

ارتباط بین حاکمیت و پایداری شرکتی و بنیه مالی با توجه به نقش تعدیلگر سلامت مالی

نوع مقاله: پژوهشی

بهناز زمانی^۱
محمدرضا پورعلی^{۲*}
رضیه علی‌خانی^۳
مهدی مران‌جوری^۴

تاریخ پذیرش:

تاریخ دریافت:

چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی حاکمیت و پایداری شرکتی، بنیه مالی و سلامت مالی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای این منظور و در ابتدا به بررسی ارتباط بین سطوح مختلف حاکمیتی شرکت و پایداری با بنیه مالی شرکت ها پرداخته شد و سپس اثر تعدیلی سلامت مالی بر این ارتباط مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در بخش های بعدی ارتباط بین شاخص های پایداری (محیط زیست، اجتماعی و اقتصادی) با بنیه مالی شرکت ها مورد بررسی قرار گرفت. هم چنین، اثر متغیرهای اندازه شرکت، اهرم مالی، سودآوری، ارزش بازار به دفتری و نوع حسابرس در مدل های رگرسیونی کنترل شد. تحقیق حاضر از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می باشد. پژوهش حاضر از نظر ماهیت توصیفی - همبستگی و از نظر نحوه گردآوری داده ها، پس رویدادی و مبتنی بر داده های آرشیوی است. هم چنین، به منظور انتخاب حجم نمونه از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک (غیربالگری) استفاده شد که با توجه به شروط در نظر گرفته شده، در نهایت ۱۲۷ شرکت در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۳ (در مجموع ۱۲۷۰ سال شرکت) مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. برای بررسی فرضیه ها از روش های مربوط به رگرسیون چندمتغیره با استفاده از نرم افزار Eviews8 و با استفاده از روش های پانلی (تابلویی) - اثرات ثابت بهره گرفته شده است. نتایج به دست آمده برای فرضیه های اصلی در این مطالعه نشان می دهند که بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی و پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت ها دارد. اما اثر تعدیلی سلامت مالی بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت ها مورد تأیید قرار نگرفت.

کلیدواژه ها: حاکمیت شرکتی، پایداری شرکتی، بنیه مالی، سلامت مالی

طبقه بندی JEL: G30, G34, M14, M41

-
- ۱ گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران behnaz.zamani@iau.ac.ir
۲ گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران (اسم نویسنده) pourali@iau.ac.ir
۳ گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران Raziehaliikhani@iau.ac.ir
۴ گروه حسابداری، واحد چالوس، دانشگاه آزاد اسلامی، چالوس، ایران mehdi_maranjory@iauc.ac.ir

مقدمه

در دنیای امروز تأمین مالی مناسب برای افزایش سودآوری و ادامه حیات شرکتها امری ضروری است. هر شرکتی برای تأمین مالی و دستیابی به وجوه مورد نیاز در فرصتهاي سرمایه‌گذاری، سه منبع اصلی دارد که اجزای آن شامل سود انباشته، انتشار سهام جدید و استقراض است. بریگام و دیویس (۲۰۰۴). یک سازمان با توانایی مالی ضعیف، قادر نیست برای توسعه فعالیت‌های خود از منابع مالی استفاده کند و با مشکلات مالی مواجه خواهد شد. به عنوان مثال، یک شرکت با نقدینگی کم نمیتواند به راحتی مواد اولیه را خریداری کند، پرداخت به کارکنان را انجام داده یا برای توسعه فناوری و بازاریابی مناسب سرمایه‌گذاری کند. اولین و ارزانترین گزینه برای تأمین مالی اول سود انباشته می‌باشد، پس از آن بدهی و به عنوان آخرین راه حل، صدور سهام می‌باشد. هزینه تأمین مالی برون سازمانی (در صورت عدم تقارن اطلاعات) بالاتر از هزینه تأمین وجوه داخلی است. شیوه تأمین مالی یک شرکت تعیین‌کننده آن است که ارزش آن شرکت چگونه بین سرمایه‌استقراضی و سرمایه‌مالکانه تفکیک می‌شود. بالا بودن بیش از اندازه میزان بدهی‌های یک شرکت میتواند بر احتمال ناتوانی انجام تعهدات و بحران مالی آن شرکت بیفزاید؛ اما از دید مثبت بدهی یکی از مهمترین طرق تأمین مالی است که برای شرکت مزایای مالیاتی بسیاری به همراه دارد؛ زیرا بدهی هزینه قابل قبول مالیاتی است که باعث کاهش میزان مالیات شرکت میشود. بنیه مالی به معنای قدرت و ظرفیت یک فرد یا سازمان در مدیریت و کنترل منابع مالی می‌باشد. این توانایی شامل دانش و مهارتهای لازم برای برنامه‌ریزی، اجرا و نظارت بر فعالیتهای مالی است. توانایی مالی در هر فرد یا سازمانی به برخی عوامل بستگی دارد که شامل میزان درآمدها، هزینه‌ها، سرمایه و منابع مالی، تخصیص منابع مالی، سیستم مدیریت مالی و قدرت تسهیم داراییها می‌باشد (کلاسنس^۱ و همکاران، ۲۰۲۵).

ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکتها و برای جهت‌گیری آنها در بازار سرمایه مطرح است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه‌بندی شرکتها را از لحاظ اعتباری تا حدودی به ساختار سرمایه آنها منوط ساخته است. این امر برنامه‌ریزی استراتژیک آنان را به انتخاب منابع مؤثر بر هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران نزدیک کرده است. از طرفی سیاست تأمین مالی شرکت به شدت تحت تأثیر مشکلات نمایندگی شرکت قرار دارد. طبق نظریه نمایندگی، ساختار سرمایه شرکت از طریق توازن بین مزایای حاصل از بدهی و هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان مختلف شرکت تعیین می‌شود (النصور^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). حاکمیت شرکتی به طور قابل توجهی بر ریسک تأمین مالی شرکتها تأثیر می‌گذارد. تحقیقات نشان می‌دهد که وجود مکانیزم‌های قوی حاکمیت شرکتی، مانند ترکیب مناسب هیئت مدیره و شفافیت در گزارش‌دهی، به کاهش ریسک‌های مالی و تجاری کمک می‌کند. این به نوبه خود می‌تواند هزینه‌های تأمین مالی را کاهش دهد و دسترسی به منابع مالی را تسهیل کند (علی جمکران، ۱۴۰۳). به طور کلی، وجود حاکمیت شرکتی نه تنها به تقویت بنیه مالی و رشد اقتصادی تأثیر مثبت دارد بلکه می‌تواند بر سلامت مالی شرکتها نیز کمک کند. با توجه به شواهد موجود، تقویت مولفه‌های حاکمیت شرکتی باید در اولویت مدیران و

1 Claessens

2 Al-Nsour

سیاست‌گذاران قرار گیرد. شرکت‌هایی که از سازوکارهای حاکمیتی قوی بهره‌مند هستند، معمولاً دارای نسبت‌های مالی بهتری هستند و کمتر در معرض بحران‌های مالی قرار می‌گیرند. سلامت مالی نیز به عنوان زیرمجموعه‌ای از بنیه مالی، به وضعیت کلی مالی یک شرکت در تأمین نیازهای مالی اشاره دارد و شامل عواملی مانند سودآوری، نقدینگی و توانایی پرداخت بدهی‌ها می‌شود. سلامت مالی یکی از عوامل کلیدی در موفقیت پایدار شرکت‌هاست (ولاگراسا^۱ و همکاران، ۲۰۲۵).

گزارش پایداری شرکتی، گزارشی است که توسط یک شرکت یا سازمان در مورد تأثیرات اقتصادی، زیست محیطی و اجتماعی که فعالیت‌های روزانه اش ایجاد کرده اند، منتشر می‌شود. گزارش پایداری همچنین بیانگر ارزش‌ها و مدل حکمرانی سازمان بوده و ارتباط بین استراتژی‌های سازمان و تعهد آن به یک اقتصاد جهانی پایدار را نشان می‌دهد. گزارش دهی پایداری می‌تواند به سازمان‌ها برای اندازه گیری و اطلاع رسانی عملکرد اقتصادی، زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی خود کمک کند. در واقع پایداری (قابلیت پایدار ماندن) چیزی برای زمان طولانی یا بی نهایت، مبتنی بر عملکرد در این چهار حوزه کلیدی است (فخاری و همکاران، ۱۴۰۲). اصول پایداری در گزارشگری، نگرشی است که به ایجاد ارزش بلندمدت برای سهامداران با در نظر گرفتن فرصت‌های بالقوه آینده و مدیریت ریسک در ابعاد اقتصادی، اجتماعی و زیست محیطی تأکید دارد (کاشانی پور، ۱۴۰۲).

گزارشگری پایداری به شرکت‌ها کمک می‌کند تا اعتماد ذینفعان را افزایش دهند و تصویر مثبتی از خود در جامعه ایجاد کنند. همچنین این گزارش‌ها ابزار مهمی برای ارزیابی ریسک‌ها، بهبود عملکرد بلندمدت و حرکت به سمت توسعه پایدار هستند. با استفاده از چارچوب‌هایی مانند GRI، شرکت‌ها می‌توانند گزارش‌های منسجم و قابل مقایسه ارائه دهند و نقش مؤثری در رشد پایدار اقتصادی و اجتماعی ایفا کنند. اگرچه افشای پایداری با هدف افزایش شفافیت اطلاعات غیرمالی است، اما دلایل معتبر زیادی وجود دارد که واحدهای تجاری تصمیم به عدم افشای اطلاعات بیشتر یا تا حدی استفاده از گزارشگری پایداری سطحی برای پوشش دادن سوء رفتار می‌کنند (سولمانا^۲ و همکاران، ۲۰۲۵).

از طرفی سلامت مالی به مفهوم توان سود آوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی برای کلیه سهامداران و ذینفعان از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است و اساساً همه ی ذینفعان در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی که بتوانند سودآوری و تداوم فعالیت این واحدها را ارزیابی و پیش بینی کنند علاقمندند؛ آنجائیکه صورتهای مالی تنها منبع اطلاعاتی مشترک در اختیار کلیه ذینفعان است اما از جمله مسائلی که در این گزارش‌ها به طور مشخص منعکس نمی‌شود، سلامت مالی و قدرت نسبی تداوم فعالیت آن در آینده است. وجود سلامت مالی در شرکت‌ها باعث افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، کارکنان و مشتریان می‌شود. همچنین شرکت‌های سالم از نظر مالی در برابر بحران‌های اقتصادی مقاوم‌تر هستند و تصمیم‌های بهتری در شرایط سخت می‌گیرند. توجه به سلامت مالی به مدیران کمک می‌کند تا با ریسک کمتر، سودآوری پایدار و موفقیت بلندمدت شرکت را تضمین کنند (ائرلانگا^۳، ۲۰۲۵).

1 Villagrasa

2 Sulemana

3 Aerlangga

بنابر این، مسئله اصلی در تحقیق حاضر «بررسی حاکمیت و پایداری شرکتی، بنیه مالی، سلامت مالی» می‌باشد.

۱. ادبیات نظری و پیشینه تحقیق

۱-۱ حاکمیت شرکتی

واژه حاکمیت^۱ از ریشه لاتین گوبرناره^۲ به معنای هدایت کردن برگرفته شده است (بدری، ۱۴۰۲). تعاریف حاکمیت شرکتی در یک طیف قرار دارند؛ در رویکرد محدود (مبتنی بر نظریه نمایندگی) به رابطه شرکت و سهامداران متمرکز است، درحالی‌که در دیدگاه گسترده (مبتنی بر نظریه ذی‌نفعان)، شبکه‌ای از تعاملات میان شرکت و کلیه ذی‌نفعان نظیر کارکنان، مشتریان و تأمین‌کنندگان را در بر می‌گیرد (حساس یگانه، ۱۴۰۳).

بر اساس تعریف سازمان همکاری‌های اقتصادی و توسعه (۲۰۲۳)، حاکمیت شرکتی ساختاری برای تنظیم روابط میان مدیریت، هیئت‌مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان، تعیین اهداف شرکت، ابزارهای دستیابی به آن‌ها و نظارت بر عملکرد است که زمینه‌ساز تخصیص کارا تر منابع می‌شود. همچنین، روند جهانی شدن موجب حرکت به‌سوی همگرایی و یکسان‌سازی رویکردهای حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی شده است (بدری، ۱۴۰۲). ادبیات تجربی نشان می‌دهد مؤلفه‌هایی چون تمرکز مالکیت، اتکا بر بدهی، استقلال و اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، صلاحیت و استقلال کمیته حسابرسی، مالکیت مدیریتی و اعضای غیرموظف، دوگانگی وظیفه و دوره تصدی مدیرعامل، نقش مؤثری بر درستی گزارشگری مالی و درک سهامداران از قابلیت اتکای سود دارند (علی جمکران، ۱۴۰۳). در همین راستا، در بازار سرمایه ایران نیز اقداماتی نظیر تدوین نظام روابط سرمایه‌گذاران و عضویت بورس اوراق بهادار تهران در شبکه بین‌المللی حاکمیت شرکتی برای بهبود شفافیت و ارتباط مؤثر با سرمایه‌گذاران صورت گرفته است (رحیمیان و همکاران، ۱۴۰۲).

۱-۲ بنیه مالی شرکت

بنیه مالی فراتر از مفهوم سنتی سواد مالی (که صرفاً بر دانش و مهارت تمرکز دارد) بوده و ترکیبی از دانش، نگرش، مهارت، خودکارآمدی و دسترسی به منابع و خدمات مالی در یک محیط توانمند است (رستم‌خانی، ۱۴۰۱؛ پورآدینه، ۱۴۰۳). این مفهوم علاوه بر شناخت و مهارت مدیریت پول (مانند بودجه‌بندی و ثبت هزینه‌ها)، نیازمند انگیزه و فرصت عملیاتی برای تصمیم‌گیری بهینه مالی است (پورآدینه، ۱۴۰۳). در سطح فردی، تقویت بنیه مالی، انضباط مالی و تسهیل دسترسی به ابزارهای مالی، از طریق ترویج پس‌انداز، سرمایه‌گذاری هدفمند و کاهش بدهی، نقشی حیاتی در رفاه، انباشت ثروت و دستیابی به آزادی مالی ایفا می‌کند (سیدی و ولی‌زاده، ۱۴۰۳). در حوزه کارآفرینی نیز بنیه مالی با تلفیق رفتارهای مالی و بستر محیطی، دسترسی به منابع را تسهیل کرده و در مقایسه با سواد مالی، اثرگذاری تئوریک قوی‌تری بر تصمیم‌گیری و ارتقای عملکرد کارآفرینانه دارد (یی^۳ و همکاران، ۲۰۲۳). در سطح بنگاه‌های اقتصادی، اجزای بنیه مالی با یکدیگر در تعامل‌اند و مدیریت یکپارچه آن‌ها زمینه‌ساز

1 Governance

2 Gubernare

3. Yi

تصمیم‌گیری‌های مالی بهینه، بهبود عملکرد و رشد پایدار شرکت می‌شود (شی^۱ و همکاران، ۲۰۲۴). برخورداری از بنیه مالی قوی، تاب‌آوری سازمان را در مواجهه با نوسانات اقتصادی و بحران‌های بازار افزایش داده، مانع از ورشکستگی می‌شود و پیش‌ران اصلی بقا، نوآوری و رقابت‌پذیری محسوب می‌گردد (مین^۲ و همکاران، ۲۰۲۴). افزون بر این، بهره‌گیری از فناوری‌های نوین به‌عنوان ابزاری راهبردی، با بهینه‌سازی فرایندها و کاهش هزینه‌ها، بنیه مالی و مزیت رقابتی شرکت‌ها را تحکیم می‌بخشد (شیانو^۳ و همکاران، ۲۰۲۲).

۳-۱ سلامت مالی

سلامت مالی به‌عنوان شاخص سودآوری، ایفای به‌موقع تعهدات، مدیریت بهینه دارایی‌ها و تداوم فعالیت بنگاه‌های اقتصادی، از ارکان توسعه پایدار به‌شمار می‌رود و مورد تأکید نهادهایی نظیر بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول است (کافمن و همکاران، ۲۰۰۹؛ رجال‌زاده و همکاران، ۱۴۰۰؛ احمدیان، ۱۴۰۲). با وجود اهمیت این شاخص، شواهد نشان می‌دهد سلامت مالی بر اساس سنجش‌های حکمرانی خوب در سال‌های اخیر در ایران روندی کاهشی داشته است (رجال‌زاده و همکاران، ۱۴۰۰).

پیشرفت فناوری، تغییرات محیطی و تشدید رقابت، سودآوری بنگاه‌ها را محدود و ریسک درماندگی مالی را افزایش داده است. در این میان، ساختار مالکیت شرکت‌های خانوادگی و تمرکز کنترل در دست مدیران-مالکان می‌تواند با ایجاد عدم‌تقارن اطلاعاتی و ترجیح منافع خانوادگی، منافع سهامداران جزء را به مخاطره اندازد و ارزیابی واقع‌بینانه سلامت مالی را با چالش مواجه سازد (احمدیان، ۱۴۰۲). در سطح کلان نیز شیوع عدم سلامت مالی در سطح بین‌المللی، لزوم ارتقای فناوری در خدمات مالی را جهت بهبود سلامت مالی مشتریان و افزایش درآمدهای پایدار دوجندان کرده است (احمدیان، ۱۴۰۲). از منظر ارزیابی سرمایه‌گذاری، اقلام منفرد صورت‌های مالی (مانند بدهی کل یا سود خالص) به‌تنهایی گویای وضعیت بنگاه نیستند؛ بلکه تحلیل نسبت‌های مالی ترکیبی و بررسی روند زمانی آن‌ها، ابزار کلیدی ذی‌نفعان برای سنجش جامع سلامت مالی، ارزیابی تداوم فعالیت و پیش‌بینی احتمال ورشکستگی محسوب می‌شود (رجال‌زاده و همکاران، ۱۴۰۰؛ آکای^۴، ۲۰۲۴).

۲- پیشینه تحقیق

از تحقیقات داخلی نزدیک به موضوع مقاله می‌توان به پژوهش‌های زیر اشاره نمود: حیدری و همکاران (۱۴۰۳): این پژوهشگران با بررسی شرکت‌های کوچک و متوسط دریافتند که بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی—به‌ویژه تقویت کنترل‌های داخلی، استقلال هیئت‌مدیره و شفافیت سیاست‌های افشا—موجب تقویت بنیه مالی، ارتقای سلامت مالی، کاهش مشکلات مالی و تضمین تداوم فعالیت این شرکت‌ها می‌شود.

رفیعی و همکاران (۱۴۰۲): در مطالعه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران نشان دادند که ساختار هیئت‌مدیره و شفافیت اطلاعات رابطه مثبت و معناداری با سلامت مالی دارند و

1 Shi

2 Minh

3 Xiao

4 Akai

موجب کاهش ریسک ورشکستگی می‌شوند؛ هرچند نقش کنترل‌های داخلی در این رابطه معنادار ارزیابی نشد.

جعفری دهمکردی و نجفی (۱۴۰۲): با بررسی شرکت‌های صنایع شیمیایی و پلیمری نشان دادند که مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی از طریق ارتقای شفافیت، مسئولیت‌پذیری، تعادل مالکیتی و مهار تضاد منافع، اثر مثبت و معناداری بر بنیه مالی دارند. این امر با تقویت اعتماد سرمایه‌گذاران، تسهیل تأمین مالی و کاهش هزینه‌های نمایندگی، بهبود عملکرد بنگاه را رقم می‌زند.

نجفی و همکاران (۱۴۰۲): با بررسی شرکت‌های بورسی دریافتند که تقویت ساختارهای حاکمیت شرکتی، به‌ویژه کارآمدی کمیته حسابرسی و شفاف‌سازی اطلاعات، موجب بهبود معنادار شاخص‌های سلامت مالی و کاهش ریسک‌های مالی شرکت‌ها می‌شود.

باقری و همکاران (۱۴۰۱): نتایج پژوهش آن‌ها در بورس تهران حاکی از آن بود که بنیه مالی مناسب (به‌ویژه مدیریت بهینه نسبت‌های بدهی و سودآوری) با مهار ریسک ورشکستگی و ارتقای سلامت مالی، نقشی تعیین‌کننده در تداوم فعالیت شرکت‌ها ایفا می‌کند.

پورعلی و داداشی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل سرمایه‌گذاران نهادی، اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و حسابرسی داخلی با هموارسازی سود در ۱۳۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۷ پرداختند. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS)، رگرسیون گام‌به‌گام و ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده شد. نتایج نشان داد درصد اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره با هموارسازی سود رابطه مثبت معنادار و حسابرسی داخلی با آن رابطه معکوس معنادار دارد؛ همچنین اعضای غیرموظف بیشترین تأثیر را نشان دادند.

پورعلی (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر سلامت مالی شرکت‌ها و ارائه مدلی برای ارزیابی آن در سه سطح سالم، متوسط و درمانده پرداخت. برای تحلیل نسبت‌های مالی از تحلیل واریانس (ANOVA)، آزمون کروسکال‌والیس و آزمون‌های تعقیبی دانت و توکی و برای طراحی مدل پیش‌بینی از رگرسیون لجستیک چندجمله‌ای استفاده شد. نتایج نشان داد نسبت‌های نقدینگی، اهرمی، سرمایه در گردش و شاخص‌های ارزش افزوده اقتصادی و بازار در ارزیابی سلامت مالی مؤثرند و مدل ارائه‌شده توان پیش‌بینی وضعیت سلامت مالی شرکت‌ها را داشت.

تقوی و پورعلی (۱۳۹۰) در مطالعه‌ای به بررسی تفاوت نسبت‌های مالی در شرکت‌های سالم، متوسط و درمانده پرداختند و ۸۴ شرکت از صنایع مختلف را بررسی کردند. پژوهشگران ۱۲ نسبت مالی را در چهار گروه نقدینگی، اهرم مالی، فعالیت و ارزش بازار محاسبه و برای مقایسه میانگین گروه‌ها از تحلیل واریانس (ANOVA) و آزمون‌های تعقیبی دانت و توکی استفاده کردند. نتایج نشان داد بین سطوح مختلف سلامت مالی از نظر نسبت‌های اهرمی، فعالیت و ارزش بازار تفاوت معنادار وجود دارد و شرکت‌های درمانده نقش اصلی را در ایجاد این تفاوت‌ها داشتند.

از تحقیقات خارجی نزدیک به موضوع مقاله می‌توان به پژوهش‌های زیر اشاره نمود:

کارترو و ایوانز^۱ (۲۰۲۵) در مطالعه‌ای کیفی بر روی ۵۰ شرکت بزرگ، مصاحبه‌هایی انجام دادند و تحلیل داده‌های ثبتی را به منظور بررسی نقش مسئولیت‌های اجتماعی در بهبود سلامت مالی و اعتماد بازار انجام دادند. مسئولیت‌های اجتماعی و شفافیت در فرآیندهای حاکمیت شرکتی، باعث افزایش اعتماد سهامداران و استحکام پایه‌های مالی شرکت‌ها می‌شود.

برون و ویلسون^۲ (۲۰۲۵) نیز در تحقیقی با عنوان «ارتباط بین شفافیت و سلامت مالی در بازارهای جهانی»، با تحلیل مروری بر ۱۰۰ مطالعه بین‌المللی، نشان دادند که اصول شفافیت و حاکمیت سازمانی، نقش کلیدی در بهبود شاخص‌های سلامت مالی و کاهش ریسک‌های شرکت‌ها دارند. روش تحقیق از تحلیل متاآنالیز مطالعات موجود بهره برده است. رعایت اصول شفافیت در گزارشگری مالی و حاکمیت سازمانی، اثر مثبت قابل توجهی بر شاخص‌های سلامت مالی در بازارهای جهانی دارد.

اندرسن و تامپسون^۳ (۲۰۲۴) در مطالعه‌ای تطبیقی بر روی ۶۰ شرکت در بازارهای جهانی نشان دادند که اصلاحات در ساختارهای حاکمیت و افزایش شفافیت، مقاومت شرکت‌ها را در مقابل بحران‌ها افزایش می‌دهد و پایدارتر می‌سازد. روش تحقیق این مطالعه شامل تحلیل داده‌های ثبتی و مالی شرکت‌ها در قالب تحلیل تطبیقی بود. نتایج نشان داد که توسعه ساختارهای حاکمیتی مقاوم‌تر و شفاف‌تر، شرکت‌ها را در مواجهه با ناملایمات اقتصادی و بحران‌ها قوی‌تر و مقاوم‌تر می‌کند.

نگوین و هوآنگ^۴ (۲۰۲۳) درباره تأثیر چارچوب‌های قانونی و نظارتی در سلامت مالی شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه، مطالعه‌ای انجام دادند که نشان داد تقویت این چارچوب‌ها تأثیر مثبتی بر ثبات مالی و کاهش ریسک‌های شرکت‌ها دارد. روش تحقیق تحلیل اقتصادی-سنجی و بررسی داده‌های چندملیتی در سال‌های ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۰ بود. نتایج نشان داد توسعه و تقویت چارچوب‌های قانونی می‌تواند سلامت مالی شرکت‌ها را در مواجهه با فشارهای اقتصادی پایدار نگه دارد.

پاتیل و سنگ^۵ (۲۰۲۲) در مطالعه‌ای بر روی ۴۰ شرکت در بحران‌های اقتصادی، نشان دادند که کنترل‌های داخلی قوی و شفافیت در مدیریت، اثر قابل توجهی بر سلامت مالی شرکت‌ها در دوره‌های بحران دارند. روش آن‌ها شامل تحلیل کمی و بررسی پرونده‌های عملیاتی شرکت‌ها در بحران‌ها بود. کنترل‌های داخلی قوی موجب افزایش مقاومت مالی و حفظ دارایی‌های شرکت‌ها در بحران‌ها می‌شود.

لذا با توجه به ادبیات پژوهش و تحقیق‌های صورت گرفته می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری نمود بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی و پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها دارد. اما اثر تعدیلی سلامت مالی بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها مورد تأیید قرار نگرفت.

1 Carter, Evans

2 Brown, Wilson

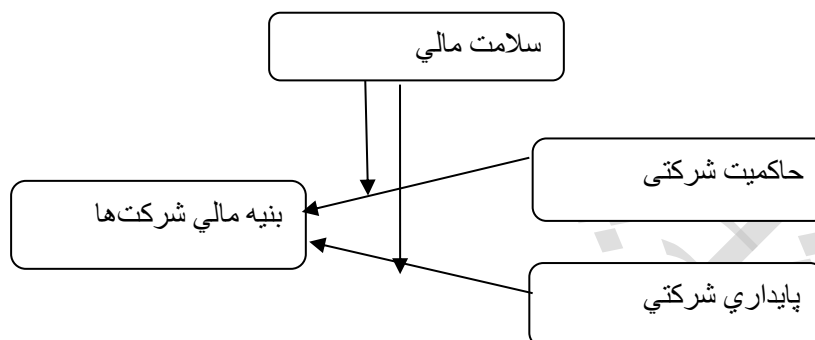
3 Anderso , Thompson

4 Nguye , Hoang

5 Patil , Sang

۳- مدل مفهومی و فرضیه‌های تحقیق

با توجه به اینکه تحقیق حاضر به دنبال «حاکمیت و پایداری شرکتی، بنیه مالی، سلامت مالی» می‌باشد، می‌توان مدل مفهومی حاضر را به صورت زیر ارائه نمود:



شکل ۱: مدل مفهومی

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به مدل مفهومی، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر مورد بررسی قرار می‌گیرند:

H1: بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکتها رابطه وجود دارد.

H2: سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها دارد.

H3: بین پایداری شرکتی با بنیه مالی رابطه وجود دارد.

H4: سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها دارد.

۴- روش شناسی تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف، یک تحقیق کاربردی می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر ماهیت توصیفی – همبستگی و از نظر نحوه گردآوری داده‌ها، پس‌رویدادی و مبتنی بر داده‌های آرشیوی است.

جامعه مطالعاتی تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۳، که تمامی شرایط زیر را دارا باشند:

شرکت قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد.

پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند هر سال باشد.

جزء شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشد.

اطلاعات مالی مورد نیاز شرکت‌ها قابل دسترس باشد.

جدول ۱: نمونه گیری به روش غربالگری

۷۳۶		تعداد شرکت هایی که تا سال ۱۴۰۳ در بورس حضور داشتند
	(۱۹۷)	تعداد شرکت های که بعد از سال ۱۳۹۸ از بورس حذف یا وارد فرابورس شدند
۵۳۹		شرکت قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد
	(۱۵۴)	تعداد شرکت هایی که عضو بخش مالی و خدماتی و بیمه و بانک ها و هلدینگ و... بوده اند
	(۱۳۶)	تعداد شرکت هایی که پایان سال مالی آن ها منتهی به ۱۲/۲۹ نبوده است
	(۸۳)	تعداد شرکت هایی که اطلاعات مورد نیاز آنها در بازه زمانی در دسترس نبوده یا ناقص بوده است
۱۴۶		تعداد شرکت هایی که اطلاعات آن ها کامل و در دسترس هستند.

۴-۱ - ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

داده های پژوهش از صورت های مالی و یادداشت های توضیحی شرکت ها، نرم افزار ره آورد نوین، بانک اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار و سامانه کدال استخراج شد. مبانی نظری نیز با روش کتابخانه ای و استفاده از کتاب ها و مقالات فارسی و انگلیسی گردآوری گردید. داده ها ابتدا در نرم افزار اکسل طبقه بندی و متغیرها محاسبه شدند؛ سپس، برای آزمون فرضیه ها و تحلیل های اقتصادسنجی، از نرم افزار اویوز استفاده شد.

۵- تعاریف مفهومی و عملیاتی واژه ها**۵-۱ - متغیر وابسته: بنیه مالی**

بنیه مالی به قابلیت یک شرکت در تأمین منابع مالی پایدار و مدیریت مؤثر آن ها برای تحقق اهداف استراتژیک اشاره دارد. این مفهوم شامل ظرفیت شرکت برای جذب سرمایه گذاری، تأمین اعتبار و مدیریت هزینه ها است. بنیه مالی به قدرت مالی یک شرکت اشاره دارد که با استفاده از نسبت های مالی زیر اندازه گیری می شود:

- نسبت بدهی به دارایی: نشان دهنده ساختار سرمایه و ریسک مالی.

- نسبت سودآوری: مانند نسبت سود خالص به فروش.

- نسبت نقدینگی: مانند نسبت جاری یا نسبت آنی.

در این پژوهش بمنظور محاسبه و اندازه گیری میزان بنیه مالی شرکت ها از نسبت اهرمی یا نسبت بدهی به دارایی ها استفاده می شود. چنانچه میزان متغیر بنیه مالی شرکتی از مقدار میانه نسبت اهرمی شرکت های موجود در نمونه آماری کوچکتر باشد شرکت دارای بنیه مالی قوی بوده و چنانچه از این میزان بزرگتر باشد بنیه مالی شرکت ضعیف می باشد. هر چه این نسبت کوچکتر باشد بنیه مالی قوی تر است یعنی سهم کمتری از دارایی ها را بدهی ها تشکیل می دهند و بخش عمده ای از دارایی ها از حقوق صاحبان سهام به دست آمده است.

۵-۲- متغیر مستقل اول: حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از قوانین، رویه‌ها و مکانیزم‌هایی که برای نظارت و هدایت شرکت‌ها طراحی شده‌اند، نقش بسیار مهمی در عملکرد و تداوم فعالیت آن‌ها ایفا می‌کند. وجود حاکمیت شرکتی مؤثر تأثیرات مثبتی بر سلامت مالی شرکت‌ها دارد. این تأثیرات شامل عملکرد مالی بهتر، کاهش ریسک ورشکستگی، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران، کیفیت بالاتر حسابرسی و مدیریت بهتر منابع است. بنابراین، تقویت مولفه‌های حاکمیت شرکتی باید در اولویت سیاست‌گذاران و مدیران قرار گیرد تا بنیه مالی شرکت‌ها افزایش یابد.

این شاخص به تحلیلگران کمک می‌کند تا تصویری جامع از وضعیت مالی شرکت داشته باشند و تصمیمات آگاهانه‌تری در زمینه سرمایه‌گذاری و مدیریت مالی اتخاذ کنند.

در این پژوهش جهت اندازه‌گیری شاخص حاکمیت شرکتی به پیروی از پژوهشگرانی نظیر صفری و همکاران (۱۳۹۴) از مجموعه عوامل مرسوم اندازه‌گیری مکانیزم‌های راهبری شرکت‌ها شامل عواملی همچون سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز مالکیت، استقلال هیات مدیره، طول دوره تصدی مدیریت، استقرار واحد حسابرسی داخلی، دوگانگی وظایف مدیرعامل، نوع حسابرس، معامله با اشخاص وابسته و توان اتکا (تعدیلات سنواتی) بهره‌گیری شده است. بدین صورت که شرکت مربوطه در صورت افشا مولفه مزبور امتیاز مربوطه امتیاز یک و در غیر اینصورت امتیاز صفر گرفته است. نحوه اندازه‌گیری هر یک از مولفه‌های حاکمیت شرکتی به تبعیت از پژوهش جعفری دهکردی و همکاران (۱۴۰۲) به شرح ذیل می‌باشد:

۱- سرمایه‌گذاران نهادی: اگر سهامداران نهادی کمتر از ۵۰٪ سهام عادی شرکت را دارا باشند صفر و در غیر این صورت یک.

۲- تمرکز مالکیت: بیشتر بودن سهام‌شمار آزاد شرکت از میانگین سهام‌شمار آزاد کل شرکت‌ها صفر و در غیر این صورت یک.

۳- استقلال هیات مدیره: کمتر بودن نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضا از نسبت محاسبه شده برای کل شرکت‌ها در یک سال صفر و در غیر این صورت یک.

۴- دوره تصدی مدیرعامل: تغییر مدیرعامل در دو سال گذشته صفر و در غیر این صورت یک.

۵- استقرار واحد حسابرسی داخلی: نبودن واحد حسابرسی داخلی صفر و در غیر این صورت یک.

۶- دوگانگی وظایف مدیرعامل: اگر مدیرعامل یک کرسی در هیات مدیره داشت برابر است با صفر و در غیر این صورت یک.

۷- نوع حسابرس: اگر حسابرسی شرکت توسط موسسه‌های حسابرسی صورت گرفته باشد صفر و اگر توسط سازمان حسابرسی صورت گرفته باشد یک.

۸- معامله با اشخاص وابسته: بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت‌ها صفر و در غیر این صورت یک.

۹- توان اتکا (تعدیلات سنواتی): وجود تعدیل‌های سنواتی خاص از مالیات صفر و در غیر این صورت یک.

بنابراین با توجه به اینکه در این تحقیق به بررسی اثر متغیر شاخص حاکمیت شرکتی توجه شده است لذا برآیند امتیازات مولفه‌های مؤثر بر حاکمیت شرکتی بیانگر میزان شاخص حاکمیت شرکتی به دو صورت قوی و یا ضعیف می‌باشد. به این صورت که امتیازات به مولفه‌ها عددی در بازه ۰ تا ۹ می‌باشد که میانه امتیازات مذکور مربوط به مولفه‌های حاکمیت شرکتی هر یک

از شرکت های موجود در نمونه محاسبه گردیده و چنانچه برآیند امتیازات بیشتر از میانه باشد شرکت دارای حاکمیت شرکتی در سطح قوی و اگر کمتر از میانه باشد شرکت دارای حاکمیت شرکتی در سطح ضعیف خواهد بود.

۳-۵- متغیر مستقل دوم: پایداری شرکتی

پایداری، توانایی یک سازمان برای تداوم قاطعانه ی فعالیت ها و اعمال اثرات آن بر سرمایه های محیطی، اجتماعی و انسانی در راستای مدیریت آن ها است. شرکتی که در راستای پایداری جهت دهی شده است، شرکتی است که در طول زمان از طریق مدیریت ابعاد حاکمیتی، اجتماعی و زیست محیطی عملکرد و فعالیت های خود، توسعه یافته است. بنابراین پایداری یک شرکت وابسته به پایداری روابط با ذینفعان خود، است. پایداری اغلب از نظر سه گانه: عملکرد زیست محیطی، اجتماعی و حاکمیتی تعریف می شود (الکلینگتون، ۱۹۹۸). لیکن با توجه به اینکه در این تحقیق از متغیر حاکمیت شرکتی به عنوان یکی از متغیر های مستقل بهره گرفته شده است لذا بمنظور جتناب از وقوع هم پوشانی با پایداری شرکتی از بعد اقتصادی پایداری استفاده شده است که در ذیل مولفه های مربوط به هر یک از ابعاد پایداری شرکتی به تبعیت از پژوهش حسینی و همکاران (۱۴۰۲) ابعاد افشای گزارش پایداری شرکت به شرح زیر می باشد:

الف- بعد محیط زیست نظیر میزان ذخیره و کاهش مصرف انرژی، اقدامات برای کاهش آثار مخرب تنوع زیستی، رعایت مسائل زیست محیطی از دید مشتریان، تفکیک ضایعات و نحوه برخورد

ب- بعد مسئولیت اجتماعی نظیر کمکهای عام المنفعه، دریافت گواهینامه های بهداشت و سلامت کارکنان، رعایت حقوق مصرف کنندگان، ساعات آموزش کارکنان، مشتری مداری
ج- بعد اقتصادی شامل مولفه های توسعه محصول / سهم بازار، کیفیت محصول، توقف تولید و سایر محصولات و خدمات، تعداد کارکنان، حقوق ماهانه / پاداش نقدی و مزایا، سهام تحت تملک کارکنان، بازتسهلگی و مزایای پایان خدمت، سلامتی و ایمنی در محیط کار، برنامه های آموزش و توسعه کارکنان، ورزشی و رفاهی، وام یا بیمه کارکنان، روحیه و ارتبالات کارکنان، سلامتی مشتریان، شکایات / رضایتمندی مشتریان، سیایت پرداخت دیرتر برای مشتریان خاص، تدارک تسهیلات و خدمات پس از فرو، پاسخگویی به نیاز مشتریان می باشد.

بر همین اساس از طریق تحلیل محتوا گزارش های هیئت مدیره شرکت های نمونه، اطلاعات مرتبط به مسائل زیست محیطی، اجتماعی و ابعاد اقتصادی استخراج شده و چک لیست مناسب تهیه و به هر کدام از مولفه های موثر بر پایداری شرکتی بین ۰ یا ۱ عددی اختصاص داده خواهد شد. برای تعیین نمره هر یک از اجزای اطلاعاتی چک لیست از رویکرد ارائه شده توسط کوک (۱۹۸۹) استفاده می شود. طبق این رویکرد به اقلام افشا شده عدد یک و به اقلام افشا نشده عدد صفر تعلق می گیرد. چنانچه برآیند امتیازات بیشتر از میانه باشد شرکت دارای پایداری شرکتی قوی و اگر کمتر از میانه باشد شرکت دارای پایداری شرکتی ضعیف خواهد بود.

۴-۵- متغیر تعدیلگر: سلامت مالی

سلامت مالی به توانایی یک شرکت در حفظ ثبات مالی، مدیریت بدهی ها و تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت های خود اشاره دارد. این مفهوم شامل ارزیابی عملکرد مالی از طریق معیارهایی مانند سودآوری، نقدینگی و ساختار سرمایه است.

به تبعیت از پژوهش ناپیدو (۲۰۰۷) شرکتها به دو نوع سالم و ناسالم تقسیم بندی می‌شوند. بدین ترتیب شرکت سالم را شرکتی معرفی کردند که سود پس از کسر مالیاتش مثبت و رشد سود واقعی آن نیز مثبت باشد و شرکتی را ناسالم معرفی کرد که سود پس از کسر مالیاتش منفی باشد (زیان کرده باشد) و شرکت درمانده را شرکتی معرفی کردند که $PAT < 0$ و $REG > 0$ باشد. (پورعلی، ۱۳۹۲)

در دنیای امروزه و با توجه به شرایط تورمی حاکم بر ایران و با توجه به اینکه در ارزیابی میزان سلامت مالی شرکتها از رشد سود واقعی صحبت به میان آمد نمی‌توان الزاماً شرکتها را به سالم، میانی و درمانده تقسیم کرد و شرکتها تنها دارای درجات مختلفی از سلامت مالی می‌باشند لذا در این تحقیق شرکتها به دو نوع سالم و ناسالم تقسیم می‌شوند. بدین صورت که چنانچه سود پس از کسر مالیات شرکتها در نمونه آماری بالاتر از میانه قرار گیرد شرکت سالم و اگر پایین‌تر از میانه باشد شرکت ناسالم تلقی خواهد گردید.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱ - یافته‌های مربوط به آمار توصیفی متغیرها

جدول شماره ۲، آماره‌های توصیفی متغیرهای تحقیق در طی دوره موردبررسی را نشان می‌دهد. با توجه به اینکه تعداد ۱۲۷ شرکت در دوره زمانی ۸ ساله بین سال‌های ۱۳۹۴ الی ۱۴۰۳ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت، بنابراین تعداد کل مشاهدات در پژوهش حاضر شامل ۱۲۷۰ 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
بنیه مالی	FA	۲.۴۵۳۲۷۲	۲.۱۴۹۴۹۱	۱۴.۳۸۵۱۹	۰.۲۹۱۱۹۴	۱.۳۴۶۹۸۸
حاکمیت شرکتی	CG	۹.۷۱۱۸۱۱	۱۰.۰۰۰۰	۱۶.۰۰۰۰	۴.۰۰۰۰۰	۲.۱۶۸۳۵۲
سلامت مالی	FH	۰.۲۵۰۳۹۴	۰.۲۰۰۰۰۰	۰.۸۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۱۹۰۶۷۱
اندازه شرکت	SIZE	۱۴.۵۵۱۵۸	۱۴.۳۴۳۷۹	۲۰.۷۶۸۶۹	۱۰.۱۶۶۵۴۴	۱.۵۹۱۱۰۴
اهرم مالی	LEV	۰.۵۸۳۲۱۳	۰.۵۹۴۱۱۵	۰.۹۷۹۵۵۴	۰.۰۳۱۴۳۱	۰.۱۸۳۳۵۱
سودآوری	ROA	۰.۱۱۹۳۶۸	۰.۱۰۲۱۱۵	۰.۶۷۳۵۰۹	-۰/۴۵۰۹۶	۰.۱۴۹۲۶۹
ارزش بازار به دفتری	MB	۲.۹۰۳۲۷۵	۲.۷۱۱۷۰۸	۱۸.۸۷۷۶۲	۰.۲۹۷۶۳۰	۳.۴۹۲۰۵۸
نوع حسابرسان	BIG	۰.۲۲۲۰۵۱	۰.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۴۴۰۰۰۷

منبع: یافته‌های محقق

۶-۲ - بررسی 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
بنیه مالی	FA	-۲۴.۱۲۷۲۶	۰.۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	CG	-۱۱.۶۸۹۲۳	۰.۰۰۰۰
سلامت مالی	FH	-۲۵.۱۱۵۲۵	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۹.۰۳۴۵۸۳	۰.۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۳.۴۷۳۵۰	۰.۰۰۰۰
سودآوری	ROA	-۱۲.۰۴۹۵۶	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	-۱۲.۷۹۰۷۸	۰.۰۰۰۰
نوع حسابرس	BIG	-۱۳.۲۲۱۲۶	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته های محقق

با توجه به جدول شماره ۳ مشاهده می شود سطح معناداری همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرهاست.

۶-۳ - بررسی همبستگی متغیرها

نتایج آزمون همبستگی پیرسون در جدول (۴) ارائه شده اند. همان گونه که مشاهده می شود در برخی موارد همبستگی معنی داری وجود دارد. همچنین، در برخی موارد اندک بین متغیرهای زوجی همبستگی معنی داری قابل مشاهده است؛ اما این همبستگی ها قوی نیستند و ایجاد همخطی 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 همخطی شده و بررسی روابط در چنین حالتی نادرست خواهد بود.

جدول ۴: آزمون همبستگی متغیرها

متغیر	۱	۲	۳	۴	۵	۶	۷	۸
بنیه مالی	۱.۰۰۰							
حاکمیت شرکتی	۰.۰۲۴	۱.۰۰۰						
سلامت مالی	-۰.۱۲۱	-۰.۰۱۶	۱.۰۰۰					
اندازه شرکت	-۰.۰۱۳	۰.۲۸۸	-۰.۰۵۵	۱.۰۰۰				
اهرم مالی	-۰.۳۸۳	-۰.۰۸۲	۰.۲۵۸	-۰.۰۱۵	۱.۰۰۰			
سودآوری	۰.۳۳۴	۰.۰۲۷	-۰.۳۲۰	۰.۱۵۴	-۰.۶۵۱	۱.۰۰۰		
ارزش بازار به دفتری	۰.۰۱۷	-۰.۰۲۸	۰.۰۰۳	۰.۰۷۴	-۰.۰۳۷	۰.۰۲۲	۱.۰۰۰	
نوع حسابرس	-۰.۱۱۵	۰.۱۵۵	۰.۰۳۸	۰.۲۴۴	۰.۱۴۲	-۰.۰۰۹	۰.۰۲۸	۱.۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

۶-۴ مدل رگرسیونی اول

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن
یافته‌های مربوط به آزمون‌های چاو و هاسمن در جدول (۵) آمده است:

جدول ۵: نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
آزمون چاو	۳.۵۴۶۶۴۷	(۱۲۶/۱۱۳۷)	۰.۰۰۰۰	مدل پائلی (تابلویی)
آزمون هاسمن	۲۸.۹۱۱۵۰۳	۶	۰.۰۰۰۱	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های محقق

با توجه به جدول ۵، چون سطح معناداری آزمون در مدل پژوهش کمتر از ۵ درصد است، از این‌رو اثرات ثابت عرض از مبدأ در مقابل اثرات تصادفی موردپذیرش قرار می‌گیرد.

۶-۵ آزمون‌های برازش مدل

بر اساس شاخص‌های برازش، مدل رگرسیونی در سطح ۵ درصد معنادار است؛ زیرا سطح معناداری آماره فیشر کمتر از ۰,۰۵ به دست آمد. ضریب تعیین تعدیل‌شده نیز نشان می‌دهد که

متغیرهای مستقل و کنترلی، حدود ۴۸ درصد از تغییرات بنیه مالی شرکت‌ها را تبیین می‌کنند. همچنین، مقادیر VIF کمتر از ۱۰ بوده و وجود هم‌خطی شدید را رد می‌کند. قرارگیری آماره دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نیز مؤید نبود خودهمبستگی در باقی‌مانده‌هاست. در نهایت، با توجه به بیشتر بودن سطح معناداری آزمون بروش-پاگان از ۰/۰۵، فرض همسانی واریانس خطاها تأیید می‌شود.

خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در جدول (۶) آمده است:

جدول ۶: نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی اول

متغیر	نماد	تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۱.۱۲۵۹۳۴
اندازه شرکت	SIZE	۱.۱۹۳۰۳۷
اهرم مالی	LEV	۱.۸۴۴۳۴۴
سودآوری	ROA	۱.۸۳۰۴۵۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۱.۰۱۰۹۴۷
نوع حسابرس	BIG	۱.۱۰۷۳۸۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۴۸۱۲۷۸
آماره F		۵.۷۶۲۴۹۴
سطح معناداری		۰.۰۰۰۰۰۰
دوربین-واتسون		۱.۸۴۵۹۲۲
آماره بروش-پاگان		۹.۱۲۲۸۳۶
سطح معناداری		۰.۱۶۶۸

منبع: یافته‌های محقق

۶-۶ نتایج تخمین مدل رگرسیونی اول

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۷) آمده است:

جدول ۷: تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

$\beta_1 CG_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BIG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	۰.۴۱۵۷۵۳	۰.۰۲۲۴۹۰	۱۸.۴۸۵۷۸	۰.۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	CG	۰.۰۳۲۷۹۹	۰.۰۰۹۰۵۴	۳.۶۲۲۳۸۷	۰.۰۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۴۵۳۹	۰.۰۰۱۵۳۵	-۲.۹۵۶۶۵۳	۰.۰۰۳۱
اهرم مالی	LEV	-۰.۲۰۸۷۲۶	۰.۰۱۰۴۴۱	-۱۹.۹۹۰۶۵	۰.۰۰۰۰
سودآوری	ROA	۰.۲۰۵۹۸۸	۰.۰۱۶۲۸۲	۱۲.۶۵۱۶۰	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به	MB	۰.۰۰۰۱۵۳	۰.۰۰۰۰۱۷۴	۰.۸۸۲۵۰۴	۰.۳۷۷۵
نوع حسابرس	BIG	-۰.۰۳۷۴۵۵	۰.۰۰۵۳۴۹	-۷.۰۰۲۶۸۰	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی (CG) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی مثبت است که نشان می دهد با افزایش حاکمیت شرکتی، بنیه مالی شرکت ها نیز بهبود پیدا کرده است (تأیید فرضیه اول پژوهش)

۷-۶ مدل رگرسیونی دوم

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در جدول (۸) آمده است:

جدول ۸: نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
آزمون چاو F)	۳.۵۴۸۳۲۵	(۱۲۶/۱۱۳۵)	۰.۰۰۰۰	مدل پانلی (تابلویی)
آزمون هاسمن	۳۰.۴۹۴۷۵۶	۸	۰.۰۰۰۲	مدل اثرات ثابت

منبع: یافته‌های محقق

۶-۸- آزمون های برازش مدل

نتایج شاخص های برازش نشان داد که مدل رگرسیونی از نظر آماری معنادار است؛ زیرا سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ به دست آمد. همچنین، ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر آن است که حدود ۵۰ درصد از تغییرات بنیه مالی شرکت ها توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تبیین می شود. مقادیر ضریب تورم واریانس کمتر از ۱۰ بوده؛ بنابراین، مشکل همخطی شدید میان متغیرهای توضیحی وجود ندارد. افزون بر این، آماره دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد که نشان دهنده نبود خودهمبستگی در باقی مانده های مدل است. در نهایت، با توجه به اینکه سطح معناداری آزمون بروش-پاگان بیش از ۰/۰۵ است، فرض همسانی واریانس خطاها تأیید می شود و شواهدی از ناهمسانی واریانس در مدل مشاهده نمی گردد. خلاصه یافته های مربوط به آزمون های برازش مدل در جدول (۹) آمده است:

جدول ۹ : نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی دوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
حاکمیت شرکتی	CG	۲/۶۹۵۶۵۲
سلامت مالی	FH	۵/۱۸۶۳۳۱
حاکمیت شرکتی*سلامت مالی	CG*FH	۵/۶۷۵۱۸۲
اندازه شرکت	SIZE	۱/۱۹۸۳۶۶
اهرم مالی	LEV	۱/۸۵۲۵۹۵
سودآوری	ROA	۱/۹۱۴۱۶۷
ارزش بازار به دفتری	MB	۱/۰۱۱۲۹۵
نوع حسابرس	BIG	۱/۱۰۸۲۶۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۰۰۸۹۳
آماره F		۵/۶۸۳۲۷۱
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰
دوربین-واتسون		۱/۸۴۶۳۴۲
آماره بروش-پاگان		۹/۴۰۸۰۰۲
سطح معناداری		۰/۳۰۹۱

منبع: یافته های محقق

۹-۶ نتایج تخمین مدل رگرسیونی دوم

در این بخش مدل رگرسیونی تخمین زده شده است. نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۱۰) آمده است:

جدول ۱۰: تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

$FA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 FH_{it} + \beta_3 CG_{it} * FH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	۰.۴۴۵۴۰۹	۰.۰۲۶۵۷۰	۱۶.۷۶۳۸۸	۰.۰۰۰۰
حاکمیت شرکتی	CG	۰.۰۶۳۹۹۴	۰.۰۲۳۶۶۰	۲.۷۰۴۷۰۶	۰.۰۰۶۹
سلامت مالی	FH	-۰.۱۱۳۷۱۰	۰.۰۵۳۹۷۹	-۲.۱۰۶۵۵۰	۰.۰۳۵۲
حاکمیت شرکتی* سلامت مالی	CG*FH	۰.۰۱۲۰۴۲	۰.۰۰۵۴۴۶	۲.۲۱۱۳۸۹	۰.۰۲۷۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۴۷۴۸	۰.۰۰۱۵۳۸	-۳.۰۸۶۳۵۵	۰.۰۰۲۰
اهرم مالی	LEV	-۰.۲۰۸۵۳۷	۰.۰۱۰۴۶۳	-۱۹.۹۳۱۲۹	۰.۰۰۰۰
سودآوری	ROA	۰.۲۰۸۸۸۱	۰.۰۱۶۶۴۷	۱۲.۵۴۷۶۵	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۰.۰۰۰۱۴۸	۰.۰۰۰۱۷۴	۰.۸۵۱۸۸۸	۰.۳۹۴۳
نوع حسابرس	BIG	-۰.۰۳۷۴۹۰	۰.۰۰۵۳۵۰	-۷.۰۰۷۶۴۴	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر حاکمیت شرکتی*سلامت مالی شرکت (CG*FH) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد سلامت مالی نقش تعدیل گر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر حاکمیت شرکتی*سلامت مالی مثبت است که نشان می دهد این اثر مستقیم است (تایید فرضیه دوم پژوهش).

۱۰-۶ مدل رگرسیونی سوم

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در جدول (۱۱) آمده است:

جدول ۱۱: نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۳/۵۱۹۳۱۱	(۱۲۶/۱۱۳۷)	۰/۰۰۰	پائلی (تابلویی)
هاسمن	۲۵/۳۲۵۶۸۱	۶	۰/۰۰۰۳	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های محقق

۱۱-۶ آزمون‌های برازش مدل

بر اساس شاخص‌های برازش، مدل رگرسیونی از اعتبار و توان تبیین مناسبی برخوردار است. سطح معناداری آماره فیشر حاکی از معناداری کلی مدل است و ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که ۴۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود. همچنین، نتایج آزمون‌های تشخیصی شامل شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰، آماره دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ و عدم معناداری آزمون بروش-پاگان، به ترتیب مؤید عدم وجود هم‌خطی چندگانه، نبود خودهمبستگی و برقراری فرض همسانی واریانس خطاها در مدل است. خلاصه یافته‌های مربوط به آزمون‌های برازش مدل در جدول (۱۲) آمده است:

جدول ۱۲: نتایج آزمون‌های برازش مدل رگرسیونی سوم

متغیر	نماد	تورم واریانس
پایداری شرکتی	SR	۱/۰۲۰۸۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۱/۱۰۴۹۳۵
اهرم مالی	LEV	۱/۸۰۷۳۰۱
سودآوری	ROA	۱/۸۱۳۳۶۶
ارزش بازار به دفتری	MB	۱/۰۱۳۰۶۵
نوع حسابرس	BIG	۱/۱۰۲۹۰۹
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۷۹۶۷۸
آماره F		۵/۷۲۸۱۸۹
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰
دوربین-واتسون		۱/۸۴۰۱۲۹
آماره بروش-پاگان		۸/۹۷۴۵۵۰
سطح معناداری		۰/۱۷۵۰

منبع: یافته‌های محقق

۶-۱۲ تخمین مدل رگرسیونی سوم

نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۱۳) آمده است:

جدول ۱۳: نتایج تخمین مدل رگرسیونی سوم

$\beta_1 SR_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 MB_{it} + \beta_6 BIG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استواری	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	۰.۴۳۳۸۳۵	۰.۰۲۳۰۵۰	۱۸.۸۲۱۱۶	۰.۰۰۰۰
پایداری شرکتی	SR	۰.۰۲۹۵۲۲	۰.۰۱۱۴۲۳	۲.۵۸۴۳۹۶	۰.۰۰۹۸
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۳۷۲۴	۰.۰۰۱۴۷۸	-۲.۵۲۰۳۳۷	۰.۰۱۱۷
اهرم مالی	LEV	-۰.۲۱۱۵۳۰	۰.۰۱۰۳۳۷	-۲۰.۴۶۳۵۹	۰.۰۰۰۰
سودآوری	ROA	۰.۲۰۲۲۸۸	۰.۰۱۶۲۰۷	۱۲.۴۸۱۴۰	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به قیمت	MB	۰.۰۰۰۱۵۰	۰.۰۰۰۱۷۴	۰.۸۶۰۸۴۱	۰.۳۸۹۳
نوع حسابرس	BIG	-۰.۰۳۵۸۲۰	۰.۰۰۵۳۳۸	-۶.۷۰۹۸۶۳	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل پایداری شرکتی (SR) کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بین پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی مثبت است که نشان می دهد با افزایش پایداری شرکتی، بنیه مالی شرکت ها نیز بهبود پیدا کرده است (تایید فرضیه سوم پژوهش).

۶-۱۳ مدل رگرسیونی چهارم

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن

یافته های مربوط به آزمون های چاو و هاسمن در جدول (۱۴) آمده است:

جدول ۱۴: نتایج آزمون چاو و هاسمن

آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
چاو (F لیمر)	۳/۵۶۴۰۷۰	(۱۲۶، ۱۱۳۵)	۰/۰۰۰	پانلی (تابلویی)
هاسمن	۲۸/۵۴۵۰۲۸	۸	۰/۰۰۰۴	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های محقق

۱۴-۶ آزمون های برازش مدل

بر اساس شاخص های برازش، مدل رگرسیونی از معناداری و توان تبیین مناسبی برخوردار است؛ زیرا سطح معناداری آماره F کمتر از ۰/۰۵ است. ضریب تعیین تعدیل شده نیز نشان می دهد که حدود ۴۹ درصد از تغییرات بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل تبیین می شود. همچنین، مقادیر شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ است که نبود هم خطی شدید را تأیید می کند. قرارگرفتن آماره دوربین-واتسون در بازه ۱/۵ تا ۲/۵ نیز بیانگر نبود خودهمبستگی در باقی مانده هاست. در نهایت، با توجه به بیشتر بودن سطح معناداری آزمون بروش-پاگان از ۰/۰۵، فرض همسانی واریانس اجزای خطا تأیید می شود.

خلاصه یافته های مربوط به آزمون های برازش مدل در جدول (۱۵) آمده است:

جدول ۱۵: نتایج آزمون های برازش مدل رگرسیونی چهارم

متغیر	نماد	تورم واریانس
پایداری شرکتی	SR	۲/۷۳۳۵۰۶
سلامت مالی	FH	۴/۰۴۸۵۵۷
پایداری شرکتی*سلامت مالی	SR*FH	۵/۷۳۷۸۹۴
اندازه شرکت	SIZE	۱/۱۱۰۵۹۷
اهرم مالی	LEV	۱/۸۱۵۵۶۱
سودآوری	ROA	۱/۸۹۹۷۶۱
ارزش بازار به دفتری	MB	۱/۰۲۲۳۱۷
نوع حسابرس	BIG	۱/۱۰۴۰۶۸
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۴۹۱۶۱۱
آماره F		۵/۶۹۸۴۶۷
سطح معناداری		۰/۰۰۰۰۰۰
دوربین-واتسون		۱/۸۴۹۲۵۰
آماره بروش-پاگان		۹/۳۸۶۲۲۳
سطح معناداری		۰/۳۱۰۸

منبع: یافته های محقق

۶-۱۵ تخمین مدل رگرسیونی چهارم

نتایج مربوط به هر یک از متغیرها در جدول (۱۶) آمده است:

جدول ۱۶: نتایج تخمین مدل رگرسیونی چهارم

$FA_{it} = \beta_0 + \beta_1 SR_{it} + \beta_2 FH_{it} + \beta_3 SR_{it} * FH_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیر	نماد	بتا	انحراف استاندارد	تی استودنت	معناداری
ضریب ثابت	C	۰.۴۵۴۲۷۸	۰.۰۲۵۱۱۰	۱۸.۰۹۱۵۴	۰.۰۰۰۰
پایداری شرکتی	SR	-۰.۰۸۳۷۵۸	۰.۰۳۳۷۴۱	-۲.۴۸۲۳۹۲	۰.۰۱۳۱
سلامت مالی	FH	-۰.۰۹۴۱۲۹	۰.۰۴۳۹۵۹	-۲.۱۴۱۲۷۵	۰.۰۳۲۳
پایداری شرکتی* سلامت مالی	SR*FH	۰.۲۶۵۶۰۳	۰.۱۵۶۵۳۱	۱.۶۹۶۸۰۵	۰.۰۹۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰.۰۰۳۴۸۸	۰.۰۰۱۴۸۱	-۲.۳۵۵۱۷۰	۰.۰۱۸۵
اهرم مالی	LEV	-۰.۲۱۲۰۳۱	۰.۰۱۰۳۵۹	-۲۰.۴۶۹۰۳	۰.۰۰۰۰
سودآوری	ROA	۰.۲۰۵۳۲۵	۰.۰۱۶۵۸۶	۱۲.۳۷۹۶۲	۰.۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	MB	۰.۰۰۰۱۱۲	۰.۰۰۰۱۷۵	۰.۶۴۱۰۸۱	۰.۵۲۱۵
نوع حسابرس	BIG	-۰.۰۳۵۷۸۸	۰.۰۰۵۳۴۰	-۶.۷۰۱۶۷۴	۰.۰۰۰۰

منبع: یافته‌های محقق

سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر پایداری شرکتی*سلامت مالی شرکت کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد سلامت مالی نقش تعدیل گر بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد (رد فرضیه چهارم پژوهش).

۷- بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اول: بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت ها رابطه وجود دارد.

در فرضیه اول پژوهش به بررسی رابطه بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی مثبت است که نشان می دهد با افزایش حاکمیت شرکتی، بنیه مالی شرکت ها

نیز بهبود پیدا کرده است. این یافته ها سازگار با نتایج مطالعات نجفی و همکاران (۱۴۰۲)، اندرسن و تامپسون (۲۰۲۴) و میلر و دیویس (۲۰۲۰) می باشد.

فرضیه دوم: سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت ها دارد.

در فرضیه دوم پژوهش به بررسی اثر تعدیلی سلامت مالی بر رابطه بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر حاکمیت شرکتی*سلامت مالی شرکت کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد سلامت مالی نقش تعدیل گر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر تعدیل گر حاکمیت شرکتی*سلامت مالی مثبت است که نشان می دهد این اثر مستقیم است. این یافته ها سازگار با نتایج مطالعات جعفری دهکردی (۱۴۰۲)، ابراهیمی و همکاران (۱۴۰۰) و بهادوری و سلارکا (۲۰۱۹) می باشد.

فرضیه سوم: بین پایداری شرکتی با بنیه مالی رابطه وجود دارد.

در فرضیه سوم پژوهش به بررسی رابطه بین پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر مستقل پایداری شرکتی کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد بین پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، ضریب به دست آمده برای متغیر مستقل حاکمیت شرکتی مثبت است که نشان می دهد با افزایش پایداری شرکتی، بنیه مالی شرکت ها نیز بهبود پیدا کرده است. این یافته ها سازگار با نتایج مطالعه حیدری و همکاران (۱۴۰۳) می باشد.

فرضیه چهارم: سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت ها دارد.

در فرضیه چهارم پژوهش به بررسی اثر تعدیلی سلامت مالی بر رابطه بین پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که سطح معناداری به دست آمده برای متغیر تعدیل گر پایداری شرکتی-سلامت مالی شرکت کمتر از خطای ۵ درصد می باشد که نشان می دهد سلامت مالی نقش تعدیل گر بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. این یافته ها سازگار با نتایج مطالعه حیدری و همکاران (۱۴۰۳) می باشد.

در پژوهش حاضر به بررسی حاکمیت و پایداری شرکتی، بنیه مالی و سلامت مالی در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که نتایج به دست آمده برای فرضیه های اصلی در این مطالعه نشان می دهند که بین سطوح مختلف حاکمیت شرکتی و پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت ها رابطه معناداری وجود دارد. علاوه بر این، سلامت مالی نقش تعدیلگر بر رابطه سطوح مختلف حاکمیت شرکتی با بنیه مالی شرکت ها دارد. اما اثر

تعدیلی سلامت مالی بر رابطه پایداری شرکتی با بنیه مالی شرکت‌ها مورد تایید قرار نگرفت. در ارتباط با نتایج به دست آمده بایستی اشاره شود که مؤلفه های حاکمیت شرکتی شامل ساختارهای اداری، ساختارهای عملکردی و توزیع قدرت در سازمان هستند که تأثیر بسیار قوی بر بنیه مالی شرکت دارند. ساختار حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند برای شرکت منجر به مشارکت افرادی با ذینفعان مختلف شود و سبب شود که سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته باشند. این اعتماد شرکت را قادر می‌سازد تا بسیاری از تغییرات سرمایه‌ای را مدیریت کند و در عین حال حجم و سرعت تأمین سرمایه را افزایش دهد. علاوه بر این، ساختار حاکمیت شرکتی مؤثر، با شفافیت و عدم تعارض منافع، سبب می‌شود که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری به صورت بیشتر از معیارهای اقتصادی تعیین شود. این موضوع باعث می‌شود تا سرمایه‌گذاران به صورت منطقی‌تر به تأمین سرمایه و بررسی مزیت‌های پروژه‌ها و راه‌اندازی مجدد پروژه‌ها نگاه کنند که منجر به افزایش راندمان سرمایه‌گذاری شده و بنیه مالی شرکت می‌شود. ضمن اینکه، ساختار حاکمیت شرکتی قوی می‌تواند باعث کاهش ریسک مالی شرکت شود. این ساختار باعث کاهش تعارض منافع بین اعضای سازمان می‌شود و احتمال وقوع تقلب و فساد را کاهش می‌دهد. این امر سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران بهترین تصمیم‌گیری را در مواجهه با ریسک‌های مالی بتوانند اتخاذ کنند و به طور کلی به بنیه مالی شرکت کمک کنند. در نهایت، ساختار حاکمیت شرکتی قوی و شاخص‌های حاکمیتی مناسب می‌تواند روابط سازمانی را با بانک‌ها و سایر منابع تأمین مالی بهبود بخشد. این امر باعث می‌شود تا شرکت به راحتی بتواند منابع مالی مورد نیاز را تأمین کند و بنیه مالی خود را تقویت کند. به طور کلی، مؤلفه های حاکمیت شرکتی قوی تأثیر زیادی بر بنیه مالی شرکت دارد. این مؤلفه‌ها سبب اعتماد سرمایه‌گذاران و ذینفعان شرکت می‌شود و منجر به افزایش راندمان سرمایه‌گذاری، کاهش ریسک مالی و دسترسی آسان‌تر به منابع مالی می‌شود.

از سوی دیگر، سلامت مالی به مفهوم توان سودآوری و تداوم فعالیت واحد اقتصادی برای کلیه سهامداران و صاحبان منافع، اهمیت بسیار زیادی دارد و اساساً همه صاحبان منافع در واحدهای اقتصادی به داشتن ابزارهای مناسبی علاقه‌مندند که سودآوری و تداوم فعالیت این واحدها را بتوانند ارزیابی و پیش‌بینی کنند. پیشرفت سریع فناوری و تغییرات محیطی وسیع نیز شتاب‌دهنده‌های به اقتصاد بخشیده است و رقابت روزافزون بنگاه‌های اقتصادی، دستیابی به سود را محدود و احتمال ناتوانی در ایفای تعهدات و توقف فعالیت‌های آنها را افزایش داده است. یکی از ابزارهای ارزیابی توان مالی شرکت‌ها، استفاده از نسبت‌های مالی مستخرج از صورتهای مالی و انواع مؤلفه‌های مبتنی بر ارزش به عنوان متغیرهای پیش‌بینی‌کننده سلامت مالی شرکت‌ها در تشخیص علائم سلامت مالی کسب و کار یا علائم است. عدم وجود سلامت مالی به هزینه‌های درماندگی مالی منجر می‌شود. هزینه‌های مستقیم شامل هزینه‌های پیش‌بینی نشده برای وکلا و حقوق‌دانان، حسابداران، متخصصان و مشاوران بازسازی، و هزینه‌های غیرمستقیم نیز طیف وسیعی از هزینه‌های فرصت غیرقابل مشاهده را در بر می‌گیرد.

برخی نیز هزینه های درماندگی مالی را به خسارت وارده ناشی از فروش دارایی به قیمت ارزان، هزینه بالای سرمایه، هزینه های فرصت، هزینه از دست دادن مشتریان، دریافت اعتبار تجاری مجدد و تضاد منافع، تقسیم می کند. هزینه های ورشکستگی برای انواع مختلفی از شرکت ها متفاوت است، اما معمولاً شامل حق الزحمه های قانونی و خروج سرمایه انسانی بالارزش می باشد.

در نهایت، مفهوم عملکرد پایدار به گنجاندن تمرکز شرکتی فراتر از حداکثر کردن سود کوتاه مدت از طریق در نظر گرفتن تأثیر عملیات آن بر همه سهام داران، از جمله جامعه، جامعه و محیط زیست اشاره دارد. انگیزه هایی که ممکن است پیامدهای افشای پایدار شرکتی را توضیح دهد، می تواند به نظریه مشروعیت مرتبط باشد. توجه روز افزون عمومی به افشای پایدار فشار قابل توجهی را بر شرکت ها وارد کرده است تا اطلاعات مربوط به افشای پایدار خود را برای تضمین مشروعیت شرکت افشا کنند. علاوه بر این، شرکت ها از افشای پایدار به عنوان یک سازوکار استراتژیک برای ایجاد و تقویت مشروعیت استفاده می کنند. این یک اعتماد متقابل ایجاد می کند که نشان دهنده یک قرارداد اجتماعی کارآمدتر با سهامداران است. ادبیات پیشین از نظریه مشروعیت برای پیوند دادن ادراک مشروعیت به مفهوم نظریه قرارداد اجتماعی استفاده کرده است. این مطالعات به وجود یک قرارداد اجتماعی بین یک شرکت و جامعه اشاره دارد که در آن فعالیت های شرکتی مطابق با انتظارات اجتماعی تلقی می شود. مشروعیت شرکت یک منبع سازمانی ضروری برای بقای آن است و توسط جامعه به سازمان اعطا می شود. این منبع می تواند توسط استراتژی های مختلف افشای شرکتی مدیریت یا تحت تأثیر قرار گیرد. افشای پایدار شرکت اطلاعات مورد نیاز را برای نشان دادن تعهد تجاری به انتظارات ذینفعان فراهم می کند. ارائه یک افشای پایدار بالاتر، ارائه دهندگان منابع مالی را بر می انگیزاند تا به طور مثبت واکنش نشان دهند و به این شرکت ها با منابع ارزان تر سرمایه پاداش دهند. برعکس، عدم رعایت قرارداد اجتماعی توسط شرکت ها عواقب پر هزینه ای دارد. برای مثال، می تواند منجر به تحریم های مختلفی علیه شرکت شود، مانند محدود کردن منابع مالی یا سرمایه ای آن. افشای پایدار هم چنین می تواند به شرکت ها کمک کند تا ریسک مرتبط با تأثیر مقررات جدید یا اقدامات مالی را کاهش دهند و سرمایه گذارانی که برای مسئولیت اجتماعی اهمیت قایل می شوند، را جذب کنند. علاوه بر این، بسیاری از مؤسسات مالی استراتژی هایی را اتخاذ کرده اند که منابع را در اختیار شرکت هایی با افشای پایدار بالاتر قرار می دهد. این طرح ها از این استدلال حمایت می کنند که شرکت هایی با افشای پایدار بالاتر ممکن است نیازهای مالی خود را با نرخ ارزان تری تامین کنند. با اشاره به تنوع مشروعیت، می توان این طور استدلال کرد که بهبود در افشای پایدار شرکت ها منجر به دسترسی به منابع ارزان تر سرمایه می شود. این به دو دلیل مهم است. اول اینکه، تعهد شرکت و روابط با ذینفعان را با ایجاد اعتماد متقابل بهبود می بخشد و دوم اینکه، شرکت هایی که افشای پایدار بالاتری دارند، به احتمال زیاد افشای مرتبط را ارائه می کنند، زیرا نشان دهنده شفافیت و انطباق بیشتر با مقررات است. این امر مسائل مرتبط

با عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد که در نهایت، منجر به کاهش هزینه سرمایه سهام شرکت‌ها می‌شود.

۸- پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه اول پژوهش پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران هنگام ارزیابی شرکت‌ها، علاوه بر تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی، به مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی توجه نموده و به عنوان عامل تأثیرگذار بر بنیه مالی در نظر بگیرند تا بتوانند پرتفوی مناسبی را برای سرمایه‌گذاری انتخاب نمایند.

با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه دوم پژوهش پیشنهاد می‌شود رؤسای هیئت مدیره با تقویت نظارت و تعیین ضوابط و نظارت دقیق بر عملکرد مدیران ارشد و اعضای هیئت مدیره شرکت، مانند تقویت سیستم حسابرسی داخلی و خارجی و انتخاب حسابرسان مستقل، به سازگارسازی عملکرد شرکت با استانداردهای حاکمیت شرکتی کمک کنند و در نتیجه باعث افزایش بنیه مالی شرکت شوند.

با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه سوم پژوهش پیشنهاد می‌شود تحلیل‌گران با استفاده از نتایج مطالعه حاضر و اثرگذاری سلامت مالی شرکت‌ها، الگویی را برای استخراج و محاسبه درجه سلامت مالی شرکت‌ها ارائه دهند.

با توجه به نتیجه به دست آمده در فرضیه چهارم پژوهش پیشنهاد می‌شود با توجه به هزینه‌های بالقوه مرتبط با فعالیت خارج از هنجار قرارداد اجتماعی، مدیران شرکت‌ها استراتژی‌های افشاگری مانند افشای پایداری شرکت را برای اطمینان از اینکه عملیات شرکت مشروع تلقی می‌شود، اتخاذ کنند. این امر می‌تواند موجب نگرش مثبت در اعتباردهندگان شده و در نتیجه کاهش هزینه‌های سرمایه سهام را به دنبال داشته باشد.

منابع

۱. احمدیان، اعظم. (۱۴۰۲). اثر افشای اطلاعات عمومی بانک ها بر سلامت مالی. فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، ۱۴ (۵۲)، ۱۸۸-۲۳۰.
۲. باقری و حسین و جنانی، محمدحسن. (۱۴۰۱). «تحلیل رابطه میان بنیة مالی و سلامت مالی شرکت ها در بورس تهران». دومین همایش بین المللی مدیریت و فرهنگ توسعه، تهران.
۳. بدری، احمد. (۱۴۰۲). مبانی و ضرورت حاکمیت شرکتی. مجموعه مقالات حاکمیت شرکتی. تهران: نشر بورس اوراق بهادار تهران. (مدیریت آموزش).
۴. پورآدینه، امیررضا. (۱۴۰۳). بررسی تأثیر توانایی مالی و استقلال مالی بر رفاه مالی کارکنان شهرداری یزد با نقش تعدیلی خودکارآمدی مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی امام جواد (ع) - یزد.
۵. پورعلی، محمدرضا و تقوی، مهدی. (۱۳۹۰). بررسی و تحلیل معیارهای ارزش آفرینی ارزیابی عملکرد در شناسایی سطوح مختلف سلامت مالی: شواهدی از ایران. مجله علوم و فناوری هند، ۴ (۱۰)، ۱۳۷۸-۱۳۹۱.
۶. پورعلی، محمدرضا و داداشی، نسرين. (۱۳۹۳). "رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هموار سازی سود". مجله فنی و مهندسی ترکیه، شماره ۲۱ (۳): ۶۱۷-۶۲۱.
۷. پورعلی، محمدرضا. (۱۳۹۲). تدوین مدلی برای سنجش و ارزیابی سلامت مالی در ایران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. ۲ (۵).
۸. جعفری دهکردی، حمیدرضا و نجفی مر غملکی، حامد. (۱۴۰۲). نقش مولفه های حاکمیت شرکتی در بنیه مالی شرکت های صنایع شیمیایی و پلیمری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ششمین کنفرانس بین المللی تحولات نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تهران.
۹. حساس یگانه، علی؛ و هاشمی، سیدعباس. (۱۴۰۳). "بررسی تحلیلی رابطه بین جریان های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی ارائه مدلی برای پیش بینی جریان های نقدی عملیاتی". مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۸، ۵۲-۸۴.
۱۰. حیدری، هادی؛ صابریان رنجبر، سوده و نیلی، فرهاد. (۱۴۰۳). «تأثیر سیاست های حاکمیت شرکتی بر بنیه مالی و سلامت مالی شرکت های کوچک و متوسط. نخستین کنفرانس ملی و توسعه مدیریت پولی و بانکی».
۱۱. رجال زاده، حمیدرضا؛ تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر. (۱۴۰۰). بررسی رابطه سود تقسیمی و سلامت مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، پردیس فارابی.
۱۲. رحیمیان، نظام الدین؛ صالح نژاد، سیدحسن و سالکی، علی. (۱۴۰۲). "رابطه میان برخی ساز و کار های حاکمیت شرکتی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابرسی، ۱۶ (۴)، ۷۱-۸۶.
۱۳. رستم خانی، زهره. (۱۴۰۱). تأثیر سواد مالی بر توانایی مالی با توجه به نقش میانجی خودکارآمدی مالی (مورد مطالعه شهرداری ساوه). پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور استان مرکزی.

۱۴. رفیعی، محمدرضا؛ فلاح، علی و مهدیزاده خراسانی (۱۴۰۲). «بررسی رابطه بین مؤلفه‌های حاکمیت شرکتی و سلامت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران». ولین کنفرانس بین‌المللی حماسه سیاسی (با رویکردی بر تحولات خاورمیانه) و حماسه اقتصادی (با رویکردی بر مدیریت و حسابداری)، رودهن.
۱۵. سیدی، فضه و ولیزاده، اکبر. (۱۴۰۳). تعیین اثر واسطه‌ای سواد مالی دیجیتال بر رابطه بین توانایی مالی و استقلال در تصمیم‌گیری و رفاه مالی ادراک شده. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی سراج.
۱۶. علی جمکران، زهرا. (۱۴۰۳). تأثیر بکارگیری سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارتقای عملکرد مالی سازمان‌ها. ششمین همایش سالانه انجمن مالی ایران، تهران.
۱۷. فخاری، حسین؛ و تقوی، سید روح‌الله. (۱۴۰۲). کیفیت اقلام تعهدی و مانده وجه نقد. فصلنامه علمی-پژوهشی بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۶ (۳)، (پیاپی ۶۸۲۸۲)، ۸۴-۶۹.
۱۸. کاشانی‌پور، محمد؛ و بیژن نقی‌نژاد. (۱۴۰۲). بررسی اثر محدودیت‌های مالی بر تغییرات سطوح نگهداری وجه نقد در برابر تغییرات در جریانهای نقدی. پیشرفت‌های حسابداری، ۱ (۲)، ۷۲-۹۳.
۱۹. نجفی، حامد و جعفری‌دهکردی، حمیدرضا (۱۴۰۲). «بررسی تأثیر ساختارهای حاکمیت شرکتی و بنیه مالی بر عملکرد و سلامت مالی شرکت‌های فعال در بورس. چشم انداز حسابداری و مدیریت» دوره ۳، شماره ۲۹
20. Aerlangga, A. (2025). The Influence Of Financial Health On Bank Financial Performance. Jurnal Multidisiplin Sahombu, 5(03), 617-628.
21. Akai, N. (2024). Evidence-based policy making in Japan's public expenditure: compatibility of fiscal health and investing for the future. Asia Pacific Business Review, 30(3), 514-527.
22. Al-Nsour, O. J., Al-Shurafa, A. J., Kanakriyah, R. M., Joudeh, A. H. M., & Salameh, R. S. (2024). The Effects of Board Composition on Capital Structure: Evidence from Jordan. Calitatea, 25(203), 40-50.
23. Anderson, R. & Thompson, A., (2024). In the shadow of bureaucratic governance: A framework for internal governance in government organisations. Australian Journal of Public Administration.
24. Brown & Wilson (2025). "The Relationship Between Transparency and Financial Soundness in Global Markets." Journal of Financial Reporting and Accounting.
25. Carter and Evans (2025). Examining the role of social responsibilities in improving financial health and market confidence. Cogent Business & Management, 11(1), 2390692.
26. Claessens, S., Glaessner, T., & Klingebiel, D. (2025). Future Proofing Central Banks' Financial Strength. CEPR Discussion Paper 20049, 13 March.

27. Minh, T. C., Thi, M. N., Thuy, L. V., Van, H. H., Huy, H. P., Tran, A. T. L., & Van, H. T. (2024). Impact Of Financial Capability On The Sustainable Growth Of Securities Companies: A Case Study. *Risk Governance & Control: Financial Markets & Institutions*, 14(1).
28. Nguyen, H. C & Hoang, T. T., (2023). The impact of legal and regulatory frameworks on the financial health of firms in developing countries. *Economics: Innovative & Economic Research Journal/Casopis za Ekonomsku Teoriju i Analizu*, 12(2).
29. Patil, R.& Sang, H. R. (2022). The Role of Financial Health in Predicting Long-Term Performance in Selected Industries in Thailand. *Human Behavior, Development & Society*, 26(2).
30. Shi, W., Ali, M., & Leong, C. M. (2024). Dynamics of personal financial management: a bibliometric and systematic review on financial literacy, financial capability and financial behavior. *International Journal of Bank Marketing*, 43(1), 125-165.
31. Sulemana, I., Cheng, L., Agyemang, A. O., Osei, A., & Nagriwum, T. M. (2025). Stakeholders and sustainability disclosure: Evidence from an emerging market. *Sustainable Futures*, 9, 100445.
32. Naidoo, Ramoorthee Surendra.(2007). "A predictive model of the states of financial health" in South African Businesses", Ph.D.dissertation, University of South Africa,Johannesburg.
33. Villagrasa, J., Escribá-Esteve, A., Donaldson, C., & Sánchez-Peinado, E. (2025). Firms financial strength during crisis periods: does “familiness” matter?. *Journal of Family Business Management*, 15(4), 1087-1111.
34. Xiao, J. J., Huang, J., Goyal, K., & Kumar, S. (2022). Financial capability: a systematic conceptual review, extension and synthesis. *International Journal of Bank Marketing*, 40(7), 1680-1717.
35. Yi, H., Meng, X., Linghu, Y., & Zhang, Z. (2023). Can financial capability improve entrepreneurial performance? Evidence from rural China. *Economic research-Ekonomska istraživanja*, 36(1), 1631-1650.