



University of Tehran Press

Investigating the Impact of Corporate Culture on the Financial Performance of Companies on the Tehran Stock Exchange

Zohre Hajiha^{1*} | Kiarash Miraftebzadeh²

1. Corresponding Author, Department of Accounting, Faculty of Management, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: drzhajiha@gmail.com

2. Department of Accounting, Faculty of Management, Kish International Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. Email: kiarash73@gmail.com

ARTICLE INFO

Article type:
Research Article

Received 03 July 2024
Revised 25 January 2025
Accepted 27 January 2025
Published online 28 August 2025

Keywords:
Capital structure,
Cost of capital,
Corporate culture,
Size of the board of directors,
Composition of the board of directors.

ABSTRACT

Objective: Examining corporate culture and its impact on financial performance can help identify the strengths and weaknesses of companies and provide solutions for improving financial performance. To investigate the impact of corporate culture mechanisms on the capital structure with regard to the mediating role of the cost of capital is the aim of this study. **Methodology:** In this study, using the information of 153 companies listed on the Tehran Stock Exchange during a 10-year period from 2013 to 2014, the hypothesis was tested. Therefore, in order to test the hypotheses, the panel data econometric technique and EViews software were utilized. **Findings:** The findings of this study indicated that the size of the board of directors has a negative and significant effect, and the duality of the duties of the CEO and institutional ownership has a significant positive effect on the capital structure; however, the composition of the board of directors does not have a significant effect on the capital structure. It was also found that the composition of the board of directors and institutional ownership have a negative and significant effect on the cost of capital. **Conclusion:** Cost of capital is a key factor in evaluating the financial performance of companies. Corporate culture can affect the cost of capital. Corporate culture can also affect risk-taking and investment strategies, which in turn will affect the financial performance of the company. However, the size of the board of directors and the dual duties of the CEO do not play a decisive role in this regard. In addition, it was found that the cost of capital has a negative effect on determining the capital structure. Furthermore, it was found that the composition of the board of directors and institutional ownership can also influence the choice of the company's capital structure by affecting the cost of capital.

Cite this article: Hajiha, Z. & Miraftebzadeh, K. (2025). Investigating the Impact of Corporate Culture on the Financial Performance of Companies on the Tehran Stock Exchange. *Organizational Culture Management*, 23 (3), 359-371. <http://doi.org/10.22059/jomc.2025.376891.1008664>



© Authors retain the copyright and full publishing rights.
DOI: <http://doi.org/10.22059/jomc.2025.376891.1008664>

Publisher: University of Tehran Press.



انتشارات دانشگاه تهران

مدیریت فرهنگ سازمانی

سایت نشریه: <https://jomc.ut.ac.ir>

شاپا الکترونیکی: ۶۹۳۴-۲۴۲۳

بررسی فرهنگ شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

زهره حاجیها^{۱*} | کیارش میرآفتاب‌زاده^۲

۱. نویسنده مسؤل، گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. رایانامه: drzhajiha@gmail.com
 ۲. گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، واحد بین‌الملل کیش، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران، رایانامه: kiarash73@gmail.com

اطلاعات مقاله	چکیده
نوع مقاله: مقاله پژوهشی تاریخ‌های مقاله: تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۳ تاریخ بازنگری: ۱۴۰۳/۱۱/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۱۱/۰۸ تاریخ انتشار: ۱۴۰۴/۰۶/۰۶ کلیدواژه: اندازه هیئت‌مدیره، ترکیب، ساختار سرمایه، فرهنگ شرکتی، هزینه سرمایه.	اهمیت موضوع: بررسی فرهنگ شرکتی و تأثیر آن بر عملکرد مالی می‌تواند به شناسایی نقاط قوت و ضعف شرکت‌ها کمک کند و راهکارهایی برای بهبود عملکرد مالی ارائه دهد. هدف پژوهش: بررسی تأثیر مکانیسم‌های فرهنگ شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه هدف این مطالعه است. روش‌شناسی پژوهش: در این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ده ساله، از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲، به آزمون فرضیه پرداخته شده است. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌ها از تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. یافته‌های پژوهش: یافته‌های این مطالعه نشان داد اندازه هیئت‌مدیره تأثیر منفی و معنادار و دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معنادار بر ساختار سرمایه دارد. با این حال، ترکیب هیئت‌مدیره تأثیر معنادار بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین مشخص شد ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی تأثیر منفی و معنادار بر هزینه سرمایه دارند. ولی اندازه هیئت‌مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل نقش تعیین‌کننده‌ای در این زمینه ندارند. هزینه سرمایه یکی از عوامل کلیدی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت‌هاست. فرهنگ شرکتی می‌تواند بر هزینه سرمایه تأثیر بگذارد. همچنین، فرهنگ شرکتی می‌تواند بر ریسک‌پذیری و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد که این موارد نیز به نوبه خود بر عملکرد مالی شرکت تأثیرگذار خواهند بود. به علاوه مشخص شد هزینه سرمایه به صورت منفی در تعیین ساختار سرمایه تأثیرگذار است و در نهایت مشخص شد ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی از طریق تأثیرگذاری بر هزینه سرمایه نیز می‌تواند بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت تأثیرگذار باشند.
استناد: حاجیها، زهره و میرآفتاب‌زاده، کیارش (۱۴۰۴). بررسی فرهنگ شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت فرهنگ سازمانی، ۲۳ (۳)، ۳۷۱-۳۵۹. http://doi.org/10.22059/jomc.2025.376891.1008664	
© نویسندگان. ناشر: مؤسسه انتشارات دانشگاه تهران. DOI: http://doi.org/10.22059/jomc.2025.376891.1008664	



مقدمه

فرهنگ به طور غیر مستقیم بر ساختار سازمانی تأثیر می‌گذارد. فرهنگ سازمانی ممکن است مقدمه‌ای برای تعادل در هنجارهای سازمانی باشد که منجر به فرسودگی شغلی می‌شود. با هدف دستیابی به درک دقیق‌تر از تأثیر فرهنگ سازمانی تعادل کار و اخلاق سازمانی ارزیابی می‌شود. یک فرهنگ قوی و مثبت می‌تواند به بهبود تعاملات داخل سازمان، افزایش نوآوری، و تسهیل در اجرای استراتژی‌ها کمک کند. همچنین، در شرکت‌هایی که به فرهنگ شرکتی خود اهمیت می‌دهند فرهنگ سازمانی یک عامل مؤثر در فرسودگی شغلی کارکنان است که می‌تواند باعث افزایش عملکرد کارکنان خواهد شد (kok et al, 2025).

کمیّت شرکتی به مثابه ستون‌های اساسی در چشم‌انداز کسب‌وکار مدرن ظاهر شده‌اند که منعکس‌کننده تأکید روزافزون بر رویه‌های مدیریت اخلاقی است. حاکمیت شرکتی فرایندی است که از طریق آن سازمان‌های تجاری با تمرکز ویژه بر موضوعات شفافیت، انصاف، پاسخگویی، و مسئولیت شرکتی در مدیریت شرکت و روابط آن‌ها با سهامداران، مشتریان، تأمین‌کنندگان مالی، مدیریت، کنترل و هدایت می‌شوند (Li et al, 2024).

فرهنگ سازمانی نظام اعتقادات و پیش‌فرض‌های بنیادین در یک سازمان است که باورها، ارزش‌ها، آداب، رسوم، شالوده، و ساختار واقعی سازمان را شکل می‌دهد. بر این اساس، فرهنگ سازمانی دربرگیرنده عقاید ریشه‌دار، ارزش‌ها، و هنجارهای مشترک میان اعضای سازمان است (اسدی و همکاران، ۱۳۹۲).

فرهنگ سازمانی توسط عوامل متعددی هدایت می‌شود؛ از جمله شیوه حاکمیت، ظرفیت سازمان، ساختار سازمان. فرهنگ سازمانی باعث تحول و رشد سازمان می‌شود. در سازمان‌ها ابعاد فردی و سازمانی می‌توانند بر نحوه تنظیم هنجارهای سازمانی مؤثر واقع شود (Jerald & Stacchetti, E, 2024).

در این زمینه این مطالعه به بررسی تأثیر فرهنگ شرکتی بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است و سؤال اصلی پژوهش در این زمینه این‌گونه مطرح می‌شود: سازکارهای فرهنگ شرکتی چه تأثیری بر ساختار سرمایه دارد و نقش هزینه سرمایه در این بین به چه صورت است؟

حاکمیت شرکتی

مسائل مختلف حاکمیتی در طول مراحل مختلف توسعه در زمینه‌های مختلف اجتماعی به وجود می‌آیند و چالش‌های مهمی را برای توسعه صحیح شرکت ایجاد می‌کنند (وانگ و همکاران^۱، ۲۰۲۵). مدیران مستقل در هنگام تصمیم‌گیری بیشتر نگران منافع کلی یک شرکت هستند. از آنجا که آن‌ها کمتر تحت تأثیر علایق دیگر قرار می‌گیرند، می‌توانند تصمیمات بی‌طرفانه و عینی بیشتری بگیرند. بنابراین، استقلال هیئت‌مدیره می‌تواند یک عامل اساسی مؤثر بر حاکمیت شرکتی باشد. یک هیئت‌مدیره مستقل می‌تواند وضعیت مالی شرکت و محیط بازار را به طور مؤثرتری ارزیابی کند و استراتژی‌های تخصیص دارایی را تدوین کند که با منافع و منطق مالی شرکت هماهنگ باشد (وانگ و همکاران، ۲۰۲۵). تخصیص معقول دارایی‌های مالی می‌تواند ریسک و بازده را متعادل کند، عملکرد مالی شرکت و رقابت در بازار را افزایش دهد، و توسعه پایدار شرکت را تضمین کند. بنابراین، تخصیص دارایی‌های مالی ممکن است نقش میانجی بین استقلال هیئت‌مدیره و حاکمیت شرکتی داشته باشد (Muslu et al., 2022).

حاکمیت شرکتی به میزانی اشاره دارد که همه ذی‌نفعان در شرکت از طریق مکانیسم‌های مختلف ساختار قدرت معقولی ایجاد می‌کنند، به طور مؤثر عملکرد و رفتار مدیریتی شرکت را مهار می‌کنند، و به توسعه بلندمدت صحیح مدیریت دست می‌یابند. حاکمیت شرکتی کسب‌وکارها را قادر می‌سازد یک مکانیسم مؤثر ایجاد کنند. با شناخت و ارزیابی و مدیریت، تهدیدات احتمالی شرکت‌ها را کاهش دهند و از حقوق و منافع سهامداران و سایر ذی‌نفعان محافظت (Zhu & Chao, 2025).

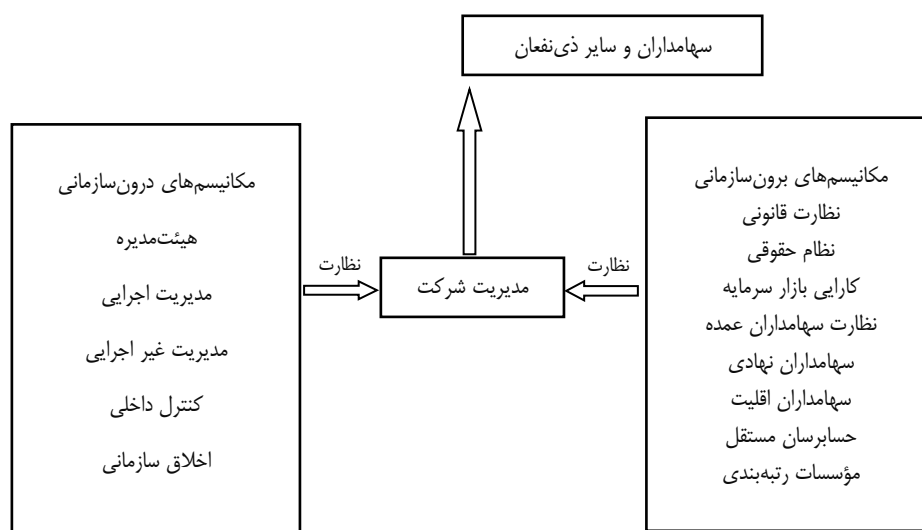
مکانیسم‌های مؤثر CG برای اطمینان از عملکرد کارآمد شرکت‌ها، مدیریت مؤثر ریسک‌ها، انجام دادن وظایف امانتداری خود و در نتیجه افزایش ارزش سهامداران و حفظ اعتماد ذی‌نفعان حیاتی هستند. حاکمیت شرکتی طی سال‌ها به دلیل نیاز به شفافیت و مسئولیت‌پذیری و رفتار تجاری مسئولانه دستخوش تحولات چشمگیری شده است. از نظر تاریخی، ساختارهای حاکمیت

شرکتی اغلب حول محور اولویت سهامداران متمرکز بود. با این حال، روندهای معاصر بر شمولیت ذی‌نفعان تأکید می‌کنند و تأثیر گسترده‌تری را که کسب‌وکارها بر جامعه دارند می‌شناسند (Jejenywa et al, 2024).

جداسازی نقش‌های مدیرعامل و رئیس، ظهور مدیران مستقل، و ایجاد کمیته‌های هیئت‌مدیره با تمرکز بر ارتقای ساختار سازمانی و جبران خسارت و مدیریت ریسک روندهای قابل توجهی هستند (Di Pietra & Miras, 2021).

جهانی شدن فزاینده عملیات تجاری منجر به شبکه پیچیده‌ای از چارچوب‌های نظارتی شده است که سازمان‌ها باید در آن حرکت کنند. ملاحظات زیست‌محیطی، اجتماعی، و حاکمیتی (ESG) در ساختار حاکمیت شرکتی مورد توجه می‌باشد. شناخت عوامل ESG گسترده‌تری است که شیوه‌های تجاری پایدار نه تنها از نظر اخلاقی مسئول هستند بلکه برای خلق ارزش بلندمدت نیز ضروری هستند. روندهای فناوری مانند بلاک‌چین، هوش مصنوعی، و تجزیه و تحلیل داده‌ها را در راستای افزایش شفافیت، ساده کردن فرایندهای انطباق، و تقویت امنیت سایبری مورد استفاده قرار می‌گیرند. بلاک‌چین با دفتر کل غیر متمرکز و مقاوم در برابر دستکاری و ایمن در حکمرانی در حال بررسی است. هوش مصنوعی برای تجزیه و تحلیل پیش‌بینی‌کننده، نظارت بر نقض انطباق، خودکارسازی وظایف معمول، و کاهش خطر خطای انسانی استفاده می‌شود (Omran et al, 2021).

شکل ۱ روابط نظارت و پاسخگویی برقرارشده از طریق مکانیسم‌های داخلی و خارجی را نشان می‌دهد.



شکل ۱. روابط مکانیسم‌ها درون سازمانی و برون سازمانی

با عنایت به ویژگی‌های سیستم‌های حاکمیت شرکتی به نظر می‌رسد حاکمیت شرکتی در ایران بیشتر به سیستم درون سازمانی نزدیک است. با توجه به وجود بازار سرمایه و تلاش‌های انجام‌شده در مورد گسترش آن، سیستم حاکمیت شرکتی درون سازمانی در ایران مطرح است و موضوعیت دارد (حساس‌یگانه، ۱۳۸۵: ۳۶).

نظریه‌های نوین ساختار سرمایه

نظریه‌های نوین در خصوص ساختار سرمایه به شرح زیر است (kim et al, 2024).

الف) تئوری مبادله ایستا

مدل تئوری مبادله ایستا فرض بر بهینه بودن ساختار سرمایه دارد. با توجه به این تئوری یک کسب‌وکار می‌تواند با تعدیل سطح بدهی ساختار سرمایه‌ای بهینه ایجاد کند. حقوق صاحبان سهام باید به گونه‌ای باشد که هزینه پیرشانی مالی و هزینه نمایندگی را با مزایای بدهی متعادل کند. این نظریه فرض می‌کند منابع درآمدزایی یک شرکت به برخی از آن‌ها متصل است (Kovacs et al, 2025).

ب) تئوری مبادله پویا^۱

این ایده اولین بار توسط فیشر و همکارانش (۱۹۸۹) ارائه شد. در مقایسه با مدل ایستا، تئوری مبادله پویا بیشتر بر عنصر زمان تأکید دارد که نادیده گرفته می‌شود و توسط مدل‌های دوره زمانی ایستا در نظر گرفته نمی‌شود. از نظر فنی هسته مفهومی که بر تئوری مبادله پویا تأکید دارد ساختار سرمایه شرکت است. این تئوری بیشتر بر انتخاب دقیق حقوق صاحبان سهام و بدهی با در نظر گرفتن نیازهای مالی شرکت در دوره زمانی خاص تأکید دارد (kim, 2017).

ج) تئوری هزینه‌های نمایندگی^۲

این نظریه توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) ارائه شده است. نظریه هزینه نمایندگی نشان دهنده روابط بین مالکان و مدیران می‌باشد. همچنین این نظریه توضیح می‌دهد که یک شرکت می‌تواند با مدیریت هزینه‌ای که به دلیل تعارض با آن مواجه است به ساختار سرمایه‌ای دست یابد که بهینه است. علاوه بر این، جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) توصیف می‌کنند که سطح بدهی یک شرکت شاخص خوبی است که به نظارت بر عملکرد مدیران کمک می‌کند از این رو، با این کار، یک شرکت می‌تواند هزینه کلی خود را کاهش دهد و به سمت کارایی عملیاتی حرکت کند که در نهایت عملکرد مالی آن را افزایش می‌دهد (koh & park, 2019).

ه) تئوری زمان‌بندی بازار^۳

تئوری زمان‌بندی بازار به استراتژی سرمایه‌گذاری اشاره دارد که تلاش می‌کند تا حرکت‌های آینده بازار را به منظور خرید پایین و فروش بالا پیش‌بینی کند. این نظریه بیان می‌کند سرمایه‌گذاران می‌توانند با اتخاذ تصمیمات استراتژیک در مورد زمان ورود یا خروج از بازار بر اساس حرکات پیش‌بینی‌شده قیمت به بازدهی برتر دست یابند (Cooper & Lambertides, 2021).

نظریه زمان‌بندی بازار اغلب چالش‌ها و ریسک‌های مرتبط با پیش‌بینی دقیق نوسانات بازار، به‌ویژه در زمینه نوسانات اقتصادی و رویدادهای ژئوپلیتیکی، را برجسته می‌کند. نظریه زمان‌بندی بازار با بحث‌های مداوم درباره اثر بخشی آن در مقایسه با رویکرد خرید و نگهداری بلندمدت موضوعی بحث‌برانگیز در استراتژی سرمایه‌گذاری است (Kim, 2017).

بیکر و ورگلر ادعا می‌کنند که زمان‌بندی بازار یک عامل بسیار مهم و اصلی است که بر تصمیم ساختار سرمایه شرکت تأثیر می‌گذارد. اما عمدتاً مدیران مالی این عامل را نادیده می‌گیرند؛ درحالی‌که انتخاب گزینه بدهی یا حقوق صاحبان سهام برای ساختار سرمایه شرکت را تشریح می‌کنند. یک کسب‌وکار زمانی که قیمت سهام آن بالاتر و بیش از حد برآورد شده باشد سهام صادر می‌کند. یک شرکت زمانی که قیمت سهام یا ارزش بازار به ارزش دفتری آن کمتر از حد ارزش‌گذاری شده باشد سهام را دوباره خریداری می‌کند. در نظر گرفتن زمان‌بندی بازار برای ساختار سرمایه یک شرکت هیچ اثر قابل توجه یا طولانی‌مدت قابل توجهی بر انتخاب بدهی شرکت ندارد (Noh, 2018).

پیشینه پژوهش

در این بخش سعی شده است تا نتیجه پژوهش‌های صورت‌گرفته در سال‌های اخیر، که از لحاظ موضوعی نزدیک به این مقاله هستند، به طور خلاصه در جدول ۱ آورده شود.

1. dynamic trade-off theory
2. agency costs theory
3. market timing theory

جدول ۱. پیشینه پژوهش

پژوهشگران	موضوع پژوهش	سال	نتایج اصلی
ماریافر و همکاران	بررسی تأثیر فرهنگ بر سازمان‌های تحقیقاتی	۲۰۲۵	فرهنگ سازمانی می‌تواند باعث ایجاد تحول در کارکنان و ساختار سازمان‌ها شود و رویه و فرهنگ سازمانی را تحت تأثیر قرار دهد.
کوک و همکاران	تعامل بین فرهنگ سازمانی و فرسودگی شغلی در بین متخصصان	۲۰۲۵	جنبه‌های چندگانه فرهنگ سازمانی از طریق پریشانی اخلاقی و تعادل بین زندگی و کار در بین متخصصان به صورت غیرمستقیم کاهش می‌یابد و فرهنگ سازمانی می‌تواند علائم فرسودگی شغلی را در بین پزشکان کاهش دهد.
هی‌تی‌نوگ و همکاران	بررسی تأثیر رفتار سازمانی نوآورانه سبز از طریق فرهنگ سازمانی سبز	۲۰۲۴	نتایج تأیید می‌کند که مدیریت دانش، رهبری تحول‌آفرین سبز، و فرهنگ سازمانی سبز محرک‌های مهم نوآوری سبز هستند. علاوه بر این، هر دو تحول سبز رهبری و نوآوری سبز به طور مثبت بر عملکرد پایدار تأثیر می‌گذارد.
حمیدرضا دانش‌ناری و فوزان عباسی مرویان	ارزیابی حالت خطرناک شرکت‌ها در پرتو مدل فرهنگ سازمانی شاین (مطالعه موردی: مؤسسه مالی- اعتباری ثامن الحجج)	۱۴۰۲	شرکت‌های دارای حالت خطرناک با به رسمیت شناختن فرهنگ سازمانی جرم‌زا در سطح سازه‌ها به دنبال نشان دادن چهره قانونمند از خود هستند. این امر، که از طریق تصویر سازمانی صورت می‌گیرد، مؤید انطباق اجتماعی بالای شرکت‌های بزهکار است.
محمود علی حسین عبدالله و همکاران	بررسی اثر فرهنگ شرکتی بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط ایران و عراق با توجه به نقش واسطه‌گرایی به کارآفرینی و نقش تعدیلگر فرهنگ ملی	۱۴۰۱	نتایج تحقیق نشان داد فرهنگ شرکتی بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی و عراقی اثر مثبت و معنی‌دار دارد. همچنین گرایش به کارآفرینی بر عملکرد مدیران شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی و عراقی اثر مثبت دارد.
قدرتی زوارم و همکاران	بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت	۱۴۰۰	بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. همچنین ساختار مالکیت شرکت بر رابطه هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت تأثیر معنادار دارد.
سلطانی و رحیمی	بررسی نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شرکت بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه	۱۳۹۹	حاکمیت شرکتی بر درجه اهرم مالی تأثیر معنادار ندارد. همچنین از بین ویژگی‌های شرکت هیچ‌یک تأثیر معنادار بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ندارند.
جاوید و همکاران	بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با نقش میانجی هزینه سرمایه	۲۰۲۱	اندازه هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، و مالکیت نهادی از نظر آماری تأثیر مستقیم معناداری بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت دارند. با این حال، دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت نهادی تأثیر غیرمستقیم معنادار بر تصمیمات ساختار سرمایه از طریق هزینه سرمایه شرکت دارند.
زید و همکاران	بررسی تأثیر شیوه‌های حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه با نقش تعدیلی تنوع جنسیتی	۲۰۲۰	تأثیر اندازه هیئت‌مدیره و استقلال هیئت‌مدیره بر ساختار سرمایه تحت شرایط سطح بالایی از تنوع جنسیتی مثبت‌تر است؛ درحالی‌که تأثیر دوگانگی وظایف مدیرعامل بر سطح اهرم شرکت از منفی به مثبت تبدیل می‌شود. به طور خلاصه، تنوع جنسیتی تأثیر ساختار هیئت‌مدیره بر تصمیمات تأمین مالی شرکت را تعدیل می‌کند.

روش پژوهش

در این تحقیق از نرم‌افزار ایویوز^۱ برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده شده است. در این زمینه از روش حداقل مربعات (OLS) برای آزمون مدل استفاده شده است.

روش حداقل مربعات در ایویوز یک تکنیک آماری است که برای برآورد پارامترهای مدل‌های رگرسیونی استفاده می‌شود. این روش به دنبال کمینه کردن مجموع مربعات اختلافات بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش‌بینی شده توسط مدل است. به عبارت دیگر، هدف این است که فاصله بین نقاط داده و خط رگرسیون به حداقل برسد. داده‌های مورد نیاز تحقیق از منابع کتابخانه‌ای، اطلاعاتی منتشرشده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک جامع اطلاعاتی شرکت‌ها در سایت رسمی سازمان بورس، و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران گردآوری شده است. ابتدا از طریق منابع کتابخانه‌ای، نشریات، مقالات، و منابع علمی مختلف (سایت‌های علمی-پژوهشی) پیشینه و نظریه‌های مربوط به موضوع تحقیق تدوین شده است. سپس آزمون فرضیه‌های تحقیق با داده‌های گردآوری‌شده از صورت‌های مالی و گزارش عملکرد هیئت‌مدیره و یادداشت‌های توضیحی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

در یک تحلیل گام به گام، این مطالعه ابتدا تأثیر سازکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت را بررسی کرده است. در مرحله دوم تأثیر سازکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها بررسی شده است. سپس در مرحله سوم تأثیر هزینه سرمایه بر تصمیمات تأمین مالی، یعنی ساختار سرمایه شرکت‌ها، ارزیابی شده است. در نهایت، نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه در رابطه بین سازکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بررسی شده است. از این رو، در مرحله اول تحلیل مدل تجربی رابطه (۱) برآورد شده که از مطالعه جاوید و همکارانش (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$DAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (BS_{it}) + \alpha_2 (B - COM_{it}) + \alpha_3 (DUALITY_{it}) + \alpha_4 (INST_{it}) + \alpha_5 (CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۱})$$

جایی که

DAR : ساختار سرمایه

BS : اندازه هیئت‌مدیره

$B-COM$: ترکیب هیئت‌مدیره

$DUALITY$: دوگانگی وظایف مدیرعامل

$INST$: مالکیت نهادی

$CONTROL$: متغیرهای کنترلی شامل ساختار دارایی شرکت، سودآوری، رشد فروش، ریسک تجاری

ε : جزء خطای مدل هستند.

در مرحله دوم، تأثیر سازکارهای فرهنگ شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها از طریق مدل تجربی رابطه (۲) برآورد می‌شود که از مطالعه جاوید و همکارانش (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1 (BS_{it}) + \beta_2 (B - COM_{it}) + \beta_3 (DUALITY_{it}) + \beta_4 (INST_{it}) + \beta_5 (CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۲})$$

جایی که

COC : هزینه سرمایه سهام شرکت است و بقیه نمادها همانند رابطه (۲) قبلی است.

در مرحله سوم، تأثیر هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه شرکت‌ها از طریق مدل تجربی رابطه (۳) ارزیابی می‌شود که از مطالعه جاوید و همکارانش (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$DAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 (COC_{it}) + \gamma_2 (CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{رابطه ۳})$$

در نهایت، این مطالعه نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه را در رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بررسی می‌کند. برای این تحلیل، از مدل میانجیگری بارون^۱ و کنی (۱۹۸۶) پیروی می‌شود که برای اندازه‌گیری نقش متغیر میانجی در توضیح متغیر وابسته نهایی استفاده می‌شود. بنابراین، این پژوهش با استفاده از سه معادله رگرسیون در رابطه (۴) (۵) (۶) آزمون میانجیگری را انجام می‌دهد که از مطالعه جاوید و همکارانش (۲۰۲۱) اقتباس شده است.

$$DAR_{it} = \mu_1 + c(CG_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۴}$$

$$COC_{it} = \mu_3 + a(CG_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۵}$$

$$DAR_{it} = \mu_2 + c'(CG_{it}) + b(COC_{it}) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه ۶}$$

جایی که

DAR : ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته نهایی

CG : سازکارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت‌مدیره، استقلال هیئت‌مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، و مالکیت

نهادهی به عنوان متغیر مستقل و توضیح‌دهنده

COC : هزینه سرمایه به عنوان متغیر میانجی

c, c', a, b : ضرایب معادلات رگرسیون

ε : پسماندهای مدل‌های رگرسیون هستند.

طبق نظر بارون و کنی (۱۹۸۶) برقراری شروط زیر در آزمون میانجیگری برای تأیید آن ضروری است: شرط اول این است که متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معنادار داشته باشد، شرط دوم این است که معناداری رابطه بین متغیرهای مستقل و متغیر میانجی تأیید شود. شرط سوم تأیید معناداری رابطه بین متغیر میانجی و متغیر وابسته است. در نهایت شرط چهارم این است که وقتی متغیر میانجی وارد معادله رگرسیونی می‌شود رابطه بین متغیر مستقل و وابسته غیرمعنادار شود که در این حالت متغیر مورد نظر میانجیگر کامل است یا اینکه این رابطه در حضور متغیر میانجی کاهش یابد (حداقل ۰/۱۰) ولی همچنان معنادار باقی بماند که در این حالت نقش متغیر میانجی جزئی خواهد بود (شهریار عزیزی، ۱۳۹۲: ۲۵). همچنین روش دیگر آزمون فرضیه واسطه‌گری، در مباحث مالی و حسابداری، استفاده از آزمون سوبل^۲ است. در آزمون سوبل، یک مقدار Z -value از طریق رابطه (۷) به دست می‌آید که در صورت بیشتر شدن این مقدار از ۱/۹۶ می‌توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار بودن تأثیر متغیر میانجی را تأیید کرد.

$$Z\text{-Value} = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times s_a^2) + (a^2 \times s_b^2) + (s_a^2 \times s_b^2)}} \quad \text{رابطه ۷}$$

در اینجا

a : مقدار ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی است.

b : مقدار ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته است.

s_a : خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر مستقل و واسطه است.

s_b : خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر واسطه و وابسته است.

مقدار Z -value حاصل از آزمون سوبل جهت سنجش نقش میانجیگری متغیر هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

یافته‌های پژوهش

در این بخش متغیرها با استفاده از شاخص‌های پراکندگی (میانگین و انحراف معیار)، مرکزی (میان، بیشینه، کمینه)، و توزیع (چولگی و کشیدگی) ارزیابی شده‌اند که در جدول (۲) مشاهده می‌شود. میانگین متوسط سطح هر متغیر در بین نمونه آماری

منتخب طی سال‌های آماری مورد بررسی را نشان می‌دهد. میانه نشان‌دهندهٔ مقداری است که نیمی از مشاهدات بیشتر از آن و نیمی دیگر از مشاهدات کمتر از آن مقدار را به دست آورده‌اند. انحراف معیار پراکندگی داده‌ها اطراف میانگین را نشان می‌دهد، طوری که اگر مقدار انحراف معیار از مقدار میانگین فاصلهٔ زیادی داشته باشد به معنای پراکندگی بالای داده‌ها است و بالعکس. بیشینه و کمینه به ترتیب بیشترین و کمترین مقدار هر متغیر را در بین نمونهٔ آماری منتخب نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی نیز برای بررسی نحوهٔ توزیع فراوانی داده‌های هر متغیر است، طوری که اگر بیشتر از ۰/۵ باشند حاکی از عدم نرمال بودن توزیع فراوانی داده‌های آن متغیر است.

گفتنی است با توجه به تعداد ۱۵۳ شرکت منتخب و دورهٔ ۱۰ سالهٔ مورد بررسی (از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۹)، تعداد مشاهدات برابر با ۱۲۲۴ (سال-شرکت) است. همچنین داده‌ها در صدک‌های ۵ و ۹۵ وینزورایز^۱ شدند. به این معنا که مقدار معادل صدک پنجم هر متغیر جایگزین مشاهدات صدک پنجم و مقدار معادل صدک ۹۵ هر متغیر با مشاهدات صدک ۹۵ جایگزین می‌شوند. در واقع برای از بین بردن مشاهدات پرت و دورافتاده و برای پیشگیری از سوگیری نتایج، به دلیل وجود داده‌های پرت، متغیرها در سطح ۵ درصد و ۹۵ درصد وینزورایز شدند.

جدول ۲. آمار توصیفی (منبع: یافته‌های پژوهش)

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اندازهٔ هیئت‌مدیره (لگاریتم)	BS	۱۲۲۴	۱.۶۱۳	۱.۶۰۹	۱.۹۴۵	۱.۳۸۶	۰.۰۳۹	۷.۲۸۲	۶۴.۵۴۱
اندازهٔ هیئت‌مدیره (عدد مطلق)	BS	۱۲۲۴	۵	۵	۷	۳	۰.۰۳۹	۷.۲۸۲	۶۴.۵۴۱
ترکیب هیئت‌مدیره	B-COM	۱۲۲۴	۵۸.۷٪	۶۰٪	۱۰۰٪	۰	۰.۱۸۷	-۰.۰۷۳	۲.۷۰۷
مالکیت نهادی	INST	۱۲۲۴	۲۹٪	۱۶.۶٪	۹۴.۱٪	۰	۰.۳۰۰	۰.۷۸۶	۲.۱۵۳
ساختار سرمایه	DAR	۱۲۲۴	۵۶٪	۵۵.۴٪	۸۸.۷٪	۲۲.۲٪	۰.۱۸۶	-۰.۰۳۷	۲.۱۰۱
هزینهٔ سرمایه	COC	۱۲۲۴	۲۸.۹٪	۲۹٪	۸۸.۴٪	۵.۷٪	۰.۲۲۸	۰.۶۹۹	۱۰.۰۰۹
ساختار دارایی	TAN	۱۲۲۴	۲۵.۸٪	۲۲.۲٪	۶۰.۹٪	۴.۵٪	۰.۱۶۶	۰.۶۱۸	۲.۳۲۰
سودآوری	ROA	۱۲۲۴	۱۴.۴٪	۱۲.۱٪	۴۴.۲٪	-۶.۴٪	۰.۱۴۰	۰.۵۵۵	۲.۳۷۶
رشد فروش	Growth	۱۲۲۴	۳۲.۱٪	۲۴.۹٪	۱۲۱.۹٪	-۲۵.۶٪	۰.۳۹۳	۰.۶۳۰	۲.۶۸۸
ریسک تجاری	Brisk	۱۲۲۴	۶.۲٪	۴.۶٪	۲۶.۳٪	۰.۰۹٪	۰.۰۵۵	۱.۴۶۷	۵.۱۲۰

جدول ۳. برآورد مدل آماری (منبع: یافته‌های پژوهش)

متغیر وابسته: ساختار سرمایه				
$DAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (BS_{it}) + \alpha_2 (B-COM_{it}) + \alpha_3 (DUALITY_{it}) + \alpha_4 (INST_{it}) + \alpha_5 (CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it}$				
متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	sig
عرض از مبدأ	۱/۰۰۶	۰/۰۹۵	۱۰/۵۹۷	۰/۰۰۰
اندازهٔ هیئت‌مدیره	-۰/۱۱۳	۰/۰۵۷	-۱/۹۶۹	۰/۰۴۶
ترکیب هیئت‌مدیره	-۰/۰۱۳	۰/۰۱۴	-۰/۹۰۷	۰/۳۶۴
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۰/۰۳۱	۰/۰۰۹	۳/۲۲۹	۰/۰۰۱
مالکیت نهادی	۰/۰۷۹	۰/۰۱۴	۵/۲۸۹	۰/۰۰۰
ساختار دارایی	-۰/۴۰۰	۰/۰۲۴	-۱۶/۶۱۳	۰/۰۰۰
سودآوری	-۰/۸۱۱	۰/۰۱۸	-۴۴/۳۵۶	۰/۰۰۰
رشد فروش	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰
ریسک تجاری	-۰/۰۸۵	۰/۰۳۸	-۲/۲۲۳	۰/۰۲۶
آمارهٔ فیشر	۹۳/۲۷۸	ضریب تعیین		۰/۹۳۳
احتمال آمارهٔ فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۹۲۳
آمارهٔ دوربین واتسن	۱/۶۸۳	خطای استاندارد رگرسیون		۰/۰۸۴

با توجه به اینکه میزان آماره t در اندازه هیئت مدیره $1/969-$ و مقدار $\text{sig } 0/046$ است می توان استدلال کرد که اندازه هیئت مدیره بر ساختار سرمایه تأثیر کمی دارد.

میزان آماره t در ترکیب هیئت مدیره $0/907-$ و مقدار $\text{sig } 0/364$ است. پس می توان استدلال کرد که ترکیب هیئت مدیره بر ساختار سرمایه تأثیر معناداری ندارد. همچنین مقدار آماره t در دوگانگی وظایف مدیرعامل، مالکیت نهادی، ساختار دارایی، سودآوری، رشد فروش، و ریسک تجاری نشان دهنده تأثیر این متغیرها بر ساختار سرمایه است.

نتیجه

در این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۱۰ ساله، از سال ۱۳۹۲ تا ۱۴۰۲، به بررسی تأثیر سازکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه پرداخته شده است. سازکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این مطالعه شامل اندازه هیئت مدیره، ترکیب هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، و مالکیت نهادی است. ساختار سرمایه نشان دهنده سطح بدهی شرکت نسبت به دارایی است و برای اندازه گیری هزینه سرمایه نیز از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است. در ابتدا تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر تصمیمات تأمین مالی شرکت ها بررسی شده است. در این زمینه، عصاره مباحث قابل توجه در مورد ساختار سرمایه نشان می دهد برخی از ویژگی های حاکمیت شرکتی تأثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه شرکت ها دارد. با این حال، بین مطالعات موجود در مورد رابطه بین مکانیسم های حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه اتفاق نظر وجود ندارد. نتایج این مطالعه نشان داد که اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل، و مالکیت نهادی در تصمیمات مربوط به تأمین مالی و تعیین ساختار سرمایه نقش قابل توجهی دارند. سپس تأثیر ویژگی های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گرفت و مشخص شد ترکیب هیئت مدیره و مالکیت نهادی در شکل گیری هزینه سرمایه نقش مهمی دارند. ولی تأثیرات اندازه هیئت مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل معنادار نیستند. در مرحله بعد مشخص شد که هزینه سرمایه عامل تعیین کننده ای در انتخاب تأمین مالی شرکت ها است و بر ساختار سرمایه تأثیر منفی دارد و در نهایت شواهدی مبنی بر تأثیر غیرمستقیم ترکیب هیئت مدیره و مالکیت نهادی به عنوان دو مکانیسم حاکمیت شرکتی مطلوب بر ساختار سرمایه از طریق نقش واسطه ای هزینه سرمایه ارائه شد. مهم ترین یافته این مطالعه این است که هزینه سرمایه به صورت جزئی رابطه بین دو مولفه از مکانیسم های حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های نمونه را میانجیگری می کند. این یافته ها با استدلال تئوری نمایندگی مطابقت دارد که استراتژی های حاکمیتی مؤثر، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه های نمایندگی، ممکن است هزینه سرمایه را کاهش دهد که در نهایت شرکت ها را وادار می کند تا ترکیب مالی و ساختار سرمایه خود را بازسازی کنند. از این رو، ادعا می شود برخی از مؤلفه های حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه پیامدهای مهمی برای تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

نتایج این تحقیق با نتایج تحقیقات سلطانی و رحیمی و جاوید و همکارانش همسو است. این مطالعه رهنمودهای ارزشمند و مفاهیم کاربردی زیادی برای مدیران مالی شرکت ها دارد. این نتایج همچنین سیاستگذاران را در تنظیم سیاست ها، شیوه های حاکمیت شرکتی مطلوب برای کشور ایران، و تصمیم گیری ساختار سرمایه مرتبط با ارزش در انطباق با مفاهیم مکانیسم حاکمیت شرکتی راهنمایی می کند. مدیران می توانند هنگام تصمیم گیری درباره سیاست مالی شرکت ها از یافته های این مطالعه برای ارزیابی اثربخشی شیوه های حاکمیت شرکتی به کار گرفته شده توسط شرکت در دستیابی به ساختار سرمایه بهینه استفاده کنند که در آن میانگین موزون هزینه سرمایه در حداقل سطح خود باشد.

منابع

- ابراهیمی، سجاد؛ مدنی‌زاده، سید علی و محمودزاده، امینه (۱۳۹۷). عوامل مؤثر بر هزینه مالی (مطالعه موردی: بنگاه‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار). *پژوهش‌های اقتصادی/ایران*، ۲۳(۷۶): ۵۳ - ۸۴.
- اسدی، اصغر؛ سفیدگران، بهرام و قلی‌پور، آرین (۱۳۹۲). نقش فرهنگ سازمانی در شکل‌گیری نورویتیک سازمانی. *علوم مدیریت/ایران*، س ۸، ش ۲.
- اسعدی، عبدالرضا و عباس‌زاده، محمدرضا (۱۳۹۳). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های وابسته مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق)*، ۲۱(۷)، ۲۱۰ - ۲۳۳.
- آقای، محمدعلی؛ احمدیان، وحید و جهازآتش، اکبر (۱۳۹۳). عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)*، ۲۲، ۱۷۵ - ۲۱۲.
- اکبری‌مقدم، بیت‌الله و پیری، عبدالله (۱۳۹۰). بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها. *مدیریت توسعه و تحول*، ۱۳۹۰(۷)، ۳۱ - ۳۷.
- امیرآزاد، میرحافظ، زینالی، مهدی و شاهی، رضا (۱۳۹۳). بررسی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر گزینش اظهارنظر حسابرس. *دانش حسابرسی*، ۱۴(۵۷)، ۶۵ - ۸۸.
- انصاری، عبدالمهدی؛ یوسف‌زاده، نسرين و زارع، زهرا (۱۳۹۲). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۲(۷)، ۱ - ۱۹.
- بنی‌مهد، بهمن؛ یعقوب‌نژاد، احمد و وحیدی‌کیا، الهام (۱۳۹۴). توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۷(۲۶)، ۱۰۷ - ۱۱۸.
- پورزمانی، زهرا و خریدار، احسان‌رضا (۱۳۹۲). تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶(۲۰/۴)، ۷۹ - ۸۹.
- حسین‌عبدالله، محمودعلی؛ ملک‌زاده، غلام‌رضا و خوراکیان، علی‌رضا (۱۴۰۱). بررسی اثر فرهنگ شرکتی بر عملکرد شرکت‌های کوچک و متوسط ایران و عراق با توجه به نقش واسطه‌گرایی به کارآفرینی و نقش تعدیلگر فرهنگ ملی. *مدیریت تحول*، س ۱۴، ش ۱، ۸۵ - ۱۲۲.
- خانی، عبدالله؛ افشاری، حمیده و حسینی‌کندلجی، میرهادی (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تأمین مالی، زمان‌بندی بازار، و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. *مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۱(۱/۱)، ۱۰۹ - ۱۲۲.
- دانش‌ناری؛ عباسی و مرویان، فوزان (۱۴۰۲). ارزیابی حالت خطرناک شرکت‌ها در پرتو مدل فرهنگ سازمانی شاین (مطالعه موردی: مؤسسه مالی اعتباری ثامن الحجج). *تعالی حقوق*، ۱۹(۱)، ۳ - ۳۶.
- دهقان‌دهنوی، حسن و آینده‌مال‌میری، سیده فاطمه (۱۳۹۲). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها. *یازدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت*. تهران.
- رحیمیان، نظام‌الدین؛ قادری، بهمن و رسولی، پیمان (۱۳۹۵). ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش حسابداری*، ۶(۴)، ۴۱ - ۶۵.
- رسانیان، امیر (۱۳۸۹). بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *برنامه و بودجه*، ۱۵(۱۱۰)، ۲۱ - ۴۱.
- رهبرباغبانی، جواد؛ شهبازی، طاهره و فانی، نیر (۱۳۹۴). الگوهای محاسبه هزینه سرمایه. *دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد، و حسابداری*.
- سلطانی، مهران و رحیمی، محسن (۱۳۹۹). بررسی نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شرکت بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۳(۲۹)، ۳۱ - ۵۳.
- قدرتی‌زوارم، عباس؛ نوروزی، محمد؛ باقری‌ایرج، الهام و نصیری، داریوش (۱۴۰۰). بررسی تأثیر ساختار مالکیت بر رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت. *رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*. ش ۱۹، ۱۸۷۹ - ۱۸۹۳.
- Aghaei, M. A., Ahmadian, V., & Jahazatchi, A. (2013). Factors affecting capital structure in small and medium-sized Iranian companies. *Financial Accounting and Auditing Research (Financial Accounting and Auditing Research Journal)*, 22, 212-175. (in Persian)
- Ahmad, Shoeb (2020). The corporate culture and employees' performance: an overview. *Journal of Management and Science*, 10.3, 1-6.

- Ansari, A. M. & Safari Bideskan, S. (2011). Investigating the effectiveness of capital cost from operational leverage and financial leverage. *Financial Accounting Research*, 4(3/13), 33-46. (in Persian)
- Ansari, A. M., Yousefzadeh, N., & Zare, Z. (2012). A review of capital structure theories. *Accounting and Auditing Studies*, 2(7), 1-19.
- Asadi, A. & Abbaszadeh, M. (2014). An investigation of determinants of capital structure of affiliated and unaffiliated firms in Tehran Stock Exchange. *Two Quarterly Monetary and Financial Economics (Former Knowledge and Development)*, 21(7), 210-233. (in Persian)
- Ashbaugh, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2004). Corporate governance and the cost of equity capital. *Emory University of Iowa*. Retrieved on January, 26(2006), 329-340.
- Atanasova, C., Gatev, E., & Shapiro, D. (2016). The corporate governance and financing of small-cap firms in Canada. *Managerial Finance*, 42(3), 244-269.
- Bani Mahd, B., Yaqub Nejad, A., & Vahidi Kia, E. (2014). Product competitiveness and cost of equity. *Financial Accounting and Audit Research*, 7(26), 107-118. (in Persian)
- Botosan, C. A. & Plumlee, M. A. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21-40.
- Brigham, E. F. & Houston, J. F. (2013). *Fundamentals of financial management*. South-Western Cengage Learning.
- Bundala, N. N. H. (2012). Determinants of Capital Structure: Evidence from Tanzanian Non financial Listed Companies, Doctoral dissertation. *The Open University*. Tanzania.
- Cooper, I.A. & Lambertides, N. (2021). Large dividend increases and leverage. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 48, 17-33. doi: 10.1016/j.jcorpfin.2017.10.011.
- Dissanayake, H., Manta, O., Dissabandara, D. B. P. H., Ajward, A. R., Perera, K. L. W., & Palazzo, M. (2024). A systematic literature review on the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Environment, Development and Sustainability*, 1-22.
- Ferré, M. et al. (2025). Culture of impact in agricultural research organisations: What for and how?. *Research Policy*, 54.1 (2025), 105140.
- Huynh, H. T. N., Nguyen, N. T. T., & Vo, N. N. Y. (2024). The influence of knowledge management, green transformational leadership, green organizational culture on green innovation and sustainable performance: The case of Vietnam. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 10(4), 100436.
- Jejenywa, T. O., Mhlongo, N. Z., & Jejenywa, T. O. (2024). The role of ethical practices in accounting: A review of corporate governance and compliance trends. *Finance & Accounting Research Journal*, 6(4), 707-720.
- Jerald, S., & Stacchetti, E. (2025). Optimal design of dynamic auctions with information revelation constraints. *Review of Economic Studies*, 70(3), 595-626.
- Kim, S., Khil, J., & Lee, Y. K. (2024). The relationship between changes in corporate payout policy and capital structure. *Journal of Derivatives and Quantitative Studies: 선물연구*, 32(2), 116-144.
- Kim, T. (2017). The effect of information asymmetry on dividend payments: from the perspective of pecking order and signaling. *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 34, No. 4, 63-84, doi: 10.22510/kjofm.2017.34.4.003.
- Koh, Y. & Park, S.Y. (2019). Characteristics and performance of the firms voluntarily offering low or No dividend payouts. *Korean Accounting Review*, Vol. 39, No. 5, 1.
- Kok, N., Hoedemaekers, C., Fuchs, M., Cornet, A. D., Ewalds, E., Hom, H., ... & Zegers, M. (2025). The interplay between organizational culture and burnout among ICU professionals: A cross-sectional multicenter study. *Journal of Critical Care*, 85, 154981.
- Kovacs, T., Latif, S., Yuan, X., & Zhang, C. (2025). Climate Adaptation Risk and Capital Structure: Evidence From State Climate Adaptation Plans. *Financial Management*.
- Li, Q., Shi, Z., Xiang, E., & Shi, H. (2024). Environmental investment and tunneling: A substitute for corporate governance. *International Review of Economics & Finance*, 96, 103601.
- Miras-Rodriguez, M.D.M. & Di Pietra, R. (2021). Corporate governance mechanisms as drivers that enhance the credibility and usefulness of CSR disclosure. *Journal of Management and Governance*, Vol. 22, No. 3, 565-588, doi: 10.1007/s10997-018-9411-2.
- Muslu, V., Mutlu, S., Radhakrishnan, S., & Tsang, A. (2022). Corporate social responsibility report narratives and analyst forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, Vol. 154, No. 4, 1119-1142, doi: 10.1007/s10551-016-3429-7.
- Noh, J.-H. (2018). Demand for increased dividends by the national pension service and firm investment efficiency. *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 47 No. 5, 779-821, doi: 10.26845/kjfs.2018.10.47.5.779.
- Omran, M.S.Y., Zaid, M.A.A., & Dwekat, A. (2021). The relationship between integrated reporting and corporate environmental performance: a green trial. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 28, No. 1, 427-445, doi: 10.1002/ csr.2059.

- Wang, H., Wang, L., & Huang, D. (2025). Can corporate social responsibility and corporate governance structure reduce corporate legal risk?. *Finance Research Letters*, 73, 106598.
- Zhu, H. & Chao, Y. (2025). Impact of corporate governance level on enterprise total factor productivity from the perspective of supply chain digitization. *Finance Research Letters*, 73, 106549.