ضمن اینکه اثر متغیرهای اندازه شرکت، زیان شرکت و رشد در مدل‌های رگرسیونی کنترل شد. جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ می‌باشد که براساس روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک تعداد ۱۴۷ شرکت و در مجموع ۱۰۲۹ سال-شرکت به عنوان نمونه آماری در نظر گرفته شد. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده‌ها در گروه پژوهش‌های توصیفی-پس‌رویدادی قرار دارد که برای بررسی فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره با استفاده از نرم افزار Eviews8 و روش داده‌های پانلی (تابلویی)- اثرات ثابت بهره گرفته شد. نتایج به دست آمده در این پژوهش نشان می‌دهد ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی، ریسک شرکت، عملکرد مالی و اقتصادی دارند. هم چنین، این اثر در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی نیز مورد تایید قرار گرفت. تنها موردی که در فرضیه‌ها رد شده است این موضوع است که ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی ندارد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ریسک، اهرم مالی، عملکرد مالی، عملکرد اقتصادی

۱- مقدمه

امروزه به دلیل اهمیت عملکرد مالی شرکت ها در محیط رقابتی، استفاده از ابزارهای دقیق و مناسب برای ارزیابی عملکرد برای سازمان ها مسئله ای حیاتی محسوب می شود. سرمایه گذاران و سهامداران دو گروهی هستند که اطلاعات مربوط به عملکرد مالی شرکتها، برای آنها اهمیت ویژه ای دارد. در این راستا، آنها با در نظر گرفتن عوامل موثر بر عملکرد مالی شرکتها، موقعیت شرکت را ارزیابی و بر اساس آن تصمیم مناسب را اتخاذ میکنند. با توجه به اهمیت عملکرد مالی مناسب شرکتها برای سرمایه گذاران و سهامداران در جهت حداکثر کردن ثروت آنها، شناخت و مطالعه عوامل موثر بر عملکرد مالی حائز اهمیت میباشد (سیستانی و کرماهی، ۱۴۰۰). از سوی دیگر اهرم مالی در فرهنگ عمومی به عنوان وسیله ای برای دست یابی آسانتر به هدف تعریف می شود. اما در مدیریت مالی اهرم ممکن است تعاریف دیگری پیدا کند و در مواردی بر عکس شود، بطوریکه ممکن است نتیجه عمل مطلوب یا نامطلوب باشد. اهرم مالی ریسک شرکت را افزایش می دهد (جنارو و نیتلیسپاخ^۱، ۲۰۲۱). با توجه به اهمیت اهرم مالی و نقش بسزایی که در سرانجام شرکت ها دارد، می توان با شناسایی متغیرهای موثر بر آن (اعم از خطی و انحنایی)، راهکارهای کنترل و هدایت این عنصر مهم را شناسایی نمود. استدلال های فراوانی مبنی بر ارتباط اهرم مالی با فرصتهای رشد شرکت وجود دارد شاخص هایی که به ارزیابی وضعیت اهرم مالی شرکت ها می پردازد، از دیرباز مورد توجه خاص تحلیلگران بوده است (گنو^۲ و همکاران، ۲۰۲۲). این امر موجب شد تا تحلیلگران با تجزیه و تحلیل معایب شاخص های سنتی بتوانند شاخص های نوینی را ارائه کنند از سویی دیگر حاکمیت شرکتی یک نظام راهبری شرکت که در برگیرنده مجموعه روابط بین سهامداران، مدیران، حسابرسان و سایر افراد ذینفع است و متضمن برقراری نظام کنترلی به منظور رعایت حقوق سهامداران جزء و اجرای صحیح مصوبات مجمع و جلوگیری از سوء استفاده های احتمالی می باشد (جنارو و نیتلیسپاخ، ۲۰۲۱). ساختار حاکمیت شرکتی موجب تخصیص بهینه منابع و بهبود شفافیت مالی منتشر شده در بازار و در نهایت رشد توسعه اقتصادی شود با این وجود رابطه حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و بحران مالی به وضوح مشخص نیست و در زمینه این رابطه اختلاف نظرهایی وجود دارد (فام^۳، ۲۰۲۱). برخی محققین بر این باورند که بهبود حاکمیت شرکتی موجب بهبود عملکرد مالی و کاهش ریسک ورشکستگی می شود و برخی دیگر بر این باورند که چنین رابطه هایی وجود ندارند (عیوض خانی، ۱۳۹۹). از طرفی با رشد رقابت میان سازمان های امروزی و تهدیدات و فرصت هایی که گریبان گیر تمامی سازمان ها در سطوح مختلف داخلی و بین المللی میباشد، مفهوم ریسک اهمیت بسیار زیادی پیدا کرده است. تهدیدات یاد شده میتواند به حدی باشد که سازمان را با شکست مواجه نماید. از این رو مدیران برای بهبود عملکرد سازمان باید به فکر راه هایی برای کاهش ریسک های نامطلوب باشند (جمال پور، ۱۳۹۹).

بنابراین، مسئله اصلی در تحقیق حاضر « بررسی ارتباط بین ریسک و اهرم مالی با عملکرد شرکت در دوران بحرانی و غیربحرانی مالی با توجه به نقش تعدیلگر ساختار حاکمیت شرکتی » می باشد.

¹ Gennaro & Nietlispach

² Geno

³ Pham

۲- ادبیات نظری و پیشینه تحقیق

۲-۱- ادبیات نظری

حاکمیت شرکتی سازوکاری است که از طریق اعمال آن، مشکلات نمایندگی برطرف میشود، کیفیت اطلاعات ارائه شده شرکت ها بهبود مییابد و رعایت حقوق سهامداران و کلیه ذینفعان از جمله دولت ها و عموم مردم جامعه کانون توجه قرار می گیرد. سیستم حاکمیت شرکتی، سازوکاری نظارتی است که وظیفه اعمال کنترل رفتارهای مالی و مدیریتی را برعهده دارد و هماهنگ با نظام حقوقی و فرهنگی هر شرکت (سازمان) تدوین میشود (گارسیا^۴ و همکاران، ۲۰۲۲). اگر این اجزا و سازوکارها به درستی اعمال شود، نظارت و کنترل صحیح نیز تحقق می یابد می توان گفت یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، سازوکارهای حاکمیت شرکتی است که دربرگیرنده مجموعه ای از روابط میان شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروههای ذینفع است (المقتاری^۵ و همکاران، ۲۰۲۲). ترنبول (۱۹۹۷) حاکمیت شرکتی را به عنوان کلیه تأثیراتی که بر فرآیند نهادی تأثیر می گذارد، از جمله تأثیراتی که به کنترل کننده ها و/یا تنظیم کننده ها در سازماندهی تولید، فروش کالاها و خدمات اشاره می کنند، تعریف می کند. طبق گفته اکیویا (۲۰۰۹) حاکمیت شرکتی به فرآیندها و ساختارهایی مربوط می شود که از طریق آن اعضای علاقه مند به شرکت اقدامات فعالی را برای محافظت از منافع سهامداران انجام می دهند. یکی از نقش های حاکمیت شرکتی مدیریت این تعارضات بین مدیران و نمایندگان است. بنابراین، حاکمیت شرکتی خوب باید مکانیسم های داخلی قوی برای مدیریت گروه های ذینفع مختلف داشته باشد تا هزینه های بالای نمایندگی را کاهش دهد (کایر و آلسوس^۶، ۲۰۲۱).

ضرورت حاکمیت شرکتی، از تضاد منافع مشارکت کنندگان (ذینفعان) در ساختار شرکت ناشی میشود. تضاد منافع که از آن با عنوان مسئله نمایندگی یاد میشود، خود ناشی از دو علت عمده است؛ اول اینکه هر مشارکت کننده، اهداف و ترجیحات متفاوتی دارد و دیگر اینکه هریک در مورد اقدامات، دانش و ترجیحات دیگری اطلاعات کاملی ندارد. بدیهی است این تفکیک با فرض نبود سازوکارهای مؤثر اجرایی حاکمیت شرکتی، زمینه اقدام مدیران در راستای منافع خود و نه منافع سهامداران را فراهم خواهد کرد. سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر اطلاعاتی که شرکتها برای سهامداران و سایر ذینفعان افشا میکنند، اثر میگذارد و احتمال افشا نشدن کامل و مطلوب اطلاعات را کاهش میدهد (هاشد و المقتاری^۷، ۲۰۲۱).

هدف اصلی سیستم حاکمیت شرکتی حفاظت از فراهم کردن محیطی است که با اعتماد، شفافیت و پاسخگویی لازم برای افزایش سرمایه گذاری و ثبات مالی مشخص می شود. حاکمیت شرکتی به خودی خود یک هدف نیست، بلکه وسیله ای برای افزایش نرخ رشد با ترویج سرمایه گذاری است که مستلزم استانداردهای بالای اعتماد مبتنی بر صداقت و شفافیت است، این امر ضروری است زیرا جذب سرمایه و سرمایه گذاری برای افزایش رشد و اطمینان بخشی به سهامداران مهم است. و سایر ذینفعان که حقوق آنها محفوظ است و از هرگونه تخلف توسط مدیریت بانک محفوظ است (التوالبه^۸، ۲۰۲۰).

برای رسیدن به هدف بازارها ابزارهای بسیاری در حوزه مالی و سرمایه گذاری وجود دارد که اهرم مالی نیز یکی از این ابزارهاست. در واقع اهرم مالی یکی از ابزارهای کسب سود بیشتر از سرمایه گذاری است که به هر میزان که درجه این اهرم نیز بیشتر می شود بر میزان ریسک سرمایه گذاری نیز افزوده میشود. شرکتها برای تأمین منابع مالی جدید می توانند به جای

⁴ García

⁵ Almaqtari

⁶ Kyere & Ausloos

⁷ Hashed & Almaqtari

⁸ Altawalbeh

افزایش تعداد سرمایه گذاران، از اهرم مالی استفاده کنند. یکی از مزیت‌های استفاده از اهرم مالی نسبت به انتشار سهام جدید و دعوت سرمایه گذاران، در این است که سودهای افزایش یافته از محل سرمایه‌گذاری‌های جدید، بین تعداد زیادی از سهامداران توزیع نمی‌شوند (حاج حیدری و رجایی زاده، ۱۴۰۱). البته باید در نظر گرفت که اگر برنامه‌های توسعه‌ای شرکت طبق پیش‌بینی‌ها و سودی که مدنظر بوده محقق نشود، ممکن است بدهی بسیار زیادی از محل اهرم مالی برای شرکت ایجاد شود که شرکت را ناگزیر سازد تا از محل سود سهامداران این بدهی‌ها را تسویه کند. از آنجاییکه نرخ بازدهی و میزان ریسک نسبت مستقیم با هم دارند و هر چه بازدهی بالاتر رود بر میزان ریسک سرمایه‌گذاری نیز افزوده می‌شود، استفاده از اهرم مالی هم که سبب می‌شود افراد یا شرکت‌ها بازدهی‌های بالاتری کسب کنند، سبب بالا رفتن ریسک سرمایه‌گذاری آن‌ها نیز می‌شود (انصاری و صالحی، ۱۴۰۰). هر چه استفاده از اهرم مالی بیشتر باشد، افراد ریسک بیشتری را نیز باید بپذیرند. لذا زمانی که از اهرم برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌شود و سرمایه‌گذاری مطابق با پیش‌بینی‌ها پیش نرود، زیان احتمالی بسیار بزرگ‌تر از زمانی می‌شود که از اهرم استفاده نشده است. اهرم سود و زیان بالقوه را بسیار بیشتر می‌کند. بنابراین توجه به اهرم مالی شرکت‌ها برای بررسی تحلیلی آن‌ها بسیار مهم است؛ نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام می‌تواند میزان استفاده شرکت از بدهی را مشخص کند. استفاده از بدهی یا اهرم مالی بیشتر برای یک شرکت الزاما به معنی استفاده غیربهبینه از منابع مالی شرکت نیست بلکه میزان بازدهی حقوق صاحبان سهام است و بازدهی‌های آن شرکت است که مشخص می‌کند یک شرکت در کسب سود برای سهامداران و به ازای هر ریال دارایی خود چگونه عمل می‌کند (صیادی، ۱۴۰۰).

در عصر کنونی تحولات شگرف دانش مدیریت وجود نظام مالی قدرتمند را اجتناب ناپذیر کرده است در صورتی که سازمان‌ها عملکرد مالی مطلوبی نداشته باشند شکست خواهند خورد. موضوع ارزیابی عملکرد مالی می‌تواند ضامن اجرای اهداف سازمان و توسعه و پیشرفت آن باشد. شرایط جدید در اقتصاد جهانی باعث شده است تا شکل‌گیری اهداف و انتظارات متناقض اقتصادی در سازمان ایجاد شود. عملکرد مالی، موضوعی اصلی در تمامی تجزیه و تحلیل‌های سازمانی است و تصور سازمانی که شامل ارزیابی و اندازه‌گیری عملکرد نباشد، عملکرد مالی و اقتصادی شرکت، از مهم‌ترین موضوع‌های حوزه مالی و اقتصادی است (توتونچی، ۱۴۰۰). عملکرد مالی و عملکرد اقتصادی، توسط تعدادی از موسسات تخصصی، مانند شرکت‌های ارزیابی، سیستم بانکداری، بورس، و موسسات آموزشی و تحقیقاتی، شناخته شده و مورد استقبال قرار گرفته‌اند از آنجایی که افزایش رقابتی پذیری باید با ایجاد، نگهداری، و افزایش رفاه همراه باشد، در میان شاخص‌های عملکرد، توجه ویژه‌ای به شاخص‌های فیزیکی می‌شود، که شرط اصلی برای غلبه بر بحران مالی است (فرهادی و سعیدی راد، ۱۴۰۰).

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری حداکثر کردن ثروتشان می‌باشد. پس بنابراین سرمایه‌گذاران در جایی سرمایه‌گذاری خواهند کرد که دارای بازدهی بالا و ریسک پایینی باشد. اگر سرمایه‌گذاران قادر باشند این ریسک و بازدهی را پیش‌بینی کنند آنگاه خواهند توانست به درستی در مورد خرید یا نگه‌داری سهام خود تصمیم‌گیری کنند. از مهمترین عواملی که در بازده سهام شرکتها تاثیر می‌گذارد ریسک و اهرم مالی شرکت‌ها می‌باشد. ریسک هم به خطر شکست سیستم مالی یا شکست کل بازار اطلاق می‌شود. این ریسک می‌تواند از بی‌ثباتی یا بحران در مؤسسات مالی نشأت بگیرد و در اثر سرایت به کل نظام مالی انتقال یابد (عرب^۹ و همکاران، ۲۰۲۱). موضوع بحران مالی و عدم موفقیت شرکت‌ها همواره مشکلی درخور تأمل بوده است که موجب گردیده تا اندیشمندان حسابداری و مالی در سراسر دنیا به فکر یافتن مقوله‌هایی باشند که این مسئله را تعدیل کند یا کاهش دهد بحران مجموعه‌ای از مشکلات مالی است که نهادها و سازمانها را با خطرات زیادی روبرو می‌کند

⁹ Arab

بحران مالی نقش مهمی در عملکرد یک مؤسسه و سودآوری آن به عهده دارد بحران مالی را می توان بعنوان شرایطی که تعهدات مالی در وضعیت مناسب و مقتضی نباشد و یا به سختی به وضعیت مطلوب توسط مؤسسه برسد، تعریف کرد (چن و یه^{۱۰}، ۲۰۲۱). بحران های مالی نقش مهمی در عملکرد یک مؤسسه و سودآوری آن بواسطه هزینه های مرتبط با بحران مالی مانند هزینه های قانونی و اداری مرتبط با فرایند ورشکستگی دارد. بطور کلی بحران مالی را می توان شرایطی توصیف کرد که در آن بدهی های یک شرکت در وضعیت نامناسبی بوده یا اینکه شرکت به سختی اعتبار خود را حفظ کند، که دامنه این بحران می تواند از عدم توانایی پرداخت به عرضه کنندگان کالاها و خدمات تا اعلام ورشکستگی تغییر کند. کلارک (۲۰۱۰) گفت که بحران مالی در سال ۲۰۰۸ بحران حاکمیت شرکتی و مقررات بود. حاکمیت شرکتی و مقررات قبل از بحران مالی مورد توجه قرار نگرفت و منجر به ورشکستگی و سقوط بسیاری از مؤسسات مالی شد (جنارو و نیتلیسپاخ، ۲۰۲۱). کنفرانس تجارت و توسعه ملل متحد (۲۰۱۰)، در گزارش تحلیلی خود در مورد حاکمیت شرکتی در پی بحران مالی، بیان کرد که شیوه های حاکمیت شرکتی ضعیف یکی از دلایلی است که باعث بحران مالی جهانی شده است. در اکثر مؤسسات مالی فروپاشیده، آنها سیستم های مدیریت ریسک شکننده و ضعیفی را مشاهده کردند (چایویسوتانگون و جیراپورن^{۱۱}، ۲۰۲۱)،

۲-۲- پیشینه تحقیق

از جمله تحقیقات داخلی که نزدیک به عنوان تحقیق حاضر انجام شده می توان به تحقیقات زیر اشاره نمود:

حاج حیدری و رجایی زاده (۱۴۰۱)، به بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش بیانگر این است که هزینه مالیات بر ریسک سرمایه گذاری تاثیر مثبت و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش هزینه مالیات، ریسک سرمایه گذاری افزایش خواهد یافت. همچنین، اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری تاثیر منفی و معناداری دارد بدین معنی که با افزایش اهرم مالی، ریسک سرمایه گذاری کاهش خواهد یافت.

نیازی و حسینی (۱۴۰۰)، به بررسی رابطه ریسک سیستماتیک و اهرم مالی با توجه به نقش کیفیت دارایی ها در بانک های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج این تجزیه و تحلیل بیانگر این است که بین ریسک سیستماتیک و اهرم مالی، رابطه معنی دار و منفی وجود دارد. همچنین نتیجه دیگر حاکی از آن است که کیفیت دارایی بر این رابطه موثر است و رابطه بین ریسک سیستماتیک و اهرم مالی را تضعیف می کند. در مجموع با توجه به نتایج پژوهش و با عنایت به اینکه از ریسک سیستماتیک به منزله یکی از اصلی ترین نوع ریسک در سیستم بانکی از اهمیت بالایی برخوردار است؛ برای افزایش بهبود عملکرد بانک ها، مدیران می بایست در راستای بهبود عملکرد و سودآوری خود، کنترل و نظارت مستمر بر ریسک سیستماتیک را لحاظ کنند.

اسلام پرست و اسلام پرست (۱۳۹۹)، به بررسی تاثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر فرار مالیاتی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از تاثیر استقلال هیأت مدیره بر فرار مالیاتی شرکت ها، منفی و معنادار است. تاثیر مالکیت نهادی نیز بار فارار مالیاتی شرکت ها، منفی و معنادار است. همچنین تاثیر اهرم مالی بر فرار مالیاتی

¹⁰ Chen & Yeh

¹¹ Chaivisuttangkun & Jiraporn

شرکت ها، منفی و معنادار و تأثیر سودآوری بر احتمال فرار مالیاتی شرکت ها، مثبت و معنادار است. تأثیر اندازه هیأت مدیره بر فرار مالیاتی شرکت ها، منفی ولی معنادار نیست.

مصلی و مقدم (۱۳۹۹)، به بررسی تأثیر اهرم مالی بر ریسک و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های این تحقیق حاکی از آن است که رابطه معناداری بین اهرم مالی و بازده سهام شرکت ها وجود دارد پس می توان در حالت کلی بیان کرد که بین اهرم مالی و ریسک مالی رابطه معناداری وجود دارد.

همچنین از جمله تحقیقات خارجی که نزدیک به عنوان تحقیق حاضر انجام شده می توان به تحقیقات زیر اشاره نمود:

گنو و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی اهرم مالی و ریسک خاص در اندونزی: آیا گزارش یکپارچه اهمیت دارد؟ پرداختند. این مطالعه نشان می دهد که اهرم مالی به طور مثبت بر ریسک خاص تأثیر می گذارد. همچنین، این مطالعه نشان می دهد که گزارش دهی یکپارچه تأثیر مثبت اهرم مالی را بر ریسک خاص تقویت می کند. این مطالعه نشان می دهد که اداره خدمات مالی اندونزی باید سیاست اجرای گزارش یکپارچه توسط شرکت های فهرست شده را افزایش دهد.

هاشد و المقтары (۲۰۲۱)، به بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی و IFRS بر مدیریت سود در عربستان سعودی پرداختند. نتایج نشان می دهد که در حالی که اندازه هیئت مدیره، جلسه هیئت مدیره و مالکیت خارجی تأثیرات منفی بر انطباق با IFRS داشتند، استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی تأثیر مثبتی را نشان داد. علاوه بر این، نتایج نشان می دهد که هنگام استفاده از یک مقدار عملکرد، نشانه های از مدیریت سود تحت IFRS وجود دارد. نتایج همچنین حاکی از آن است که اندازه هیئت مدیره و کمیته حسابرسی، جلسه کمیته حسابرسی و مالکیت مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی تأثیر منفی معناداری داشته است، اما استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی تأثیر مثبت و معناداری را نشان می دهد.

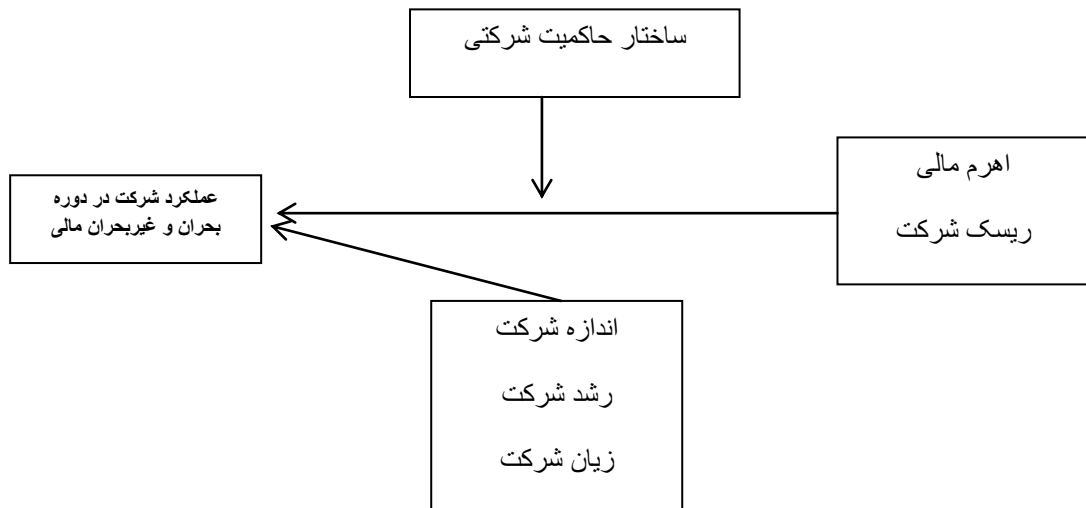
فام (۲۰۲۱)، به بررسی بحران مالی و استراتژی های متنوع سازی: تأثیر بر ریسک بانک و عملکرد پرداخت. نتایج نشان می دهد که به طور کلی، شیوه های متنوع سازی در بخش های بانکی در بهبود نمایه ریسک-بازده بانک ها، به ویژه در طول بحران بانکی ویتنام از سال ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۴ مؤثر است. با این حال، استفاده از آنها در ترکیبها تنها برای تنوع درآمد و تأمین مالی مؤثر است.

چایویسوتانگاون و جیراپورن (۲۰۲۱)، به بررسی تأثیر مدیران مشترک بر ریسک شرکت در یک زمان استرس زا: شواهدی از بحران مالی پرداختند. نتایج نشان می دهد شرکت هایی که مدیران مشترک بیشتری دارند، ریسک شرکت به میزان قابل توجهی در طول بحران کمتر است. نتایج برای ریسک کل، ریسک خاص و ریسک سیستماتیک حفظ می شود. این موضوع این ایده را تأیید می کند که مدیران ذاتاً ریسک گریز هستند، به ویژه در زمان بحران. مدیران انتخاب شده به مدیران اجازه می دهند تا سیاست های شرکتی را اتخاذ کنند که منعکس کننده اولویت های ریسک خودشان است و در نتیجه ریسک شرکت کاهش می یابد.

لذا با توجه به ادبیات پژوهش و تحقیق های صورت گرفته می توان اینگونه نتیجه گیری نمود که ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی، ریسک شرکت، عملکرد مالی و اقتصادی دارند. هم چنین، این اثر در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی نیز مورد تایید قرار گرفت. تنها موردی که در فرضیه ها رد شده است این موضوع است که ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی ندارد.

۳- مدل و فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اینکه تحقیق حاضر به دنبال « نقش ساختار حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ریسک و اهرم مالی با عملکرد شرکت در دوره بحران و غیربحران مالی » می‌باشد، می‌توان مدل مفهومی و فرضیه‌های تحقیق حاضر را به صورت زیر ارائه نمود:



نمودار (۱) مدل مفهومی پژوهش

(۱)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۲)

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۳)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۴)

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۵)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۶)

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۷)

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

(۸)

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

با توجه به مدل های ذکر شده، فرضیه های تحقیق به شرح زیر مورد بررسی قرار می گیرند:

- H1: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت دارد.
- H2: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت دارد.
- H3: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت دارد.
- H4: قدرت حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت دارد.
- H5: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.
- H6: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.
- H7: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.
- H8: ساختار حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.

۴- روش شناسی تحقیق

۴-۱- روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می باشد. پژوهش حاضر از نظر گردآوری داده ها و اطلاعات و روش تجزیه و تحلیل یک تحقیق توصیفی و غیرآزمایشی می باشد که سعی پژوهشگر بر این است تا یک مسئله و پرسش واقعی که در عمل وجود دارد طی یک فرایند تحقیق پاسخ دهد و در ضمن هیچگونه تغییری بر روی متغیرهای مستقل انجام نشده است از این رو بر حسب نحوه گردآوری داده ها طرح پژوهش جزو پژوهش های توصیفی-پس رویدادی طبقه بندی می شود.

۴-۲- جامعه و نمونه آماری

جامعه مطالعاتی تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ هستند نمونه گیری به روش حذفی و با اعمال شرایط زیر انجام می شود:

۱. تعداد شرکت های که بعد از سال ۱۳۹۳ از بورس حذف یا وارد فرابورس شدند؛
۲. تعداد شرکت هایی که طی بازه ۱۳۹۳-۱۳۹۹ توقف معاملاتی ۳ ماهه داشتند؛
۳. تعداد شرکت هایی که عضو بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک ها و هلدینگ و... بوده اند؛
۴. تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آن ها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است؛
۵. تعداد شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده یا ناقص بوده است.

با توجه به روش حذفی سیستماتیک تعداد نمونه ۱۴۷ شرکت انتخاب شدند که طی یک دوره ۷ ساله مورد بررسی قرار گرفتند. به عبارتی در مجموع ۱۰۲۹ سال- شرکت مورد بررسی قرار گرفت.

جدول (۱): نمونه‌گیری به روش غربالگری

۶۳۶		تعداد شرکت‌هایی که تا سال ۱۳۹۹ در بورس حضور داشتند
	(۱۴۷)	تعداد شرکت‌های که بعد از سال ۱۳۹۳ از بورس حذف یا وارد شدند
	(۱۳۲)	تعداد شرکت‌هایی که طی بازه ۱۳۹۳-۱۳۹۹ توقف معاملاتی ۳ ماهه داشتند.
	(۹۴)	تعداد شرکت‌هایی که عضو شرکت‌های بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک‌ها و هلدینگ و... بوده اند.
	(۸۶)	تعداد شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است
	(۳۰)	تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده یا ناقص بوده است
۱۴۷		تعداد شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها کامل و در دسترس هستند.

۴-۳- ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها

جهت جمع آوری داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع موجود و معتبر استفاده شده است. در این پژوهش داده‌های اولیه با استفاده از متن صورت‌های مالی، یادداشت‌های همراه آن‌ها، اطلاعات موجود در نرم‌افزار اطلاعاتی ره آورد نوین و بانک اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است. و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی- سازمان بورس اوراق بهادار و سایت کدال (وب سایت www.codal.ir) مراجعه شد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک تحقیق، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار Excel جهت طبقه بندی و محاسبه متغیرها استفاده گردید و در نهایت اطلاعات حاصل با استفاده از نرم‌افزار اقتصاد سنجی SPSS²¹ و Eviews⁸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۵- یافته‌ها و تحلیل داده‌ها:

یافته‌های مربوط به آمار توصیفی متغیرها

جدول شماره ۲، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره مورد بررسی را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه تعداد ۱۴۷ شرکت در دوره زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت، بنابراین تعداد کل مشاهدات در پژوهش حاضر شامل ۱۰۲۹ سال- شرکت می‌باشد. در ادامه خلاصه یافته‌های پژوهش در بخش آمار توصیفی آمده است:

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
عملکرد مالی	ROA	0.135859	0.112399	0.626784	-0.297729	0.134762
عملکرد اقتصادی	EVA	0.795709	0.734511	19.87884	-14.96302	6.896287
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.557823	0.583333	0.833333	0.416667	0.103527
اهرم مالی	LEV	0.536578	0.546929	0.986760	0.012733	0.191026
ریسک شرکت	RISK	0.761159	0.721737	5.484769	-3.930465	0.968884

0.451974	0.000000	1.000000	1.000000	0.714286	CRISIS	بحران مالی
1.679529	10.97288	20.68867	14.39593	14.72682	SIZE	اندازه شرکت
0.260076	0.000000	1.000000	0.000000	0.072886	LOSS	زیان شرکت
1.156920	0.691924	6.959741	1.664574	1.868386	GROW	رشد شرکت

یافته های مربوط به آزمون مانایی متغیرها

به منظور بررسی مانایی متغیرهای تحقیق از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته (نوع فیشر) استفاده شده است. با توجه به خروجی مندرج در جدول شماره (۳)، سطوح معناداری تمامی آزمون های مذکور از خطای نوع اول ۰/۰۵ کوچک تر هستند و در نتیجه فرضیه صفر آماری آزمون مبنی بر وجود ریشه واحد رد شده و می توان پذیرفت که سری های مورد مطالعه در این سطح خطا مانا هستند و بنابراین، رفتار مقادیر متغیرها، در طول زمان دستخوش تغییرات رونددار نخواهد شد.

جدول (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری
عملکرد مالی	ROA	-15.54031	0.0000
عملکرد اقتصادی	EVA	-18.01089	0.0000
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	-7.746692	0.0000
اهرم مالی	LEV	-13.19806	0.0000
ریسک شرکت	RISK	-9.746052	0.0000
بحران مالی	CRISIS	-6.381957	0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-16.24370	0.0000
زیان شرکت	LOSS	-6.206252	0.0000
رشد شرکت	GROW	-8.053602	0.0000

یافته های مربوط به ضریب همبستگی

ضریب همبستگی به منظور تعیین میزان رابطه، نوع و جهت رابطه ی بین دو متغیر فاصله ای یا نسبی و یا یک متغیر فاصله ای و یک متغیر نسبی به کار برده می شود. در واقع این ضریب، متناظر پارامتری ضریب همبستگی اسپیرمن می باشد. نتایج آزمون همبستگی پیرسون در جدول (۴) ارائه شده اند. همان گونه که مشاهده می شود در برخی موارد همبستگی معنی داری وجود دارد. هم چنین، در برخی موارد اندک بین متغیرهای زوجی همبستگی معنی داری قابل مشاهده است؛ اما این همبستگی ها قوی نیستند و ایجاد هم خطی نمی کنند. به عبارت بهتر در ادامه تحلیل ها از نظر بررسی روابط بین متغیرها مشکل محتوایی وجود ندارد؛ زیرا اگر همبستگی قوی بین متغیرهای توضیحی مدل وجود داشته باشد، منجر به بروز هم خطی شده و بررسی روابط در چنین حالتی نادرست خواهد بود.

جدول (۴): آزمون همبستگی متغیرها

	ROA	EVA	CGP	LEV	RISK	CRISIS	SIZE	LOSS	GROW
ROA	1.000000								
EVA	0.208808	1.000000							
	0.0000	-----							
CGP	0.035141	0.145179	1.000000						
	0.2601	0.0000	-----						
LEV	-0.570241	-0.158373	0.032602	1.000000					
	0.0000	0.0000	0.2961	-----					
RISK	0.043206	0.068633	0.101049	-0.065344	1.000000				
	0.1661	0.0277	0.0012	0.0361	-----				
CRISIS	0.199536	0.043776	0.067566	-0.056756	0.163292	1.000000			
	0.0000	0.1606	0.0302	0.0688	0.0000	-----			
SIZE	0.443242	0.502039	0.196294	-0.243542	0.111335	0.130941	1.000000		
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0003	0.0000	-----		
LOSS	-0.444330	-0.067466	-0.099477	0.208880	0.002975	-0.104035	-0.225139	1.000000	
	0.0000	0.0305	0.0014	0.0000	0.9241	0.0008	0.0000	-----	
GROW	0.338019	-0.017184	-0.069725	-0.188122	0.054283	0.221301	0.308781	-0.078077	1.000000
	0.0000	0.5819	0.0253	0.0000	0.0818	0.0000	0.0000	0.0122	-----

با توجه به نتایج به دست آمده برای سطوح معناداری و ضرایب همبستگی، می توان مشاهده کرد که بسیاری از متغیرها دارای همبستگی معناداری نمی باشند و یا در صورتی که دارای همبستگی هستند، ضریب به دست آمده چندان قوی نمی باشد که نشان از عدم وجود همخطی بین متغیرهای پژوهش دارد.

مدل رگرسیونی اول

آزمون های تشخیصی مدل

پیش از تخمین مدل رگرسیونی تحقیق، آزمون های تشخیصی به منظور تعیین معناداری اثرات مقطعی مدل انجام شده است. جدول (۵) یافته های مربوط به این آزمون ها را نشان می دهد.

جدول (۵): نتایج آزمون های چاو و هاسمن

نتایج	سطح معناداری	درجه آزادی	آماره	آزمون	فرضیه
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,876)	6.559267	چاو (F لیمیر)	فرضیه اول
اثرات ثابت	0.0000	6	42.745551	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,876)	3.458186	چاو (F لیمیر)	فرضیه دوم
اثرات ثابت	0.0004	6	24.593498	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,876)	6.598946	چاو (F لیمیر)	فرضیه سوم
اثرات ثابت	0.0000	6	44.595528	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,876)	4.100342	چاو (F لیمیر)	فرضیه چهارم
اثرات ثابت	0.0004	6	24.457017	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,874)	6.967662	چاو (F لیمیر)	فرضیه پنجم
اثرات ثابت	0.0000	8	51.564525	هاسمن	

پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,874)	3.494024	چاو (F لیمیر)	فرضیه ششم
اثرات ثابت	0.0015	8	25.048834	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,874)	7.087609	چاو (F لیمیر)	فرضیه هفتم
اثرات ثابت	0.0000	8	47.749057	هاسمن	
پانلی (تابلویی)	0.0000	(146,874)	4.114517	چاو (F لیمیر)	فرضیه هشتم
اثرات ثابت	0.0000	8	45.548752	هاسمن	

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل های رگرسیونی تحقیق، که بزرگ تر از خطای نوع اول ۰/۰۵ به دست آمده، فرض صفر این آزمون مبنی بر عدم معناداری اثرات مقطعی در های تحقیق رد شده و می توان پذیرفت که مدل رگرسیونی این بخش باید به روش داده های پانلی (تابلویی) تخمین زده شود. هم چنین، سطح معناداری به دست آمده برای آزمون هاسمن نیز پایین تر از خطای ۵ درصد است که نشان از اولویت روش داده های اثرات ثابت نسبت به تصادفی دارد. بنابراین، مدل رگرسیونی این بخش با استفاده از روش داده های پانلی-اثرات ثابت تخمین زده می شود.

نتایج آزمون های مفروضات اولیه رگرسیون

برای بررسی خودهمبستگی از آزمون دوربین-واتسون و برای بررسی وجود مشکل ناهمسانی واریانس اجزای خطای مدل از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. همان طور که مشاهده می شود مقادیر به دست آمده برای آزمون دوربین-واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ است که نشان از عدم وجود خودهمبستگی در مدل دارد. هم چنین، در صورتی که سطح معناداری به دست آمده برای این آزمون بالاتر از خطای ۵ درصد باشد اجزای خطا دارای همسانی واریانس می باشند و در صورتی که سطح معناداری به دست آمده زیر ۵ درصد باشد، اجزای خطا دارای ناهمسانی واریانس می باشند. یافته های مربوط به آزمون های خودهمبستگی و ناهمسانی واریانس در جدول (۶) آمده است:

جدول (۶): نتایج آزمون های مفروضات اولیه رگرسیون

آزمون	خروجی	فرضیه اول	فرضیه دوم	فرضیه سوم	فرضیه چهارم	فرضیه پنجم	فرضیه ششم	فرضیه هفتم	فرضیه هشتم
آزمون F	آماره F	19.76826	6.148453	19.81855	13.33415	20.84990	6.234715	20.60006	20.99537
	سطح معناداری	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
بروش-پاگان	آماره بروش-پاگان	4.880550	1.901711	3.439321	1.910599	6.752170	1.950983	6.570661	2.915111
	سطح معناداری	0.5592	0.9285	0.7520	0.9277	0.4551	0.9625	0.4749	0.8927
دوربین-واتسون	هاسمن	1.683353	1.795428	1.692387	1.740118	1.733618	1.620268	1.735429	1.742088

نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

جدول (۷): نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	0.073666	4.490224	0.0000	-
اهرم مالی	LEV	-0.406150	-15.26730	0.0000	5.104398
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.125343	4.542104	0.0000	6.075954
قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی	CGP*LEV	0.197637	4.133464	0.0000	5.370729
اندازه شرکت	SIZE	0.018412	31.51288	0.0000	1.269484
زیان شرکت	LOSS	-0.151882	-43.47371	0.0000	1.088352
رشد شرکت	GROW	0.013734	23.37820	0.0000	1.152413
ضریب تعیین تعدیل شده					0.635104

▪ با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت (CGP*LEV) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه اول پژوهش).

▪ نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه و رشد دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی شرکت‌ها در دوره بررسی می‌باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

جدول (۸): نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.738480	-37.92166	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.517549	15.79998	0.0000	6.075954
اهرم مالی	LEV	0.369764	11.70970	0.0000	5.104398
قدرت حاکمیت	CGP*LEV	-0.742817	-13.08802	0.0000	5.370729

شرکتی*اهرم مالی					
اندازه شرکت	SIZE	0.033911	48.89495	0.0000	1.269484
زیان شرکت	LOSS	0.031200	7.523403	0.0000	1.088352
رشد شرکت	GROW	-0.011773	-16.88228	0.0000	1.152413
ضریب تعیین تعدیل شده					0.492221

- با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت (CGP*LEV) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه دوم پژوهش).
- نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه و زیان دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد اقتصادی شرکت ها در دوره بررسی می باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

جدول (۹) نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.226496	-20.89282	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.042791	3.385696	0.0007	1.685099
ریسک شرکت	RISK	-0.013472	-2.357767	0.0184	3.516794
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک	CGP*RISK	0.023041	2.310687	0.0209	3.158760
اندازه شرکت	SIZE	0.024438	36.85220	0.0000	1.220979
زیان شرکت	LOSS	-0.188803	-47.32844	0.0000	1.059495
رشد شرکت	GROW	0.017843	26.43446	0.0000	1.135864
ضریب تعیین تعدیل شده					0.635625

- با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت (CGP*RISK) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به

دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه سوم پژوهش).

▪ نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه و رشد دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی شرکت‌ها در دوره بررسی می‌باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

جدول (۱۰) نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LOSS_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.515546	-56.87127	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.348255	3.295242	0.0010	1.685099
ریسک شرکت	RISK	-0.581341	-12.16692	0.0000	3.516794
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک	CGP*RISK	0.179309	2.150483	0.0315	3.158760
اندازه شرکت	SIZE	0.321917	58.05335	0.0000	1.220979
زیان شرکت	LOSS	0.191059	5.727541	0.0000	1.059495
رشد شرکت	GROW	-0.135238	-23.96057	0.0000	1.135864
ضریب تعیین تعدیل شده		0.645858			

▪ با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت (CGP*RISK) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه چهارم پژوهش).

▪ نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد که اندازه و زیان دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد اقتصادی شرکت‌ها در دوره بررسی می‌باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی پنجم

جدول (۱۱): نتایج تخمین مدل رگرسیونی پنجم

$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	0.034841	2.103711	0.0354	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.125581	4.595090	0.0000	10.76756
اهرم مالی	LEV	-0.400696	-15.19785	0.0000	7.511957
بحران مالی	CRISIS	-0.065916	-12.51872	0.0000	7.617915
قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی	CGP*LEV	0.286744	5.825507	0.0000	8.334345
قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی	CGP*LEV*CRISIS	0.135539	8.354358	0.0000	5.235378
اندازه شرکت	SIZE	0.018060	31.19547	0.0000	1.271649
زیان شرکت	LOSS	-0.151468	-43.48278	0.0000	1.103981
رشد شرکت	GROW	0.012097	20.39207	0.0000	1.199066
ضریب تعیین تعدیل شده		0.648340			

با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت (CGP*LEV*CRISIS) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه پنجم پژوهش).

نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه و رشد دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی شرکت ها در دوره بررسی می باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی ششم

جدول (۱۲) نتایج تخمین مدل رگرسیونی ششم

$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * LEV_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.756240	-38.28224	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.521816	16.00753	0.0000	10.76756
اهرم مالی	LEV	0.381029	12.11608	0.0000	7.511957
بحران مالی	CRISIS	-0.032519	-5.177860	0.0000	7.617915
قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی	CGP*LEV	0.747264	12.72772	0.0000	8.334345
قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی	CGP*LEV*CRISIS	0.765101	2.701592	0.0069	5.235378
اندازه شرکت	SIZE	0.033606	48.66688	0.0000	1.271649
زیان شرکت	LOSS	0.033985	8.179444	0.0000	1.103981
رشد شرکت	GROW	-0.013302	-18.79816	0.0000	1.199066
ضریب تعیین تعدیل شده			0.509521		

▪ با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت (CGP*LEV*CRISIS) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه ششم پژوهش).

▪ نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه و زیان دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد اقتصادی شرکت ها در دوره بررسی می باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی هفتم

جدول (۱۳): نتایج تخمین مدل رگرسیونی هفتم

$$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.23249	-21.5261 5	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.052262	4.145097	0.0000	1.693954
ریسک شرکت	RISK	-0.52808	-5.00328 1	0.0000	8.356943
بحران مالی	CRISIS	-0.02403	-8.88485 4	0.0000	1.485680
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک	CGP*RISK	0.020688	1.969345	0.0489	7.541387
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی	CGP*RISK*CRISIS	0.681549	2.549717	0.0110	3.754453
اندازه شرکت	SIZE	0.024316	36.72356	0.0000	1.229585
زیان شرکت	LOSS	-0.18545	-46.5518 8	0.0000	1.067283
رشد شرکت	GROW	0.016393	23.91217	0.0000	1.183576
ضریب تعیین تعدیل شده		0.645948			

- با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت (CGP*RISK*CRISIS) پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد (تایید فرضیه هفتم پژوهش).
- نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه و رشد دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد مالی شرکتها در دوره بررسی می باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد مالی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

نتایج تخمین مدل رگرسیونی هشتم

جدول (۱۴): نتایج تخمین مدل رگرسیونی هشتم

$$EVA_{it} = \beta_0 + \beta_1 RISK_{it} + \beta_2 CGP_{it} + \beta_3 CRISIS_{it} + \beta_4 CGP_{it} * RISK_{it} + \beta_5 CGP_{it} * LEV_{it} * CRISIS_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 GROW_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	نماد	ضریب	آماره تی	معناداری	هم خطی
ضریب ثابت	C	-0.51624	2	0.0000	-
قدرت حاکمیت شرکتی	CGP	0.341191	3.220393	0.0013	1.693954
ریسک شرکت	RISK	0.584742	12.15913	0.0000	8.356943
بحران مالی	CRISIS	0.004684	0.206100	0.8367	1.485680
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک	CGP*LEV	0.131703	1.491970	0.1357	7.541387
قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی	CGP*LEV*CRISIS	0.058608	1.825426	0.0680	3.754453
اندازه شرکت	SIZE	0.322569	57.97510	0.0000	1.229585
زیان شرکت	LOSS	0.192812	5.759764	0.0000	1.067283
رشد شرکت	GROW	-0.13731	-23.8361	0.0000	1.183576
ضریب تعیین تعدیل شده		0.659172			

- با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت (CGP*RISK*CRISIS) بالاتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد (رد فرضیه هشتم پژوهش).
- نتایج به دست آمده برای متغیرهای کنترلی نیز نشان می دهد که اندازه و زیان دارای رابطه مثبت و معناداری با عملکرد اقتصادی شرکت ها در دوره بررسی می باشد و این در حالی است که رابطه بین زیان شرکت و عملکرد اقتصادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره بررسی منفی و معنادار به دست آمده است.

۶- نتیجه گیری و پیشنهادات تحقیق

۶-۱- نتایج مربوط به فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت دارد.

در فرضیه اول پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. در این ارتباط بایستی اشاره شود که افزایش شاخص‌های حاکمیت شرکتی از سوی شرکت‌ها به منزله افزایش نظارت و کنترل بر فعالیت‌های افشا، ترکیب هیئت مدیره و کارکردها و نیز اخلاقیات و تعارضات می‌باشد. در نتیجه شرکت‌ها می‌توانند از منابع خارجی که از طریق بدهی تامین شده است را در راستای افزایش عملکرد شرکت استفاده کنند.

فرضیه دوم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت دارد.

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. در این مورد نیز می‌توان به این موضوع اشاره کرد که عملکرد اقتصادی شرکت‌ها با افزایش درآمدهای عملیاتی و کاهش هزینه‌های سرمایه‌ای افزایش پیدا می‌کند و از این رو، شرکت‌های دارای سازوکارهای حاکمیت شرکتی بالاتر، می‌توانند از طریق افشای بالاتر و دقیق تر اطلاعات، اعتماد بازار سرمایه و اعتباردهندگان را کسب نمایند و در نتیجه هزینه‌های تامین مالی خارجی شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند. از این رو، نظارت بالاتر حاکمیت شرکتی می‌تواند منجر به افزایش عملکرد اقتصادی شرکت‌ها شود.

فرضیه سوم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت دارد.

در فرضیه سوم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ریسک و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. یافته‌های مربوط به فرضیه سوم نیز تاکید دارد که افزایش سازوکارهای حاکمیت شرکتی، می‌تواند مزایای مختلفی را برای شرکت‌ها به همراه داشته باشد که از آن جمله می‌توان به کاهش نقض قوانین و افزایش کیفیت افشای اطلاعات اشاره کرد که این موضوع هم می‌تواند موجب افزایش دیدگاه مثبت بازار نسبت به فعالیت‌های شرکت‌ها شود و هم اینکه ریسک سیستماتیک را کاهش دهد.

فرضیه چهارم: قدرت حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت دارد.

در فرضیه چهارم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. این یافته‌ها نیز تاکید بر این موضوع دارد که بهبود در شاخص‌های سازوکارهای حاکمیت شرکتی همانند وجود سیستم‌های حسابرسی داخلی، استفاده از بخش مجزای کمیه حسابرسی و یا حرکت در راستای کمک به محیط زیست می‌تواند در نهایت منجر به کنترل بیشتر فعالیت‌های شرکت‌ها شده و در نتیجه عملکرد اقتصادی آنها را بهبود ببخشد.

فرضیه پنجم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.

در فرضیه پنجم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های بحرانی مالی و غیربحران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد مالی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. در ارتباط با این نتیجه می‌توان اشاره کرد که در دوره‌های بحران مالی که به عبارتی با کاهش رونق اقتصادی و افزایش بحران‌های مالی همراه است، شرکت‌ها ممکن است دچار مشکلاتی اقتصادی و تامین مالی شوند. اما یافته‌ها تاکید می‌کند که شرکت‌هایی که دارای سازوکارهای حاکمیتی قوی تری هستند به دلیل برخورداری از نظارت بهتر بر فعالیت‌های افشا و یا مدیران شرکت‌ها می‌توانند عملکرد شرکت را بهبود ببخشند.

فرضیه ششم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.

در فرضیه ششم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های بحرانی مالی و غیربحران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*اهرم مالی*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. یافته‌های مربوط به فرضیه ششم پژوهش نیز تاکید بر این امر دارد که نظارت و کنترل حاکمیت شرکتی که همراه با افزایش کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها همراه است می‌تواند اثر منفی بحران مالی بر عملکرد اقتصادی را کاهش دهد. چراکه با افزایش کیفیت گزارشگری مالی هزینه‌های تامین مالی خارجی شرکت‌ها کاهش پیدا می‌کند.

فرضیه هفتم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.

در فرضیه هفتم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ریسک و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های بحرانی مالی و غیربحران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت پایین تر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد مالی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. بیشتر اینکه ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت مثبت است که نشان از اثر مستقیم این متغیر دارد. این یافته‌ها نیز تاکید دارد می‌کند که سازوکارهای حاکمیت شرکتی چه نقش مهمی در فعالیتهای اقتصادی و بهبود عملکرد اقتصادی آنها دارد. در این مورد نیز می‌توان اشاره کرد که افزایش توجه به اخلاقیات همواره از سوی سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه مورد ارزیابی قرار می‌گیرد و شرکت‌هایی که دارای نقض‌های اطلاعاتی کمتری باشند یا فعالیتهای مربوط به محیط زیست بیشتری را مورد توجه قرار می‌دهند می‌توانند ضریب حساسیت ریسک سیستماتیک را کاهش دهند و بنابراین، با کاهش اثرات بحران مالی به افزایش عملکرد مالی شرکت کمک زیادی می‌کنند.

فرضیه هشتم: ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی دارد.

در فرضیه هشتم پژوهش به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتباط بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌های بحرانی مالی و غیربحران پرداخته شد که با توجه به اینکه سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر قدرت حاکمیت شرکتی*ریسک*بحران مالی شرکت بالاتر از خطای ۵ درصد است، بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ساز و کارهای حاکمیت شرکتی دارای اثر تعدیلی بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد اقتصادی شرکت در دوره‌های بحران مالی و غیربحران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. نتایج به دست آمده برای فرضیه هشتم برخلاف انتظارات بوده است. چراکه انتظار بر این بود که افزایش سازوکارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش اثرات منفی بحران مالی بر ارتباط بین ریسک و عملکرد اقتصادی شرکت‌ها شود. اما به نظر می‌رسد از یک سو در نظر نگرفتن بحران‌های مالی از سوی مدیران و هم چنین نوظهور بودن بورس اوراق بهادار تهران و وجود ساختارهای سیاسی، مالی و اقتصادی در بورس اوراق بهادار تهران منجر به چنین نتایجی شده است.

۶-۲- پیشنهادات تحقیق

با توجه به مطالعات و یافته‌های پژوهش، پیشنهادات زیر ارائه می‌گردد:

با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌شود سیاست‌گذاران شرکت‌ها در راستای بهبود عملکرد مالی سازوکارهای حاکمیت شرکتی را تقویت نمایند. برای این کار آن‌ها می‌توانند با افزایش شاخص‌های کیفیت افشای اطلاعات، اطلاعات مربوط به معاملات با اشخاص وابسته و نیز کاهش نقض‌های اطلاعاتی به این مهم دست پیدا کنند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها به منظور افزایش عملکرد اقتصادی شرکت، تلاش نمایند از ترکیب مناسبی در بین اعضای هیئت مدیره بهره گیرند. عدم وجود دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نظارت و کنترل بیشتر فعالیت‌های مدیرعامل می‌تواند از جمله این موارد باشد.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران در بررسی وضعیت و عملکرد مالی شرکت‌ها به نقش همزمان ضریب ریسک سیستماتیک و سازوکارهای حاکمیت شرکتی توجه نمایند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه چهارم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها با بهره گیری از خدمات حسابرسی سازمان و موسسات حسابرسی دارای اعتبار و شهرت بالاتر، کیفیت افشای اطلاعات شرکت را بالا برده و در به بهبود عملکرد اقتصادی شرکت کمک نمایند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه پنجم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها و سیاست گذاران در بررسی فعالیت‌های شرکت‌ها و تعیین استراتژی و اهداف شرکت‌ها به نقش بحران‌های مالی و اثری که این بحران‌ها می‌توانند بر فعالیت‌های مالی شرکت‌ها داشته باشند، توجه بیشتری نمایند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه ششم پژوهش پیشنهاد می‌شود مدیران شرکت‌ها به منظور کاهش توان مالی تامین مالی خارجی در دوره‌های بحران مالی، منابع مالی بیشتری را از دورن شرکت نمایند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه هفتم پژوهش پیشنهاد می‌شود نهادهای نظارتی شرکت‌ها و مدیران آنها می‌توانند با افزایش سازوکارهای حاکمیت شرکتی همانند استفاده از کمیته‌های حسابرسی، استفاده از حسابرسان خارجی دارای تخصص‌های بالاتر و یا کاهش نقض‌های اطلاعاتی اثر منفی بحران‌های مالی بر عملکرد مالی شرکت‌ها را کاهش دهند.

✚ با توجه به نتایج به دست آمده برای فرضیه هشتم پژوهش پیشنهاد می‌شود تحلیل گران و اعتباردهندگان در بررسی وضعیت اقتصادی شرکت‌ها از نقش بحران مالی و اثری که می‌تواند بر عملکرد اقتصادی شرکت داشته باشد، صرف نظر نمایند.

منابع و مأخذ:

۱. اسلام پرست، عذرا و اسلام پرست، سمیر. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر ساختار حاکمیت شرکتی بر فرار مالیاتی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. ششمین کنفرانس بین المللی مدیریت امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری، تهران.
۲. انصاری، میلاد و صالحی، مهرداد. (۱۴۰۰). اثر عدم تقارن اطلاعاتی و اهرم مالی بر ارزش شرکت در دوران بحران مالی. دومین کنفرانس بین المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
۳. توتونچی، صالح. (۱۴۰۰). بررسی مولفه‌های موثر بر بهبود عملکرد مالی. چهارمین کنفرانس بین المللی سالانه تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران.
۴. جمال پور، زافر. (۱۳۹۹). حاکمیت شرکتی و ریسک غیرسیستماتیک در شرکت‌های بورسی پس از بحران مالی. دانشگاه پیام نور استان هرمزگان، مرکز پیام نور قشم.
۵. حاج حیدری، پریسا و رجایی زاده هرندی، احسان. (۱۴۰۱). بررسی اثر مالیات شرکت و اهرم مالی بر ریسک سرمایه گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۶. سیستانی بدوئی، یاسر و کرمشاهی، بهنام. (۱۴۰۰). تاثیر معیارهای اندازه گیری مسئولیت اجتماعی شرکت بر تغییرات عملکرد اقتصادی و عملکرد مالی. دومین کنفرانس بین المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع و مدیریت و حسابداری، دامغان.
۷. صیادی، سجاد. (۱۴۰۰). بررسی اهرم مالی شرکت. یازدهمین کنفرانس بین المللی مدیریت، امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری، تهران.

۸. عیوض خانی، محمد. (۱۳۹۹). بررسی و تحلیل رابطه حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی و بحران مالی شرکتهای غیرمالی فعال در بورس اوراق بهادار تهران. دانشگاه البرز، دانشکده مدیریت و حسابداری.
۹. مصلی، مهسا و مقدم، فرزانه. (۱۳۹۹). بررسی تاثیر اهرم مالی بر ریسک و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری. سال چهارم، شماره ۲۹، بهار ۱۳۹۹ -جلد سوم، ص ۳۲-۴۲.
۱۰. نیازی، فریبا و حسینی، سید محمد مهدی. (۱۴۰۰). رابطه ریسک سیستماتیک و اهرم مالی با توجه به نقش کیفیت دارایی ها در بانک های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران. دهمین کنفرانس بین المللی مدیریت امور مالی، تجارت، بانک، اقتصاد و حسابداری.
11. Almaqtari, F. A., Hashed, A. A., Shamim, M., & Al-ahdal, W. M. (2021). Impact of corporate governance mechanisms on financial reporting quality: a study of Indian GAAP and Indian Accounting Standards. *Problems and Perspectives in Management*, 18 (4), 1.
12. Altawalbeh, M. A. F. (2020). corporate governance mechanisms and firm's performance: Evidence from Jordan. *Accounting and Finance Research*, 9 (11), 10-5430.
13. Arab, R., Akhondradkani, M., & Gholamrezapoor, M. (2021). Customer Concentration and Trade Credit: the Moderating Role of Operational Risk and Financial Leverage. *Iranian Journal of Trade Studies*, 25 (100), 79-104.
14. Chaivisuttangkun, S., & Jiraporn, P. (2021). The effect of co-opted directors on firm risk during a stressful time: Evidence from the financial crisis. *Finance Research Letters*, 39, 101538.
15. Chen, H. C., & Yeh, C. W. (2021). Global financial crisis and COVID-19: Industrial reactions. *Finance Research Letters*, 42, 101940.
16. García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2022). Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29 (1), 89-106.
17. Gennaro, A., & Nietlispach, M. (2021). Corporate Governance and Risk Management: Lessons (Not) Learnt from the Financial Crisis. *Journal of Risk and Financial Management*, 14 (9), 419.
18. Geno, M. R. P., Firmansyah, A., Prakosa, D. K., & Widiansyah, A. S. (2022). Financial Leverage And Idiosyncratic Risk In Indonesia: Does Integrated Reporting Matter?. *Jurnal Riset Akuntansi Kontemporer*, 14 (1), 22-31.
19. Hashed, A., & Almaqtari, F. (2021). The impact of corporate governance mechanisms and IFRS on earning management in Saudi Arabia. *Accounting*, 7 (1), 207-224.
20. Kyere, M., & Ausloos, M. (2021). Corporate governance and firms financial performance in the United Kingdom. *International Journal of Finance & Economics*, 26 (2), 1871-1885.
21. Pham, K. D. (2021). Financial crisis and diversification strategies: the impact on bank risk, and performance. 739898418.