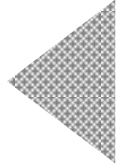


## طراحی مدل مطلوب معماری مالی



امیر تابنده دوست<sup>۱</sup>

اکبر کنعانی<sup>۲</sup>

حیدر محمدزاده ساطه<sup>۳</sup>

یعقوب اقدام مزرعه<sup>۴</sup>

(تاریخ دریافت ۱۴۰۳/۴/۲۲ - تاریخ تصویب ۱۴۰۳/۶/۳)

نوع مقاله: علمی پژوهشی

### چکیده:

معماری مالی شرکت نه تنها کارایی ساختار سرمایه تشکیل شده را از نظر صاحبان آن و همخوانی اهداف آنها با اهداف مدیریت شرکت، بلکه موقعیت آن در بازار را نیز تعیین می کند. سازگاری منافع بین مالکان و مدیران، همسویی اهداف استراتژیک و عملیاتی شرکت و مؤلفه مالی دستیابی به آنها را تعیین می کند. عمومی ترین شکل معماری مالی، بیان الگوهای ساختار ذاتی سیستم، برنامه یا مفهوم کلی مورد استفاده برای ایجاد آن و دستیابی به اهداف استراتژیک

<sup>۱</sup> - دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران.

<sup>۲</sup> - گروه حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران. (نویسنده مسئول): Akbarkanani2000@yahoo.com

<sup>۳</sup> - گروه حسابداری، واحد مرند، دانشگاه آزاد اسلامی، مرند، ایران،

<sup>۴</sup> - گروه حسابداری، واحد صوفیان، دانشگاه آزاد اسلامی، صوفیان، ایران.

این فعالیت‌ها، با در نظر گرفتن ترکیبی از عوامل خارجی و داخلی از ایده شرکت است. از این رو، پژوهش حاضر با هدف طراحی مدل مطلوب معماری مالی انجام شده است. روش پژوهش از نظر هدف، کاربردی بوده و به لحاظ ماهیت تحقیق کمی محسوب می‌گردد. جامعه آماری مشتمل بر کارشناسان بازار سرمایه بوده است و نمونه آماری تحقیق با استفاده از رابطه تعیین حجم نمونه بر اساس نظر «هیر» (۲۰۱۴)، انتخاب و پرسش‌نامه محقق ساخته‌ای بر اساس مصاحبه‌های نیمه ساختاریافته با کمک خبرگان تدوین شد و سپس برای ارزیابی کمی روایی محتوا و جهت اطمینان از اینکه مهم‌ترین و صحیح‌ترین محتوا (ضرورت سؤال) انتخاب شده است، (نسبت روایی محتوا) و برای اطمینان از اینکه سؤالات ابزار به بهترین نحو جهت اندازه‌گیری محتوا طراحی شده، از (شاخص روایی محتوا) استفاده شده است پایایی پرسش‌نامه نیز با استفاده از آلفای کرونباخ بررسی و مقدار کل ۰/۸۹۴. به دست آمد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش‌های تحلیل عاملی تأییدی و مدل معادلات ساختاری به کمک نرم‌افزار *Lisrel* و *Spss* استفاده شد. بررسی مدل پارادایم نشان داد که شرایط علی بر پدیده محوری، شرایط زمینه‌ای، مداخله‌گر و محوری بر راهبردها و راهبردها بر پیامدهای معماری مالی تأثیر مثبت و معنی داری دارند.

## واژه‌های کلیدی: معماری، معماری مالی، ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی.

### ۱. مقدمه

در اواخر قرن بیستم، اجماع گسترده‌ای در اکثر کشورهای توسعه یافته در مورد چگونگی سازماندهی یک سیستم مالی به منظور حمایت از رشد اقتصاد جهانی و در عین حال پایدار نگه داشتن سیستم‌های مربوطه وجود داشت. با آغاز قرن ۲۱ دنیا با بحران‌های مالی بزرگ همراه بود، بحران مالی سال ۲۰۰۸ خسارات زیادی به کل اقتصاد وارد کرد، علاوه بر این ابزارهای بانک‌های جهانی و ناظران برای مقابله موفق با بحران، ناکافی بود. وجود بانک‌های مالی متمرکز و سیستم بانکداری رقابتی مطرح شدند. بازارهای مالی به‌خوبی سازماندهی شده و ناظران مالی برای ارزیابی و ایجاد بسترهای لازم تعیین شدند. اما با وجود اینها، کشورها و شرکت‌ها نیازمند طراحی معماری مالی بودند. بسیاری از شرکت‌ها در راستای پیشرفت و حضور در صحنه رقابتی

تلاش‌هایی در این زمینه انجام دادند ولی کشوری مثل ایران که با بحران دیگری تحت عنوان شرایط تحریمی مواجه می‌باشد، از قافله این مهم عقب مانده است. برای اینکه با تحریم‌ها و شرایط تورمی مقابله کرد بایستی ساختار مالی کشور معماری و مهندسی مجدد گردد. باید این واقعیت را بپذیریم که نظام مالی کشور به تجدید ساختار اساسی (معماری مالی) نیاز دارد. در این راستا استفاده از نظرات خبرگان می‌تواند منجر به ایجاد ساختار تئوریک قوی در تمام ابعاد تئوری‌های مالی و حسابداری خواهد شد تا به تصمیم‌گیرندگان از اطلاعات حسابداری بر اساس تئوری ذینفعان کمک کرد.

از اینرو آنچه تصور می‌شود، معماری مالی فراتر از آن چیزی است که در مطالعات قبلی نشان داده شده است و بستگی به شرایط اقتصادی هر کشوری می‌تواند متفاوت باشد و حتی از هر صنعتی به صنعت دیگر و یا از هر شرکتی به شرکت دیگر با توجه به ویژگی‌های خاص آن‌ها می‌تواند متفاوت باشد. بنابراین در شرایط کنونی ایران که با تحریم‌های شدید مالی و اقتصاد مبتنی بر بحران و رکود فعالیت می‌کند، ضروری و مهم است که در ساختار نظام مالی خود تغییراتی را ایجاد نماید تا مسئولیت مهم پاسخ‌گویی و شفافیت از طریق نظام مالی را به حد اعلا برساند. بحران مالی جهانی ۲۰۰۹-۲۰۰۷ (GFC) و بحران منطقه یورو در سال‌های ۲۰۱۰-۱۲ علاقه به ثبات مالی را در محافل علمی و سیاسی تجدید کرده است. یکی از ابعاد تفکر اقتصادی جدید، مطالعه معماری‌های مالی مختلف و در حال تحول است. سیستم مالی را تصور کنید که در آن مؤسسات مالی به ایجاد رشد و رفاه برای کشورهایی که در آنها فعالیت می‌کنند و برای افراد ساکن در آنها کمک می‌کند. تنها یک سیستم مالی که به خوبی مدیریت شده و در برابر شوک‌ها مقاوم باشد، می‌تواند پایه‌ای محکم برای رشد اقتصادی قوی و پایدار و رونق ناشی از چنین رشدی فراهم کند. شناسایی خطوط ساختار مالی جدید و جستجوی سیاست‌ها و شیوه‌هایی که می‌تواند یک سیستم مالی پایدار و انعطاف‌پذیر ایجاد کند که بتواند به مأموریت مهم خود دست یابد. این همان چیزی است که سیاست‌گذاران سیستم مالی برای دستیابی به آن تلاش می‌کنند: یک سیستم مالی با حاکمیت بهتر و رقابتی‌تر با ساختارهای شرکتی شفاف و ابزارها و بازارهایی که امکان ورود و خروج آسان را فراهم می‌کند. واسطه‌گری مالی که محصولاتی را ارائه می‌دهد که بهتر نیازهای خانوارها و شرکت‌ها را برآورده کنند. بانک‌هایی که دارای سرمایه

و نقدینگی بالاتر، با کیفیت بهتر و پایدار در سطح جهانی هستند که به اندازه کافی ریسک سیستمی را می‌سجد و رفتار وام دهی دوره‌ای را منع می‌کند و مؤسسات (مؤسساتی که از نظر سیستمی مهم هستند) که می‌توانند به موقع با حداقل هزینه یا بدون هزینه برای مالیات دهندگان حل و فصل شوند. بحران مالی جهانی در حال وقوع که "افتخار" بدترین بحران از زمان رکود بزرگ را به خود اختصاص داده است، ما را کیلومترها از چنین دیدگاهی دور کرده است. این امر منجر به جابه‌جایی بی‌سابقه‌ای در بازارهای مالی، با عواقب ناگهانی برای رشد و بیکاری شد و باعث واکنش سریع و قابل توجه بین‌المللی هماهنگ شده بخش عمومی شد. پشت این پاسخ بایستی اذعان داشت که این هزینه‌ها تا حدی به دلیل ضعف‌ها یا شکاف‌های سیستمی در ساختار نظارتی و تا حدودی به دلیل شکست ناظران در مهار ریسک‌پذیری بیش از حد بخش خصوصی تحمیل شده‌اند. بحران جهانی این شکاف‌ها را در معماری مالی بسیار نمایان کرده است. در پاسخ به این حجم از پیچیدگی‌ها برخی از محققان از جمله ایواشکوفسکایا و استوانووا<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، کورووا و استپانووا<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) و ایواشکوفسکایا و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۳)، نیاز به معماری مالی را ضروری دانستند. آنها معماری مالی را بر اساس نظر مایرز (۲۰۰۱)، شامل ساختار مالکیت، ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و فرآیندهای هیئت‌مدیره دانستند. در همین راستا پژوهش حاضر سعی دارد با پرداختن به این مهم، مدل مطلوب معماری مالی در شرایط محیطی ایران را مطرح کند.

## ۲. مبانی نظری

### ۲-۱- مبانی نظری مرتبط با معماری مالی:

حرکت و اقدام سیاست‌گذاران مالی به دنیای مفید بودن در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی، مستلزم تغییرات در سیستم مالی کنونی می‌باشد. این امر پیش از هر چیز مستلزم پرداختن به ناکامی‌های بازار است که بذر بحران را کاشته‌است. مشکل اصلی؛ عامل ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی،

<sup>۱</sup>- Ivashkovskaya and Stevanova

<sup>۲</sup>- Kokoreva and Stepanov

<sup>۳</sup>- Ivashkovskaya et al

عوامل خارجی که نهادهای فردی بر دیگران تحمیل می‌کنند و نشاط غیرمنطقی که تأثیر چرخه‌های اقتصادی را تقویت می‌کند، فرا می‌خواند. مقررات سخت‌گیرانه‌تر برای درونی کردن اثرات جانبی منفی ناشی از خطراتی که شرکت‌ها متحمل می‌شوند. نظارت بهتر برای اجرای مؤثر آن مقررات؛ شفافیت و افشای بیشتر هم برای رسیدگی به شکاف‌های اطلاعاتی و هم همراه با «پوست در بازی» (به‌عنوان مثال، از طریق روش‌های جبران خسارت و تقسیم ضرر در صورت شکست)، برای تقویت نظم و انضباط بازار و محدود کردن انگیزه‌های ریسک‌پذیری. سیاست‌های کلان احتیاطی بهتر و شبکه‌های ایمنی مؤثر برای کاهش تأثیر نوسانات و شکست‌ها بر بقیه سیستم مالی به‌طوری که هیچ مؤسسه‌ای به‌عنوان TITF تلقی نشود و اصلاحات برای ایجاد زیرساختی که بتواند با مؤسسات بزرگ، پیچیده و به‌هم‌پیوسته کنار بیاید، به‌طوری که سیستم مالی همچنان بتواند در مواقعی که برخی از بخش‌های آن مشکل دارد، وظایف اساسی خود را انجام دهد. اصلاحات مهمی در این راستا در سطح بین‌المللی و داخلی در حال انجام است و صندوق بین‌المللی پول در مذاکرات شرکت کرده است. اصلاحات بر اقدامات احتیاطی خرد متمرکز شده است که هدف آنها کاهش احتمال یا هزینه شکست از طریق انعطاف‌پذیری بیشتر مؤسسات مالی و یا اجازه دادن به آنها برای شکست منظم در صورت استرس شدید است. آنها همچنین بر روی سیاست‌هایی با هدف تقویت انعطاف‌پذیری سیستم مالی کلی از طریق کاهش ریسک‌های ناشی از مؤسسات مالی مهم سیستمی (SIFI) و چرخه‌ای بودن تمرکز کرده‌اند. فصل‌های این جلد، کار انجام شده در صندوق بین‌المللی پول در مورد پیشنهادها و اصلاحی مختلف برای رسیدگی به برخی از مسائل کلیدی را تشریح می‌کند.

معماری مالی شرکت نه تنها کارایی ساختار سرمایه تشکیل شده را از نظر صاحبان آن و همخوانی اهداف آنها با اهداف مدیریت شرکت، بلکه موقعیت آن در بازار را نیز تعیین می‌کند. سازگاری منافع بین مالکان و مدیران، همسویی اهداف استراتژیک و عملیاتی شرکت و مؤلفه مالی دستیابی به آنها را تعیین می‌کند. بنابراین، نیاز به یافتن روش‌هایی برای ارزش‌گذاری معماری مالی وجود دارد که نه تنها کیفیت معماری شکل گرفته را ارزیابی کند، بلکه تعیین کند که چگونه تغییرات در اجزای آن موقعیت شرکت را در بازار تغییر می‌دهد. اولین کسی که به‌لحاظ نظری وجود روابط بین ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی را اثبات کرد و توجه را به آن

جلب کرد و اصطلاح «معماری مالی شرکت» را معرفی کرد، مایرز<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) بود. به گفته وی، "معماری مالی به معنای کل طراحی مالی کسب و کار، از جمله مالکیت (به عنوان مثال، متمرکز در مقابل پراکنده)، شکل قانونی سازمان (به عنوان مثال، شرکت در مقابل مشارکت با عمر محدود)، مشوقها، تأمین مالی و تخصیص میزان ریسک است". با توجه به اینکه مایرز بر اساس داده‌های شرکت‌های ایالات متحده و بریتانیا تحقیقی انجام داد، کاسیمن و انگلن<sup>۲</sup> (۲۰۰۲) بر اساس کار او معماری مالی بهینه را برای شرکت‌های به اصطلاح «اقتصاد جدید» در کشورهای با درآمد بالا OECD<sup>۳</sup> به کشورهای در حال توسعه تحلیل کردند. مارگاریت و پسلاکی<sup>۴</sup> (۲۰۱۰)، تحقیقات مشابهی را برای شرکت‌های تولیدی فرانسوی انجام دادند.

اصطلاح "معماری مالی شرکت" توسط بارکلی و اسمیت<sup>۵</sup> (۱۹۹۷) استفاده می‌شود. اما بیشتر به اهرم مالی و تأثیر آن در شکل‌گیری بلوغ شرکت توجه داشتند. چنین مطالعاتی کاملاً مرتبط با تحقیقات ماتئوس و تیررا<sup>۶</sup> (۲۰۱۳) می‌باشد، اما آنها کاملاً محدود هستند و اجازه تصمیم‌گیری سیستماتیک را نمی‌دهند که نه تنها مؤلفه صرفاً مالی بلکه منافع مالکان و مدیران را نیز در نظر می‌گیرد. تاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۹)، رابطه بین مالکیت شرکتی داخلی و خارجی و ساختار سرمایه شرکت‌های فهرست شده رومانیایی (بر اساس نسبت بدهی، نسبت بدهی کوتاه‌مدت و نسبت بدهی بلندمدت در کل دارایی‌ها) را تحلیل کرده است. مشخص شده است که شرکت‌های دارای مالکیت خارجی بیشتر از سیاست بدهی کوتاه‌مدت استفاده می‌کنند، در حالی که سهامداران شرکت‌های محلی تأثیر منفی بر بدهی کوتاه‌مدت شرکت‌های وابسته دارند. ناید و زونکه<sup>۸</sup> (۲۰۱۹)، رابطه بین انتخاب ساختار سرمایه و بقا و رشد شرکت‌های کوچک، متوسط و خرد را در زمینه آفریقای جنوبی بررسی کردند و دریافتند که ساختار سرمایه تأثیر قابل توجهی بر گزارش بقای کوچک،

<sup>۱</sup> -Myers

<sup>۲</sup> -Cassimon and Engelen

<sup>۳</sup> -Organisation for Economic Co-operation and Development

<sup>۴</sup> -Margaritis and Psillaki

<sup>۵</sup> -Barclay and Smith

<sup>۶</sup> -Mateus and Terra

<sup>۷</sup> -Taran

<sup>۸</sup> -Nyide and Zuncke

متوسط و خرد دارد. همچنین، مشخص شد که شرکت‌ها و در عین حال، بدهی و تأمین مالی خارجی بر رشد شرکت تأثیری نداشته‌است. مطالعات چرنیگوچ و مرامور<sup>۱</sup> (۲۰۰۹)، نشان دادند کشورهای که در آن‌ها تغییری در سیستم‌های اقتصادی صورت گرفته و در آن‌ها فقط فرهنگ حاکمیت شرکتی شکل گرفته است، در مقایسه با کشورهای دارای اقتصادهای بازار بالغ در شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت تحت تأثیر عوامل دیگری مانند اندازه دارایی شرکت و افزایش سودآوری شرکت قرار می‌گیرد و تحت تأثیر ساختار سرمایه و اندازه حقوق صاحبان سهام شرکت قرار نمی‌گیرد.

## ۲-۲- مبانی نظری مرتبط با ساختار یا ترکیب مالکیت:

ترکیب سهامداران شرکت‌های مختلف، متفاوت است. بخشی از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران جزء و اشخاص حقیقی قرار دارد. این گروه برای نظارت بر عملکرد مدیران شرکت عمدتاً به اطلاعات در دسترس عمومی همانند صورت‌های مالی منتشره اتکا می‌کنند این در حالی است که بخش دیگری از مالکیت شرکت‌ها در اختیار سهامداران حرفه‌ای عمده قرار دارد که برخلاف گروه سهامداران نوع اول اطلاعات داخلی با ارزشی درباره چشم اندازه‌ای آتی و راهبردهای تجاری و سرمایه‌گذاری‌های بلند مدت از طریق ارتباط مستقیم با مدیران شرکت در اختیار ایشان قرار می‌گیرد (مراد زاده فرد و همکاران، ۱۳۸۸).

### ۲-۲-۱. تئوری ترکیب مالکیت:

باید توجه داشت که تأثیر ترکیب مالکیت بر عملکرد و بازده شرکت‌ها موضوعی پیچیده و چند بعدی است. به همین دلیل انواع تعارض و تضاد منافع بین اشخاص و گروه‌ها را می‌توان انتظار داشت که از جمله آنها می‌توان به تضاد منافع بین مالکان و مدیران، سهامداران و طلبکاران، سهامداران حقیقی و حقوقی، سهامداران درونی و بیرونی و غیره اشاره نمود. با وجود این، یکی از مهمترین ابعاد تئوری نمایندگی به ناهمگرایی منافع بین مدیران و سهامداران مربوط می‌شود که موضوع اصلی اکثر تحقیقات در این زمینه را تشکیل می‌دهد. به اعتقاد صاحب‌نظران، سهامداران

<sup>۱</sup> Črnigoj and Mramor

همواره باید نظارت مؤثر و دقیقی را بر مدیریت اعمال نمایند و همواره تلاش کنند تا از ایجاد مغایرت در اهداف و بروز انحراف در تلاش‌های مدیران جلوگیری شود. البته در هر صورت سهامداران با انتخاب مدیران و تفویض قدرت تصمیم‌گیری به آنان تحت شرایطی ممکن است در موضع انفعال قرار داشته‌باشند که شدت و ضعف آن بستگی زیادی به عملکرد، صحت و دقت تصمیمات سهامداران دیگر خواهد داشت (آخوندی، احمد، ۱۳۹۰).

### ۲-۲-۲. مؤلفه‌های ترکیب مالکیت

ترکیب مالکیت در اشکال متفاوت و طبقه‌بندی‌های گوناگون وجود دارد. در این تحقیق ترکیب مالکیت به چهار مؤلفه مالکیت نهادی، مالکیت مدیریتی، مالکیت دولتی و تمرکز مالکیت، طبقه‌بندی شده‌است که در زیر هر یک به تفصیل شرح می‌گردند.

#### - مالکیت نهادی:

منظور از مالکان نهادی، سهامداران حقوقی می‌باشند که واسطه بین افراد و شرکت‌ها بوده و از طرف افراد اقدام به تهیه پرتفوی سهام می‌نمایند مانند بانک‌ها، بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و نهادهای انتقالی که از طریق درصد کل سهام تملک شده به‌وسیله سهامداران نهادی به کل سهام سرمایه محاسبه می‌شود.

عموماً این گونه تصور می‌شود که حضور سرمایه‌گذاران ممکن است به تغییر رفتار شرکت‌ها منجر شود. این امر از فعالیت‌های نظارتی که این سرمایه‌گذاران انجام می‌دهند نشئت می‌گیرد (بوشه، ۱۹۹۸).

یکی از گروه‌های اصلی استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی سهامداران می‌باشند در این میان سرمایه‌گذاران نهادی با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردار بوده و می‌توانند رویه‌های آنها را تحت تأثیر قرار دهند. (ولوری و جنکینز، ۲۰۰۶)

در دهه‌های اخیر سهام تحت تملک سرمایه‌گذاران نهادی به‌طور چشمگیری افزایش یافته‌است. منظور از سرمایه‌گذاران نهادی همان طور که گفته شد شرکت‌های بیمه، صندوق‌های سرمایه

<sup>۱</sup> -Bushee

<sup>۲</sup> -Velury & Jenkinz



گذاری، مؤسسات مالی، بانک‌ها و شرکت‌های سهامی است که در سایر شرکت‌های سهامی عام سرمایه‌گذاری می‌کنند از این رو سرمایه‌گذاران نهادی بزرگ‌ترین گروه سهامداران شرکت‌های سهامی عام شده‌اند. طبق تئوری نمایندگی «مالکان نهادی» ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان نهادی نه تنها انگیزه بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند (نمازی و همکاران، ۱۳۸۸).

#### - مالکیت مدیریتی:

میولر و اسپیتز<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) مالکیت مدیریتی را سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره تعریف کرده‌اند. در این تحقیق مالکیت مدیریتی به‌عنوان درصد سهام نگهداری شده توسط اعضای هیئت مدیره محاسبه می‌شود.

در میان سهامداران درونی آنچه مورد توجه کارشناسان و از نکات چالش‌برانگیز در مبحث حاکمیت شرکتی است عمدتاً سهم مدیران از مالکیت شرکت است. زیرا این گروه از یک سوء به اطلاعات درونی و اخبار پنهانی شرکت دسترسی دارند و از سوی دیگر از قدرت تصمیم‌گیری برخوردارند. به همین دلیل حساسیت اصلی در رابطه با مالکیت افراد داخل سازمان، اغلب بیش از سایر کارکنان، معطوف به مدیران رده‌های مختلف می‌باشد؛ اگرچه لاقلاً بخشی از کارکنان هر شرکت در زمره دارندگان اطلاعات پنهانی قرار دارند و رفتارهای معاملاتی آنها نیز باید به‌دقت مورد توجه دست‌اندرکاران و فعالان بازار قرار گیرد. در این رابطه مطالعه‌ای که در ژاپن صورت گرفته بیانگر این بوده است که در کل، افزایش مالکیت سهامداران داخلی موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و سهامداران می‌شود و مالکیت اعضای هیأت مدیره بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت دارد. به‌عبارت دیگر، برخلاف ایالات متحده، عملکرد شرکت‌های ژاپنی به موازات افزایش مالکیت مدیران افزایش می‌یابد (پوشنر<sup>۲</sup>، ۱۹۹۳).

<sup>۱</sup> -Mueller & Spitz

<sup>۲</sup> -Pushner

### - مالکیت دولتی:

مالکیت دولتی یعنی اینکه دولت به واسطه یک سازمان دولتی یا یک شرکت دولتی مالک بیش از ۵۰ درصد سهام شرکت باشد (طالب نیا و صدیقی کمال، ۱۳۹۴).

### - تمرکز مالکیت:

کنترل مطلق سهامداران عمده بر اداره امور شرکت را تمرکز مالکیت گویند. در این تحقیق، تمرکز مالکیت با استفاده از شاخص هرفیندال- هیرشمن و برای درصد مالکیت بزرگ تر و مساوی ۵ درصد اندازه گیری می شود. هر اندازه که این شاخص بیشتر باشد، بیانگر تمرکز بیشتر و حضور تعداد اندکی سهام دار عمده در ساختار مالکیت شرکت است و برعکس. دلیل انتخاب ۵ درصد نیز این است که برخی از شرکت های مورد بررسی، میزان مالکیت کمتر از ۵ درصد را در گزارش های مالی خود افشا نکرده اند.

### ۲-۳- مبانی نظری مرتبط با حاکمیت شرکتی:

#### ۱-۲-۳. حاکمیت شرکتی:

در عصر ارتباطات امروز، با گسترش سریع استفاده از اینترنت، بسیار مهم است که همه افراد به هر اطلاعات دلخواه برسند. با توجه به این وضعیت، مفهوم حاکمیت شرکتی ظهور کرده است (ایسون، ۲۰۰۵). مفهوم حاکمیت شرکتی معادل فارسی "Corporate Governance" در انگلیسی است. کلمه "حکمرانی" به معنای کنترل و چرخش است. در ادبیات تجارت و اقتصاد ایران، از مفهوم "حاکمیت شرکتی" به عنوان معادل فارسی مفهوم حاکمیت شرکتی یا حاکمیت راهبردی استفاده شده است. عبارت "حاکمیت" شامل وظایف کنترل و هدایت است که به طور طبیعی در واحدهای دولتی، خصوصی صورت می گیرد. کلمه "شرکت" نشان می دهد که حاکمیت به شرکت ها اشاره دارد. حاکمیت شرکتی از اصل تفکیک مالکیت پیروی می کند. به طوری که در حاکمیت شرکتی، مالکیت، مدیریت و کنترل از یکدیگر جدا شده اند. در حاکمیت شرکتی، شرکت طبق قوانین خاص اداره می شود و مدیران را موظف به رعایت قوانین مربوطه می کند.

از اینرو سرمایه گذاران و ذینفعان مجموعه از اداره شرکت توسط مدیریت طبق ضوابط و قوانین اطمینان حاصل نموده و نسبت به گزارش های مالی و عمدتاً سود گزارش شده توسط شرکت اطمینان کسب می کنند. که نتیجه آن جذب سرمایه گذار و افزایش سرمایه گذاری و پشت بند آن

افزایش ارزش واحد اقتصادی را به دنبال دارد. سازمان همکاری اقتصادی و توسعه که ابتدا مفهوم حاکمیت شرکتی را به محافل اقتصادی بین المللی ارائه داد. حاکمیت شرکتی را به عنوان "سیستمی شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت یک شرکت، هیأت مدیره آن، سهامداران و سایر سهامداران" تعریف می‌کند (OECD ۲۰۰۴). در سال ۲۰۰۴ فدراسیون بین المللی حسابداران حاکمیت شرکتی را چنین تعریف کرده است: حاکمیت شرکتی عبارت است از تعدادی از مسئولیت‌ها و شیوه‌های به کار برده شده توسط هیأت مدیره و مدیران موظف با هدف مشخص کردن مسیر استراتژیک که تضمین کننده دستیابی به هدف‌ها، کنترل ریسک‌ها و مصرف مسئولانه منابع باشد. حاکمیت شرکتی قوانین، مقررات، ساختارها، فرایندها، فرهنگ‌ها و سیستمهایی است که موجب دستیابی به هدف‌های پاسخگویی، شفافیت، عدالت و رعایت حقوق ذینفعان می‌شود (حساس یگانه، یحیی، ۱۳۸۴).

### ۲-۲-۳. اهداف حاکمیت شرکتی:

طبق دستورالعمل حاکمیت شرکتی، هدف از اصول حاکمیت شرکتی، کمک به خط مشی گذاران در ارزیابی و بهبود چارچوب قانونی، مقرراتی و نهادی برای حاکمیت شرکتی با هدف حمایت از اثربخشی، کارایی، رشد پایدار و ثبات مالی شرکت است. هدف نهایی راهبری شرکت‌ها دستیابی به چهار مورد زیر در شرکت‌ها است:

۱- پاسخ‌گری

۲- شفافیت

۳- عدالت (انصاف)

۳- رعایت حقوق کلیه گروه‌های ذینفع (حساس یگانه ۱۳۸۴).

مطالعات مختلفی در این زمینه در خارج و داخل کشور انجام شده که به چند مورد آن اشاره می‌کنیم:

- نایده و زان چه (۲۰۱۹)، در بررسی رابطه بین انتخاب سرمایه با بقا و رشد شرکت‌های کوچک و متوسط و خرد در آفریقای جنوبی دریافتند که ساختار سرمایه تأثیر قابل توجهی بر گزارش بقای شرکت‌ها داشته است و در عین حال مشخص شد که تأمین مالی از طریق بدهی و سهام خارجی بر رشد شرکت تأثیری نداشته است.

- شوهاداک و همکاران (۲۰۱۹)، در بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی خوب و معماری مالی بر بازده سهام، عملکرد مالی و ارزش شرکت به این نتیجه دست یافتند که حاکمیت شرکتی خوب با بازده سهام رابطه منفی دارد. در حالی که معماری مالی با بازده سهام، عملکرد مالی و ارزش شرکت ارتباط مستقیم دارد.

- بهاج (۱۴۰۰)، در بررسی تأثیر معماری مالی بر ارزش شرکت با تأکید بر نقش عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به این نتیجه رسید که ساختار مالکیت بر ارزش شرکت تأثیر دارد. همچنین حاکمیت شرکتی تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد. وجود بدهی‌های بالا در ساختار سرمایه با ارزش شرکت رابطه معکوس دارد. عملکرد مالی به‌عنوان یک معیار تعدیل‌کننده مناسب بر رابطه بین معماری مالی و ارزش شرکت است. در حقیق عملکرد مالی می‌تواند روابط بین ساختار مالکیت با ارزش شرکت و همچنین رابطه حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت را تعدیل کند.

- قادری و همکاران (۱۳۹۸)، در پژوهشی با عنوان ارائه مدلی برای بقای شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران (برازش مدل پوتانگ) به این نتیجه دست یافتند که بقای شرکت‌ها تحت تأثیر پذیرش ذینفعان برجسته قرار می‌گیرد. به عبارتی دیگر به رسمیت شناختن نقش آشکار سهامداران، مسئولیت نسبت به رفاه جامعه و مسئولیت‌های اخلاقی موجب افزایش بقای شرکت‌ها می‌شود. همچنین پایداری حسابداری (آگاهی اخلاق حسابداری، فعالیت‌های داوطلبانه حسابداری، شفافیت طرز تفکر حسابداری، افشای سرمایه انسانی و گزارشگری مسئولیت اجتماعی) بر ارزش بازار مطلوب، تعهدات انگیزشی کارکنان و پذیرش ذینفعان برجسته تأثیر معناداری دارد.

## ۲. هدف کلی پژوهش:

- طراحی مدل مطلوب معماری مالی در شرایط محیطی ایران.

### ۲-۲- اهداف فرعی پژوهش:

- شناسایی و تعیین شرایط علی معماری مالی در شرایط محیطی ایران.
- شناسایی و تعیین بستر و زمینه معماری مالی در شرایط محیطی ایران.
- شناسایی و تعیین شرایط مداخله‌گر معماری مالی در شرایط محیطی ایران.
- شناسایی و تعیین استراتژی‌های معماری مالی در شرایط محیطی ایران.

- شناسایی و تعیین پیامدهای معماری مالی در شرایط محیطی ایران.
- شناسایی و تعیین پدیده محوری معماری مالی در شرایط محیطی ایران.

### ۳. روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش کمی از نوع پیمایشی می‌باشد، بر همین اساس روش پژوهش در بخش کمی توصیفی - همبستگی می‌باشد. جامعه آماری این تحقیق شامل کارشناسان بازار سرمایه می‌باشد. که پرسشنامه‌های تحقیق در بخش کمی در اختیار آنان قرار گرفته است. روش نمونه‌گیری نیز تصادفی ساده می‌باشد که شانس برابر برای هر یک از افراد نمونه از ویژگی‌های این روش می‌باشد. ابزار تحقیق پرسش‌نامه محقق ساخته با احتساب روایی و پایایی آن می‌باشد. به منظور بررسی روایی در این تحقیق از روایی محتوا استفاده شده است. روایی محتوا به طور معمول در پاسخ به سوالاتی چون:

- آیا ابزار طراحی شده همه جنبه‌های مهم و اصلی مفهوم مورد اندازه‌گیری را شامل می‌شود؟
- آیا سازه‌های ابزار همان چیزی را که باید بررسی می‌کند؟
- آیا اجزا و کلیت ابزار قابل پذیرش متخصصان ذیربط می‌باشد؟

در این تحقیق پس از جمع‌آوری نظرات متخصصین، تغییرات لازم در ابزار مورد توجه قرار گرفت، سپس برای ارزیابی کمی روایی محتوا و جهت اطمینان از اینکه مهم‌ترین و صحیح‌ترین محتوا (ضرورت سؤال) انتخاب شده است، (نسبت روایی محتوا) و برای اطمینان از اینکه سؤالات ابزار به بهترین نحو جهت اندازه‌گیری محتوا طراحی شده، از (شاخص روایی محتوا) استفاده شده است. به منظور بررسی پایایی پرسش‌نامه نیز از ضریب آلفا کرونباخ استفاده شده است. روش تجزیه و تحلیل داده‌ها در این پژوهش، از روش‌های آمارهای توصیفی نظیر میانگین، انحراف معیار، جداول و نمودارهای جهت بررسی وضعیت توصیفی متغیرهای پژوهش استفاده شده است.

- از روش تحلیل عاملی تأییدی جهت تأیید عامل‌های استخراج شده استفاده گردیده است.
- از مدل معادلات ساختاری جهت آزمون مدل اصلی و بررسی نقش معماری مالی در

پیامدهای معماری مالی استفاده گردیده است.

#### ۴. نتایج و تجزیه و تحلیل یافته‌ها

##### -تحلیل عاملی اکتشافی

##### -شناخت امکان انجام تحلیل عاملی بر روی داده‌ها:

برای اینکه پی ببریم آیا می‌توان داده‌های مربوطه را به چندین عامل تقلیل دهیم یا خیر از دو آزمون زیر استفاده می‌کنیم:

##### -شاخص کفایت نمونه‌گیری کیزر-میر-اولین و آزمون کرویت بارتلت:

آزمون کفایت نمونه‌گیری که با علامت اختصاری KMO مشخص شده، اولین هدف تحلیل عاملی را برآورده می‌کند. یعنی این آزمون مشخص می‌کند که آیا واریانس متغیرهای تحقیق تحت تأثیر واریانس مشترک برخی عامل‌های پنهانی و اساسی هست یا خیر؟

مقدار این آزمون بین (۰) تا (۱) نوسان دارد. به طوری که می‌توان سه طیف برای این نوسان تعریف کرد و در هر مورد، تصمیم به انجام یا عدم انجام تحلیل عاملی گرفت:

۱- مقدار  $0/49$  و پایین‌تر: در این صورت انجام تحلیل عاملی پیشنهاد نمی‌شود

۲- مقدار  $0/5$  تا  $0/69$ : در این صورت، انجام تحلیل عاملی در صورت اصلاحات داده‌ها

پیشنهاد می‌شود، یعنی می‌توان با انجام اصلاحاتی، تناسب داده‌ها را برای انجام تحلیل

عاملی بیشتر کرد و مقدار KMO را به بالاتر از  $0/7$  افزایش داد.

۳- مقدار  $0/7$  و بالاتر: در این صورت، انجام تحلیل عاملی پیشنهاد می‌شود.

آزمون بارتلت درصدد برآوردن هدف دوم تحلیل عاملی می‌باشد. یعنی این آزمون به ما کمک می‌کند تا پس از فراهم بودن امکان تقلیل داده‌ها به یک سری عامل‌های پنهانی، بتوانیم ساختار جدیدی را بر اساس همبستگی بین متغیرها و عامل‌ها و معنای انضمام آن‌ها کشف کنیم. با توجه به سطح معناداری این آزمون دو حالت به وجود می‌آید:

۱) حالت اول: موقعی که مقدار آزمون بارتلت در سطح خطای  $0/05$  معنی‌دار نباشد. در

این حالت، ارتباط معنی‌داری بین متغیرها وجود نداشته و امکان کشف ساختار جدید

از داده‌ها ممکن نیست. برای خطای بالاتر از  $0/1$  انجام تحلیل عاملی اشتباه است.

۲) - حالت دوم: موقعی که مقدار آزمون بارتلت در سطح خطای  $0/05$  معنی‌دار باشد. در این

حالت، ارتباط معنی داری بین متغیرها وجود داشته و امکان کشف ساختار جدید از داده‌ها ممکن می‌باشد.

در تحلیل عاملی از روش مؤلفه‌های اصلی<sup>۱</sup> برای استخراج عامل‌ها استفاده شده‌است. همان طور که در جدول ۴-۹ مشاهده می‌شود شاخص کفایت نمونه‌گیری کیزر-میر-اولکین<sup>۲</sup> ۰.۹۱۱ به دست آمده است که نشان دهنده آن است که داده‌های تحقیق قابل تقلیل به تعدادی عامل‌های زیربنایی و بنیادی می‌باشد و حجم نمونه نیز در حد کفایت است. همچنین، نتیجه آزمون بارتلت (۵۷۱۳) که در سطح خطای ۰.۰۱ معنی دار است، نشان می‌دهد که بین شاخص‌های داخل عامل همبستگی خوبی وجود دارد.

جدول شماره ۱: شاخص کفایت نمونه‌گیری و ضریب بارتلت

مقدار	شاخص
۹۱۱.	شاخص کفایت نمونه‌گیری کیزر-میر-اولکین (KMO)
۵۳۵.۵۷۱۳	آزمون بارتلت
۹۹۰	درجه آزادی
۰۰۰.	سطح معناداری

منبع: خروجی نرم‌افزار

### -شناخت سهم مجموعه عامل‌ها در تبیین واریانس هر شاخص:

علت استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی: به منظور اطمینان از درستی دسته‌بندی شاخص‌ها در تحلیل تماتیک، به کمک روش تحلیل عاملی اکتشافی به صورت آماری ابتدا عامل‌ها شناسایی می‌شوند سپس عامل‌ها با توجه به ماهیت متغیرهایی که در آن قرار گرفته است نام‌گذاری می‌شوند. در جدول خروجی بعدی که با عنوان اشتراکات<sup>۳</sup> مشخص شده، بیانگر دو نکته است:

۱) ستون اول با عنوان (اولیه) نشان‌دهنده مقدار کل واریانس هر متغیر می‌باشد که مجموعه عوامل می‌توانند (نه اینکه توانسته‌اند) آن را تبیین کنند. بنابراین، از آنجا که

<sup>۱</sup> - Principle Components

<sup>۲</sup> -Kaiser-Meyer-Olkin

<sup>۳</sup> -Commonalities

عامل‌ها می‌توانند کلیه واریانس‌های یک متغیر (۱۰۰ درصد) را تبیین کنند، در جدول ملاحظه می‌کنیم که مقدار این واریانس برای تمامی شاخص‌ها (متغیرها) برابر با عدد (۱) است.

(۲) ستون دوم با عنوان (استخراج) نشان‌دهنده مقداری از واریانس هر متغیر است که مجموعه عوامل مورد نظر توانسته‌اند (نه اینکه می‌توانند) آن را تبیین کنند. مقدار این واریانس از (۰) تا (۱) نوسان دارد. هر چه مقادیر به یک نزدیک‌تر باشند، بهتر است و مقادیر کوچک‌تر هر متغیر نشان از آن دارد که متغیر مورد نظر به اندازه کافی برای تحلیل عاملی مناسب نیست و بنابراین، باید از تحلیل خارج شود. به‌عنوان یک قاعده کلی، متغیرهایی را که عامل‌ها نتوانسته‌اند بالاتر از  $0/5$  (یا  $50$  درصد) از تغییرات آن‌ها را تبیین کنند، تعدیل یا از مجموعه متغیرها حذف می‌کنیم تا بعداً در انتخاب و دسته‌بندی عامل‌ها مشکلی ایجاد نکند.

در این پژوهش، با استناد به نتایج ستون دوم جدول زیر با عنوان (استخراج) می‌توان پی برد که مجموع عامل‌های استخراج‌شده توانسته‌اند به چه میزان تغییرات هر شاخص را تبیین کنند.

جدول شماره ۲: میزان اشتراکات هر متغیر

شاخص	اولیه	استخراجی	شاخص	اولیه	استخراجی
۱Q	۰۰۰.۱	۵۲۶.	۲۴Q	۰۰۰.۱	۵۹۵.
۲Q	۰۰۰.۱	۵۱۲.	۲۵Q	۰۰۰.۱	۴۹۷.
۳Q	۰۰۰.۱	۵۷۵.	۲۶Q	۰۰۰.۱	۵۲۱.
۴Q	۰۰۰.۱	۶۰۴.	۲۷Q	۰۰۰.۱	۴۹۸.
۵Q	۰۰۰.۱	۵۴۴.	۲۸Q	۰۰۰.۱	۴۶۱.
۶Q	۰۰۰.۱	۵۰۰.	۲۹Q	۰۰۰.۱	۵۰۶.
۷Q	۰۰۰.۱	۶۶۰.	۳۰Q	۰۰۰.۱	۶۴۲.
۸Q	۰۰۰.۱	۵۳۹.	۳۱Q	۰۰۰.۱	۶۱۲.
۹Q	۰۰۰.۱	۶۲۸.	۳۲Q	۰۰۰.۱	۶۸۱.
۱۰Q	۰۰۰.۱	۵۰۰.	۳۳Q	۰۰۰.۱	۵۴۲.
۱۱Q	۰۰۰.۱	۴۹۷.	۳۴Q	۰۰۰.۱	۵۰۹.
۱۲Q	۰۰۰.۱	۴۴۴.	۳۵Q	۰۰۰.۱	۴۹۸.
۱۳Q	۰۰۰.۱	۵۴۴.	۳۶Q	۰۰۰.۱	۵۱۴.



۴۸۰.	۰۰۰.۱	۳۷Q	۵۴۴.	۰۰۰.۱	۱۴Q
۶۴۶.	۰۰۰.۱	۳۸Q	۵۴۶.	۰۰۰.۱	۱۵Q
۵۲۸.	۰۰۰.۱	۳۹Q	۶۲۰.	۰۰۰.۱	۱۶Q
۴۹۲.	۰۰۰.۱	۴۰Q	۵۸۲.	۰۰۰.۱	۱۷Q
۵۴۹.	۰۰۰.۱	۴۱Q	۵۱۱.	۰۰۰.۱	۱۸Q
۵۹۶.	۰۰۰.۱	۴۲Q	۵۱۰.	۰۰۰.۱	۱۹Q
۵۲۳.	۰۰۰.۱	۴۳Q	۶۱۶.	۰۰۰.۱	۲۰Q
۶۸۷.	۰۰۰.۱	۴۴Q	۶۰۸.	۰۰۰.۱	۲۱Q
۵۵۹.	۰۰۰.۱	۴۵Q	۴۵۰.	۰۰۰.۱	۲۲Q
			۵۱۷.	۰۰۰.۱	۲۳Q

منبع: خروجی نرم افزار

در جدول شماره ۳ مجموعه مقادیر عامل‌های استخراج شده بعد از چرخش آورده شده است مربوط به مقادیر ویژه است و تعیین کننده عامل‌هایی است که در تحلیل باقی می ماند (عامل‌هایی که دارای مقدار ویژه کمتر از ۱ هستند از تحلیل خارج می شوند). عوامل خارج شده از تحلیل، عواملی هستند که حضور آن‌ها باعث تبیین بیشتر واریانس نمی شود. نتایج نشان می دهد ۱۱ عامل دارای مقدار ویژه بزرگ تر از ۱ هستند و در تحلیل باقی می ماند. به عبارت دیگر شاخص‌های پرسشنامه تحت تأثیر ۱۴ عامل زیربنایی قرار دارد. این ۱۱ عامل می توانند بیش از ۵۴ درصد از تغییر پذیری (واریانس) متغیرها را توضیح دهند.

جدول شماره ۳: تعداد عامل‌ها و کل واریانس‌های استخراج شده

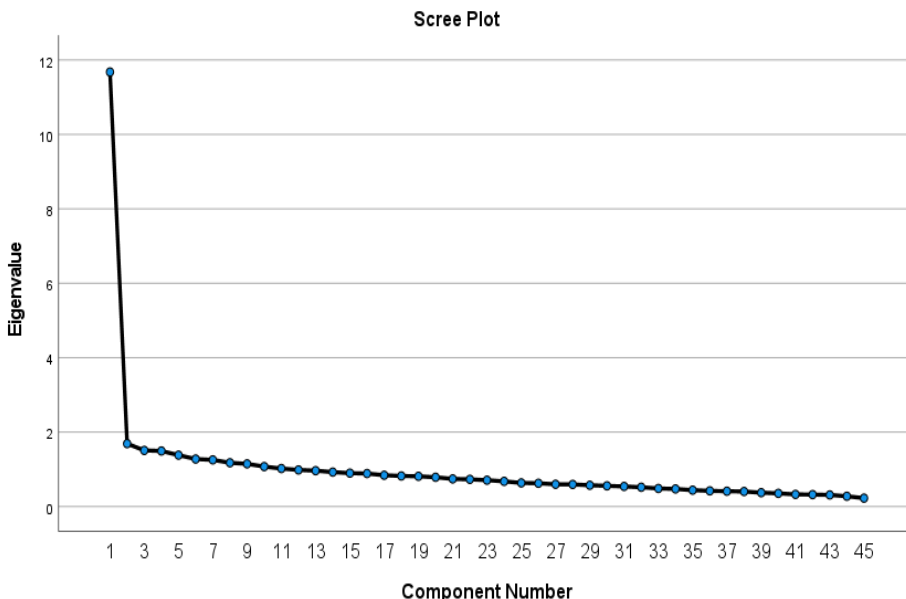
مجموعه مقادیر عامل‌های استخراج شده بعد از چرخش			مقادیر ویژه اولیه			عامل‌ها
درصد تجمعی	درصد واریانس	مقادیر ویژه	درصد تجمعی	درصد واریانس	مقادیر ویژه	
۱۸۶.۶	۱۸۶.۶	۷۸۴.۲	۹۵۲.۲۵	۹۵۲.۲۵	۶۷۹.۱۱	۱
۳۶۷.۱۲	۱۸۱.۶	۷۸۱.۲	۷۱۰.۲۹	۷۵۸.۳	۶۹۱.۱	۲
۳۳۵.۱۸	۹۶۸.۵	۶۸۶.۲	۰۶۵.۳۳	۳۵۴.۳	۵۰۹.۱	۳
۰۱۰.۲۴	۶۷۵.۵	۵۵۴.۲	۳۸۶.۳۶	۳۲۱.۳	۴۹۴.۱	۴

۶۴۸.۲۹	۶۳۸.۵	۵۳۷.۲	۴۵۸.۳۹	۰۷۲.۳	۳۸۳.۱	۵
۴۴۵.۳۴	۷۹۷.۴	۱۵۹.۲	۲۹۷.۴۲	۸۴۰.۲	۲۷۸.۱	۶
۲۱۹.۳۹	۷۷۴.۴	۱۴۸.۲	۰۸۷.۴۵	۷۹۰.۲	۲۵۵.۱	۷
۷۳۷.۴۳	۵۱۸.۴	۰۳۳.۲	۷۰۳.۴۷	۶۱۶.۲	۱۷۷.۱	۸
۶۴۲.۴۷	۹۰۵.۳	۷۵۷.۱	۲۵۵.۵۰	۵۵۲.۲	۱۴۸.۱	۹
۳۳۴.۵۱	۶۹۱.۳	۶۶۱.۱	۶۴۳.۵۲	۳۸۸.۲	۰۷۵.۱	۱۰
۹۱۶.۵۴	۵۸۲.۳	۶۱۲.۱	۹۱۶.۵۴	۲۷۳.۲	۰۲۳.۱	۱۱

منبع: خروجی نرم افزار

نتایج جدول فوق نشان می‌دهد که هر عامل توانسته چند درصد از واریانس مجموعه متغیرها را تبیین کند. در خروجی جدول، ۱۱ عامل با ارزش ویژه بالاتر از یک استخراج شده است. بنابراین از مجموع ۴۵ شاخص می‌توان آنها را به ۱۱ عامل مفهومی تقلیل داد. ارزش ویژه نخستین عامل ۲.۷۸۴ و ارزش ویژه آخرین عامل ۱.۶۱۲ می‌باشد.

در نمودار زیر سهم هر عامل در واریانس کل نشان داده شده است. در نمودار زیر تعداد نقاطی که مقدار ویژه بالاتر از یک دارند تعداد عامل‌ها را نشان می‌دهد. همان طور که مشاهده می‌شود عامل اول با واریانس ۴۰ درصد، بیشترین مقدار از کل واریانس را تبیین می‌کند.



شکل شماره ۱: سهم هر عامل در واریانس کل (خروجی نرم افزار)

### ۵. جمع بندی و نتیجه گیری

امروزه، هدف غایی اقتصادی کشورها و جوامع مختلف، رسیدن به رشد اقتصادی بالاست، به طوری که یکی از چالش‌هایی که در دهه‌های اخیر توجه بسیاری از اقتصاددانان را به خود جلب نموده است، ارتباط بین بازارهای مالی و حقیقی، چگونگی تعامل آن‌ها و همچنین جهت اثرگذاری آن‌هاست. چرا که بازارهای مالی نقش مؤثری در اقتصاد کشورها دارد و در کنار بازار پول می‌تواند منابع مالی مورد نیاز برای تشکیل سرمایه را فراهم سازد، در ایران نیز رسیدن به توسعه از اهداف اصلی اقتصاد می‌باشد و رشد اقتصادی یکی از اساسی‌ترین ملزومات رسیدن به این هدف است. به طوری که می‌توان گفت رشد اقتصادی نیازمند سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف است و تأمین مالی و تشکیل سرمایه‌گذاری مورد نیاز برای آن در بازار پول و بازار سرمایه صورت می‌پذیرد. لازمه رشد اقتصادی، ساختار بهینه مالی می‌باشد. متغیر حاکمیت شرکتی یکی از اجزای تشکیل دهنده معماری مالی می‌باشد که خود به سه متغیر

اندازه هیئت‌مدیره، استقلال اعضا و دوگانگی وظیفه مدیرعامل نشان‌می‌دهد عامل استقلال اعضای هیئت‌مدیره شرکت است که هیئت‌مدیره‌های شرکت‌هایی که بیشتر آنان از اعضای غیر موظف تشکیل شده‌است، با نظارت کافی و غیرمستقیم بر تصمیمات مدیران اجرایی مطمئناً در جهت حداکثر ساختن سود سهامداران حرکت خواهند کرد و عملکرد مالی شرکت بهبود خواهد یافت و این‌گونه هیئت‌مدیره‌ها که استقلال کافی را دارند به‌عنوان هیئت‌مدیره‌هایی قلمداد می‌شوند که قدرت نظارت و کنترل مدیریت، کاستن از هزینه‌های نمایندگی، تناسب عدالت مابین منافع مالکان و مدیران و در نظر گرفتن پاداش و سودهای بلندمدت به منافع کوتاه مدت و آنی و ایجاد ارزش برای سهامداران را دارند. ضمن اینکه با توجه به نظارت کافی اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره مطمئناً از هرگونه سوءاستفاده احتمالی مدیران و نفوذ خرابکارانه بین اعضا جلوگیری خواهد شد. به‌علاوه این امر نباید با دخالت در وظایف مدیریت اجرایی انجام شود، بلکه باید به‌شکلی غیرمستقیم برای اطمینان یافتن از اینکه مدیریت شرکت با داشتن این آگاهی، تصمیمات لازم را می‌گیرد و اقدامات لازم را انجام می‌دهد، صورت پذیرد. در نتیجه این‌گونه می‌توان عنوان کرد که هرگاه شرکت‌ها با استفاده از اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره بتوانند استقلال نسبی را بین اعضای هیئت‌مدیره شرکت حفظ کنند، همسو با این تغییرات می‌تواند عملکرد مالی شرکت افزایش یابد. ضمن اینکه طبق مبانی نظری حاکمیت شرکتی که این‌گونه بیان می‌دارد که هدف بنیادی حاکمیت شرکتی انطباق و پیروی از قوانین و مقررات نیست، بلکه اطمینان از این است که شرکت به‌درستی هدایت و راهبری می‌شود و منافع سهامداران در آن و همچنین منافع ذینفعان رعایت می‌گردد تا پایداری شرکت تضمین گردد این امر مستولی می‌شود که مطمئناً اگر افرادی غیر موظف اکثریت اعضای هیئت‌مدیره را تشکیل دهند می‌توانند بدون اینکه اجحاف در حق ذینفعان شود نظارت کافی را بر امور شرکت داشته‌باشند و بنابراین وظیفه اساسی اعضای هیئت‌مدیره، راهنمایی و نظارت است تا تشکیل ارزش‌های پایدار را حتمی سازد. این نه تنها مسئولیت فردی هر عضو هیئت‌مدیره است، بلکه مسئولیت مشترک هیئت‌مدیره به‌عنوان یک تیم نیز می‌باشد. پژوهش حاضر، در مقام مقایسه با سایر پژوهش‌های مشابه، به‌طور مستقیم و غیرمستقیم با پژوهش‌های سلطانی نژاد و رحیمی (۱۳۹۹) طالب نیا و بداعی (۱۳۹۷) نمازی و موسوی نژاد (۱۳۹۵)، خلیلی (۱۳۹۶) ویدنیانا و همکاران (۲۰۲۰) والدالاحد و همکاران (۲۰۲۰) اریک براون و همکاران (۲۰۲۰) سوهارک و همکاران (۲۰۱۹)، امگوا و مواته (۲۰۱۹) و الوین و

حمید (۲۰۱۶) می‌باشد.

### - پیشنهادهای کاربردی پژوهش

توصیه می‌شود که مدیران شرکت در انتخاب نسبت مناسب در ساختار سرمایه شرکت دقت مقتضی را داشته باشند تا در مواقع لزوم از انعطاف پذیری مالی برخوردار باشند و بتوانند در مواقع بحرانی واکنش صحیح را انجام دهند.

سهامداران و ذینفعان که سرمایه‌گk داران اصلی شرکتها می‌باشند در هنگام سرمایه گذاری با توجه به اینکه نسبت اهرم مالی شرکت میتواند با عملکرد مالی در ارتباط باشد با بررسی این مورد میتوانند سرمایه گذاری بهتری را داشته باشند.

مالکان و سهامداران اصلی شرکت با انتخاب رویکرد صحیح و اهداف پیش روی خود می‌توانند نسبت سهامداران عمده خود را تقسیمبندی کرده که از اقشار و گروههای مختلف سرمایه گذار در شرکت بهره مند شوند تا نهایتاً با ایجاد تعادل، تعارضات احتمالی بین سهامداران عمده را کاهش و سعی در حداکثر کردن سود سهامداران داشته باشند.

سهامداران و ذینفعان شرکتی در هنگام سرمایه گذاری با بررسی ساختار مالکیتی و نحوه توزیع سهام و شناسایی سهامدار عمده شرکت با توجه به نتایج پژوهش می‌توانند تشخیص دهند که رویکرد شرکت به کدام سمت و سو خواهد بود.

با توجه به نتایج پژوهش مالکان و مدیران شرکت بایستی به گونه ای نحوه ترکیب اعضا را انتخاب کنند که حداکثر اعضای غیر موظف بتوانند نظارت کافی را بر امور شرکت داشته باشند.

سهامداران و ذینفعان شرکتها در هنگام سرمایه گذاری در سهام یک شرکت با بررسی نحوه ترکیب اعضای هیئت مدیره میتوانند اطمینان خاطر را از نظارت کافی افراد هیئت مدیره بر امورات شرکتی و حداکثر کردن منافع خود داشته باشند.

پیشنهاد می‌شود با افشای دقیق این موارد در جذب سرمایه گذاران و حفظ منافع ذینفعان خود کوشا باشند و با افشای اطلاعاتی اینچنینی ارزش واقعی شرکت را به نمایش بگذارند.

پیشنهاد می‌شود سرمایه گذاران در هنگام خرید سهام نسبت به برآورد صحیح کلیه عواملی که

ارزش یک شرکت را مشخص می‌سازد حساسیت نشان داده و با برآورد صحیح عملکرد آتی شرکت نسبت به سرمایه‌گذاری اقدام فرمایند.

ارائه آموزش‌های به سرمایه‌گذاران از سوی سازمان بورس اوراق بهادار، درباره مفاهیم و قواعد سرمای‌گذاری، ساختار هیئتم دیره شرکتها و انواع مالکیت سهام در میان سهامداران عمده و تأثیر این موارد به عنوان معماری مالی شرکت، کمکی است در جهت سرمایه‌گذاری اصولی سرمایه‌گذاران.

به مدیران شرکتها پیشنهاد میشود قبل از اینکه شرکت در ناحیه ای قرار گیرد که دچار بحران مالی و بعد از آن ورشکستگی شود، از ابتدا با نظارت کافی بر امور شرکت و داشتن برنامه خاص جهت مشخص ساختن ساختار سرمایه خود و با توجه به اعضای هیئت مدیره با نظارت کافی بر امورات و تصمیمات مدیران اجرای سعی در بالا بردن منافع ذینفعان شرکت داشته باشند.

## منابع و مأخذ

- آخوندی احمد (۱۳۹۰). **حسابداری مالیاتی با رویکرد کاربرد**، تهران: مؤسسه کتاب مهربان نشر
- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۴). مبانی نظری حاکمیت شرکتی، **نشریه حسابداری**، ۱۹(۶): ۳۳-۳۰.
- سلطانی نژاد، احمدصادق؛ رحیمی، علیرضا؛ شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۹). بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و اثربخشی کمیته حسابرسی. **مجله حسابداری و منافع اجتماعی**، ۱۰(۲)، ۱۳۳-۱۵۳.
- قادری بهمن، دانشیار فاطمه، رحیمیان نظام الدین (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و سلامت مالی شرکت‌ها: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران، **مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)**، شماره ۴۳ رتبه A (دانشگاه آزاد/۲۱) ISC صفحه - از ۱۵۹ تا ۱۷۹
- طالب نیا قدراله؛ بداعی حمید (۱۳۹۷). بررسی رابطه دارایی‌های نامشهود و عملکرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **فصلنامه پژوهش در حسابداری و علوم اقتصادی**، ۲(۳)، ۱۷-۳۶.
- طالب نیا قدرت اله، صدیقی کمال لایلا (۱۳۹۶). بررسی مقایسه ای تاثیر نوع مالکیت دولتی و خصوصی بر کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، **نشریه تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)** ۹(۳۴): ۴۲-۵۷
- مراد زاده فرد مهدی، مهدی ناظمی اردکانی، رضا غلامی و حجت اله فرزانی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی** ۱۶(۲)، ۸۵-۹۸.
- نمازی محمد، موسوی نژاد روح اله. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین دارایی‌های نامشهود و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری**، ۵(۲۰)، ۲۶۲-۲۴۳.

- Cassimon, D., & Engelen, P. J. (۲۰۰۲a). Bootstrapping, burnrate and the value of a company. In R. Aernoudt et al. (Eds.), *Belgian yearbook corporate finance* (pp. ۵۵-۶۹). Intersentia Publishers.
- Cassimon, D., & Engelen, P. J. (۲۰۰۲b). *Legal and institutional barriers to optimal financial architecture for new economy firms in developing countries*. Unpublished manuscript.
- Cesario Mateus, J., & Terra, P. (۲۰۱۳). Leverage and the maturity structure of debt in emerging markets. *Journal of Mathematical Finance*, ۳(۱), ۴۶-۵۹.
- Ivashkovskaya, I., Stepanova, A., & Ivantsova, O. (۲۰۱۳). *Corporate financial architecture and bank performance models: Evidence from developed and emerging European markets* (Working Papers Series in Financial Economics). National Research University Higher School of Economics (HSE).
- Kokoreva, M., & Stepanova, A. (۲۰۱۳). *Financial architecture and corporate performance: Evidence from Russia*. SSRN Electronic Journal.
- Myers, S. C. (۱۹۸۴). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, ۳۹(۳), ۵۷۴-۵۹۲. <https://doi.org/10.2307/2327916>
- Myers, S. C. (۲۰۰۱). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, ۱۵(۲), ۸۱-۱۰۲. <https://doi.org/10.1257/jep.15.2.81>
- Myers, S. C. (۲۰۰۳). Financing of corporations. In G. Constantinides, M. Harris, & R. Stulz (Eds.), *Handbook of the economics of finance* (Vol. ۱A, pp. ۲۳۵-۲۶۶). Elsevier.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (۱۹۸۴). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, ۱۳(۲), ۱۸۷-۲۲۱. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)