فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۵ / شماره ٤ (پیاپی ۶۰) / زمستان ۱٤۰۵
صفحه ۵۹۳ تا ۶۱۱

ارزیابی اثر معماری مالی بر عملکرد و ارزش شرکت: رویکردی مبتنی بر هم‌افزایی ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه

مصطفی خادم الحسینی
گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
mostafakhademalhoseini@iau.ac.ir

زهره حاجیها
گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.
Drzhajiha@iau.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۵/۰۴/۱۰ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۵/۰۵/۱۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی نقش معماری مالی شرکت به‌عنوان سازه‌ای چندبعدی متشکل از ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در تبیین عملکرد مالی و ارزش شرکت است. معماری مالی به‌منزله یکی از مهم‌ترین زیربناهای تصمیم‌گیری مالی و مدیریتی، می‌تواند از طریق ایجاد هماهنگی میان سازوکارهای نظارتی و تأمین مالی، زمینه‌ساز بهبود کارایی و افزایش ارزش اقتصادی شرکت‌ها شود. جامعه آماری پژوهش، شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۷-۱۴۰۳ می‌باشد. نمونه ی آماری بر اساس معیارهای غربالگری شده تعداد ۱۵۱ شرکت می‌باشد. این پژوهش بر اساس ماهیت و اهداف پژوهش از نوع پژوهشهای کاربردی می‌باشد. داده های مربوط به متغیرهای پژوهش بعد از گردآوری در نرم افزار اکسل با استفاده از نرم افزار آماری ایویوز نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. سپس آزمون فرضیه ها با رگرسیون خطی انجام شد. در این پژوهش، با تکیه بر مبانی نظری و شواهد تجربی، رابطه میان ابعاد مختلف معماری مالی و دو پیامد اصلی یعنی عملکرد مالی و ارزش شرکت مورد آزمون قرار گرفت. نتایج نشان داد که معماری مالی تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی دارد و همچنین می‌تواند ارزش شرکت را به‌طور معناداری افزایش دهد. این یافته‌ها حاکی از آن است که هرچه ساختار مالکیت کارآمدتر، سازوکارهای حاکمیت شرکتی مؤثرتر و ساختار سرمایه متوازن‌تر باشد، شرکت‌ها از موقعیت بهتری برای خلق ارزش و بهبود نتایج مالی برخوردار خواهند بود. افزون بر این، متغیرهای کنترلی مورد استفاده نیز نقش معناداری در توضیح تغییرات متغیرهای وابسته داشتند که نشان‌دهنده اهمیت ویژگی‌های سازمانی و مالی شرکت در کنار معماری مالی است. در مجموع، نتایج پژوهش بر ضرورت توجه هم‌زمان به ابعاد مختلف معماری مالی در تصمیم‌گیری‌های مدیریتی و سیاست‌گذاری تأکید دارد و نشان می‌دهد که طراحی یک ساختار مالی منسجم می‌تواند به ارتقای عملکرد و افزایش ارزش شرکت منجر شود.

واژه‌های کلیدی: معماری مالی، ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، عملکرد مالی، ارزش شرکت

۱- مقدمه

ارزیابی عملکرد مالی از مهمترین موضوعات مورد توجه سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی می‌باشد. مدیران شرکت‌ها به منظور ارزیابی عملکرد خود و قسمتهای تحت پوشش از معیارهای مختلفی استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاران به منظور ارزیابی میزان موفقیت در بکارگیری سرمایه آنها و تصمیم‌گیری در مورد حفظ، افزایش و یا فروش سرمایه‌گذاری مزبور، به ارزیابی عملکرد مدیریت علاقه مندند. اعتبار دهندگان به منظور تصمیم‌گیری در مورد میزان و نرخ اعطای اعتبار، به ارزیابی عملکرد می‌پردازند . یکی از وظایف مهم مدیران کنترل دارایی‌های عملیاتی است. اگر دارایی‌های اضافی در عملیات به کار گرفته شوند هزینه های عملیاتی افزایش خواهد یافت. بازده دارایی‌ها با کنترل هزینه ها، سود خالص و حجم فروش موجب می‌شود مدیران در بکارگیری دارایی‌های عملیاتی به دقت برنامه ریزی نمایند. در واقع بازده دارایی‌های عملیاتی معیار اساسی مورد استفاده جهت ارزیابی عملکرد مدیریت است. هنگامی‌که شرکت‌ها با عملکرد مشابه، دارای عمر دارایی متفاوتی هستند، بدون تعدیلات بهای تمام شده تاریخی، می‌توانند موجب کاهش قابلیت مقایسه بازده دارایی‌ها گردند (آواشی و همکاران[1]، ۲۰۲۰).

رشد دارایی‌ها، ترکیب دارایی‌های اندازه‌گیری شده به بهای جاری را افزایش داده و موجب افزایش سودمند بازده دارایی‌ها می‌گردد. محققان بازده دارایی را به طور منظم به نسبت‌های خاص‌تر (گردش دارایی و حاشیه سود) تفکیک نموده تا اطلاعاتی راجع به سودآوری شرکت به دست آورند. نتایج حاکی از آن بود که برآورد نسبت گردش دارایی‌ها و حاشیه سود برای سودآوری جاری سودمند است و اطلاعاتی در مورد راهبردهای شرکت ارائه می‌دهد. در واقع این نسبت‌ها برای بیان تغییرات در بکار گیری دارایی‌های شرکت در جهت کسب عملکرد عملیاتی برتر سودمند می‌باشند . از نظر کاپلان مدیریت مبتنی بر ارزش بر تصمیم‌گیری بهتر در تمام سطوح شرکت تأکید دارد و با ایجاد انگیزه در مدیران آنها را به سمت افزایش ارزش شرکت سوق می‌دهد. اگر شرکت در ایجاد ارزش، موفق باشد نه‌تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها، بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد. سنجش عملکرد در فرآیند تصمیم‌گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهم‌ترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است، پس کارکرد معیارهای مالی و اقتصادی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت‌ها ضروری هست.

عمومی‌ترین شکل معماری مالی بیان الگوهای ساختار ذاتی سیستم، برنامه یا مفهوم کلی مورد استفاده برای ایجاد آن و دستیابی به اهداف استراتژیک این فعالیت‌ها، با در نظر گرفتن ترکیبی از عوامل خارجی و داخلی از ایده شرکت است . شایستگی‌های نسبی واسطه‌های مالی در مقابل بازارهای مالی به عنوان تأمین کنندگان سرمایه، موضوعی مکرر در امور مالی شرکت‌ها بوده است. بحث سیستم کلان اقتصادی این است که آیا ساختار مالی یک اقتصاد یعنی درجه بانکداری یا بازار محور بودن سیستم مالی آن، تأثیری بر عملکرد اقتصادی در بخش واقعی دارد یا خیر. یا به عبارتی معماری مالی برای رشد بلند مدت و به ویژه در پرورش نوآوری‌ها و فناوری اهمیت دارد نقش معماری مالی در پرورش نوآوری و فناوری از نظر تئوری بحث برانگیز است. دیدگاه‌های بانک محور و بازار محور اساساً بر شایستگی بانک‌ها یا بازارهای مالی در کاهش نقایص اطلاعاتی تأکید دارند (هسپول[2]، ۲۰۲۰). شرکت‌ها و بانک‌ها

[1] Awaysheh, A., Heron, R. A., Perry, T., & Wilson, J. I
[2] Heslop, L. A

عملکردهای حیاتی را در اقتصاد انجام می‌دهند، از جمله تشکیل سرمایه، تقسیم ریسک، تولید اطلاعات و نظارت بر آن. سیستم‌های بانک محور یا بازار محور معمولاً با تمرکز بر اثربخشی نسبی که بانک‌ها یا بازارها این عملکردهای مشترک را انجام می‌دهند، ایجاد می‌شود. به طور خاص، ویژگی اصلی بازارهای مالی این است که قیمت‌های شکل گرفته در بازارهای مالی اطلاعات ارزشمندی را برای تصمیمات واقعی شرکت‌ها فراهم می‌کنند (کالدیتری[1]،۲۰۲۰). سودآوری بالا، عملکرد مالی خوب و چشم انداز شرکت را نشان می دهد به طوری که سرمایه گذاران به این سیگنال ها پاسخ مثبت می دهند ، که به نوبه خود سود آوری شرکت را افزایش می دهد. بنابراین ، معماری مالی معیاری برای مشاهده توانایی شرکت در تولید سود است.تحقیق انجام شده توسط رمضانی و همکاران (۲۰۰۴) نشان داد که عملکرد مالی با پروکسی معماری مالی به طور مثبت بر ارزش شرکت تأثیر می گذارد.در واقع دارایی شرکت می‌تواند عاملی برای معماری مالی شرکت باشد. بیشتر دارایی‌های شناخته شده، ماهیت مشهود و عینی دارند و ارزش این دارایی‌ها به طور ادواری اندازه‌گیری و افشا می‌شود. دارایی‌های فیزیکی، می‌تواند به معنی زمین، ماشین‌آلات، موجودی کالا، تجهیزات و.... باشد، درحالی که دارایی‌های نامشهود فاقد ماهیت عینی و به دارایی‌های مانند حق اختراع، نام تجاری و دارایی‌هایی از این قبیل اطلاق می‌شود. اهمیت دارایی‌های نامشهود (مانند مهارت‌های نیروی کار و سازمان) در تعیین سودهای آتی به طور فزاینده‌ای در حال افزایش است. علاوه بر این، شناسایی این دارایی‌ها مشکل‌تر است و این سختی مربوط به تعیین ارزش آن‌هاست که از گذشته تا به امروز ادامه داشته است و احتمالاً به همین دلیل است که در بیشتر شرکت‌ها اصلاً گزارش نمی‌شوند. همین امر باعث شده است که این دارایی‌ها برای جهان خارج از مؤسسه، نامرئی باقی بمانند و حتی گاهی اوقات برای کارکنان درون سازمان نیز قابل تشخیص نباشند. اهمیت دارایی‌های نامشهود از آنجا مشخص می‌شود که برخی از دارایی‌های نامشهود به عنوان مزیت‌های رقابتی شرکت‌ها هستند که توسط رقبا به سختی قابل کپی‌برداری هستند، به همین دلیل اهمیت تعریف دقیق این دارایی‌ها، اندازه‌گیری و مدیریت آنها روز به روز بیشتر می‌شود و از جمله مسائل مهم مد نظر مدیران است (کپلن و نورتن،۲۰۰۴). دارایی‌های نامشهود می‌تواند همانند دیگر دارایی‌های شرکت نتایج مشهود داشته و قابل تبدیل به ارزش مالی باشد و یا از طریق رشد درآمد شرکت یا کاهش هزینه‌ها می‌تواند تأثیرگذار باشد. این در حالی است در دنیای کسب و کار نمی‌توان چیزی را مدیریت کرد مگر آنکه بتوان آن را اندازه‌گیری کرد و تا زمانی که خوب تعریف نشده، اندازه‌گیری آن نیز ممکن نیست.

اهمیت این پژوهش در گذار از رویکردهای تک‌بعدیِ متداول به سمت یک نگاه «سیستمی و یکپارچه» به مقوله مدیریت مالی نهفته است. در محیط‌های اقتصادیِ پرتلاطم و در حال توسعه، بنگاه‌های اقتصادی صرفاً با بهینه‌سازیِ یکی از ابعاد (مثلاً ساختار سرمایه) قادر به حفظِ مزیت رقابتی نیستند. اهمیت استراتژیک این پژوهش از آن‌جا ناشی می‌شود که تبیین می‌کند «معماری مالی» به عنوان یک سازه هم‌افزا، چگونه با تنظیمِ دقیقِ اهرم‌های مالکیت، نظارت و تأمین مالی، نه تنها کاراییِ عملیاتی را افزایش می‌دهد، بلکه «تاب‌آوری مالی» شرکت را در برابر نوسانات بازار تضمین می‌کند. این مطالعه به مدیران نشان می‌دهد که تصمیماتِ مالی در خلاء اتخاذ نمی‌شوند؛ بلکه تعاملِ پیچیده میانِ ساختار حاکمیتی و نحوه تأمین سرمایه است که در نهایت سرنوشتِ «ارزش‌افزوده»

[1] Caldentey, E. P

شرکت را در بازار سرمایه تعیین می‌کند. بنابراین، نتایج این پژوهش برای سیاست‌گذاران در جهت تدوین کدهای حاکمیتیِ مبتنی بر عملکرد و برای سرمایه‌گذاران در جهت غربالگریِ شرکت‌های دارای «معماری مالی منسجم»، دارای اهمیت حیاتی است. یکی از چالش‌های بنیادین در مطالعات مالی، تقلیلِ پیچیدگی‌های ساختاریِ شرکت‌ها به مؤلفه‌های منفرد و انتزاعی است. پژوهش‌های پیشین در بازار سرمایه ایران، غالباً با رویکردی تک‌بُعدی به بررسی اثراتِ حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت یا تصمیماتِ تأمین مالی پرداخته‌اند؛ رویکردی که اگرچه به تبیین روابطِ جزئی کمک کرده، اما از درکِ پیوندِ ارگانیک و هم‌افزاییِ استراتژیک میان این مؤلفه‌ها بازمانده است. نوآوریِ اصلی پژوهش حاضر در گذار از این نگاهِ تقلیل‌گرایانه به یک پارادایمِ سیستمی است که در آن «معماری مالی» نه به‌عنوان یک مفهوم انتزاعی، بلکه به مثابه سازه‌ای چندلایه و یکپارچه در نظر گرفته می‌شود. این مطالعه برای نخستین بار در بسترِ بورس اوراق بهادار تهران، کنش و واکنش‌های میان ساختار مالکیت، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ترکیبِ ساختار سرمایه را در قالب یک مدلِ واحدِ ترکیبیِ هم‌افزا تعریف و تحلیل کرده است.

علاوه بر این، در حالی که بسیاری از مدل‌های سنتی در تبیینِ ارزش شرکت با محدودیت‌های جدی مواجه هستند، نوآوریِ عملیاتی این پژوهش در بومی‌سازیِ شاخص‌های کلارک و همکاران (۲۰۱۸) و انطباق آن با مقتضیاتِ ساختاری و نهادیِ بازار ایران نهفته است. ادغامِ متغیرهای نظارتیِ خاص مانند کیفیت کمیته‌های حسابرسی و نقش مالکیتِ نهادی و دولتی در یک شاخصِ ترکیبی، این امکان را فراهم آورده است که پژوهش حاضر، تصویری دقیق‌تر و واقعی‌تر از وضعیتِ حکمرانیِ مالی در شرکت‌های ایرانی ارائه دهد. این رویکردِ تلفیقی، نه تنها باعث افزایش قدرت پیش‌بینی مدل در تبیینِ تغییرات عملکردی و ارزشی شده، بلکه به شکلی نوآورانه نشان می‌دهد که چگونه شرکت‌ها می‌توانند با طراحی یک معماریِ مالی منسجم، به جای تکیه بر تصمیماتِ لحظه‌ای و غیرِمتمرکز، ریسک‌های نمایندگی را کاهش داده و ارزش اقتصادیِ پایداری برای ذینفعان ایجاد کنند.
در نهایت، وجه تمایزِ دیگرِ این پژوهش در پل زدن میانِ دو لایه‌ی متفاوتِ خروجی‌های مالی است؛ به این معنا که این تحقیق نه تنها سودآوریِ کوتاه‌مدت (عملکرد حسابداری) را به چالش می‌کشد، بلکه به تحلیلِ مکانیسم‌هایی می‌پردازد که در بلندمدت، نگاهِ بازار به ارزشِ ذاتیِ شرکت را شکل می‌دهند. بدین ترتیب، مطالعه حاضر با پر کردنِ شکافِ موجود میانِ حاکمیتِ رسمی و کاراییِ عملیاتی، الگویی نوین پیشِ روی مدیران و تحلیل‌گران قرار می‌دهد تا درک کنند که در بازارهای نوظهور، قدرتِ مالیِ شرکت نه در برتریِ یکی از ابعاد، بلکه در هارمونی و انطباقِ سازنده میان تمامیِ ارکانِ حاکمیتی و مالی آن نهفته است.
از این رو پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی به ایـن سـؤال اصـلی اسـت که آیا «معماری مالی شرکت» (متشکل از ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه) تأثیر معناداری بر عملکرد مالی و ارزش شرکت دارد؟

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

معماری مالی شرکت یکی از مفاهیم کلیدی و فرابُعدی در ادبیات مالی و حسابداری است که به چگونگی طراحی، پیکربندی و تعامل اجزای اصلی ساختار مالی و سازوکارهای کنترلی یک بنگاه اقتصادی اشاره دارد. این مفهوم، فراتر از نگاه تک‌بُعدی به ترکیب منابع تأمین مالی، مجموعه‌ای نظام‌مند از تصمیمات مرتبط با ساختار مالکیت،

سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را در بر می‌گیرد؛ عناصری تفکیک‌ناپذیر که در یک سیستم پویا، کیفیت تصمیم‌گیری‌های راهبردی، انضباط مدیریتی، سطح ریسک‌پذیری، توان خلق ارزش و در نهایت عملکرد مالی شرکت را تعیین می‌کنند. از این منظر، معماری مالی را می‌توان چارچوبی حاکمیتی‌ـقراردادی دانست که مشخص می‌کند منابع کنترل، نظارت و تأمین مالی در شرکت چگونه سازمان‌دهی شوند تا منافع ذی‌نفعان مختلف همسو گردیده و از هدررفت منابع اقتصادی جلوگیری شود (رودریگز[1] ۲۰۲۵)

در گام نخست، ساختار مالکیت به‌عنوان یکی از مؤلفه‌های بنیادین معماری مالی، نشان‌دهنده نحوه توزیع سهام و به تبع آن، قدرت تصمیم‌گیری و اعمال رأی میان ذی‌نفعان است. ترکیب مالکیت که بازتاب‌دهنده حضور سهامداران عمده، نهادی، دولتی، مدیریتی یا پراکنده است، الگوهای رفتاری مدیران و کیفیت تصمیم‌گیری‌های مالی را به‌شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر مبنای فرضیه‌های نمایندگی، تمرکز مالکیت و حضور سهامداران بزرگ می‌تواند قدرت نظارتی مؤثری بر تصمیمات مدیریت اعمال کرده و هزینه‌های ناشی از تضاد منافع میان مدیران و مالکان را به حداقل برساند؛ با این حال، افزایش شدید این تمرکز ممکن است تعارض جدیدی میان سهامداران کنترل‌کننده و سهامداران اقلیت ایجاد کند که پیامد آن تضعیف حقوق اقلیت خواهد بود. پژوهش‌های تجربی نشان می‌دهند که ساختار مالکیت نه‌تنها کیفیت نظارت را تعیین می‌کند، بلکه به‌صورت مستقیم بر جهت‌گیری‌های راهبردی، میزان اشتها به ریسک و تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاری بنگاه اثرگذار است. حاکمیت شرکتی بُعد مکمل و کنترلیِ معماری مالی است که از طریق مجموعه‌ای از سازوکارها، قواعد، استانداردها و نهادها، هدایت، نظارت و پاسخگو کردن مدیریت را هدف قرار می‌دهد. ویژگی‌های کلیدی هیئت‌مدیره، اثربخشی کمیته حسابرسی، استقلال اعضای غیرموظف و طراحی نظام کنترل داخلی، هسته اصلی این سازوکار نظارتی را تشکیل می‌دهند. بر اساس مفروضات تئوری نمایندگی، اثربخشی و استقلال این ابزارهای نظارتی مانع از رفتارهای فرصت‌طلبانه مدیران و پیگیری منافع شخصی آن‌ها شده و کارایی تخصیص منابع را تضمین می‌کند. وجود یک ساختار حاکمیتی مستحکم از طریق مهار تصمیمات پرریسک و ناکارآمد و هدایت بهینه منابع به سمت پروژه‌های دارای ارزش فعلی خالص مثبت، عملکرد مالی را بهبود بخشیده و به ارتقای ارزش بازار شرکت منجر می‌شود (تیکسیرا و همکاران[2] ۲۰۲۵).
بخش مهم و تأمین‌کننده منابع در معماری مالی، ساختار سرمایه است که ترکیب بهینه بدهی و حقوق صاحبان سهام را جهت تأمین مالی دارایی‌ها و فعالیت‌های جاری شرکت مشخص می‌کند. تصمیم‌گیری در خصوص اهرم مالی یکی از حیاتی‌ترین وظایف مدیران ارشد است، زیرا این متغیر به‌صورت مستقیم هزینه سرمایه، ریسک مالی، انعطاف‌پذیری و ارزش بنگاه را دستخوش تغییر می‌کند. مطابق با نظریه توازن ایستا، شرکت‌ها تلاش می‌کنند تا از طریق تعادل‌بخشی میان مزایای مالیاتی بدهی و هزینه‌های ناشی از درماندگی مالی، به ساختار سرمایه مطلوب دست یابند. علاوه بر این، در یک الگوی معماری مالی کارآمد، ساختار سرمایه و نسبت اهرمی تحت تأثیر عواملی نظیر سودآوری، فرصت‌های رشد، ترکیب دارایی‌ها و به‌ویژه نوع سازوکارهای حاکمیتی و تمرکز مالکیت هدایت می‌شود. ارتباط ساختاری میان این سه مؤلفه نشان می‌دهد که معماری مالی یک پدیده چندبُعدی، یکپارچه و

[1] Rodríguez Valencia, L
[2] Teixeira, E. G., Madruga, T., Crispim, S. F & ,.do Carmo, F. S

متکی بر بازخوردهای متقابل است. برای مثال، ساختار مالکیت و حضور سهامداران نهادی انگیزه لازم برای اعمال حاکمیت شرکتی فعال را فراهم می‌کند. از سوی دیگر، حاکمیت شرکتی اثربخش تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار داده و با مهار رفتارهای انحرافی مدیریت، مانع از به‌کارگیری اهرم‌های مالی فراتر از حد بهینه می‌شود. در عین حال، استفاده از بدهی بالا خود به‌عنوان یک سازوکار نظارتی مکمل عمل می‌کند؛ زیرا تعهدات بازپرداخت اصل و فرع بدهی، مدیران را ملزم به اتخاذ انضباط مالی سخت‌گیرانه نموده و آزادی عمل آن‌ها را محدود می‌سازد، که این امر در هماهنگی کامل با اهداف نظارتی حاکمیت شرکتی قرار دارد (القضاه و همکاران[1] ۲۰۲۵) تبیین تئوریک این تعاملات چندگانه از منظر نظریه‌های مالی، بر تئوری نمایندگی، نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی و نظریه توازن تمرکز دارد. تئوری نمایندگی بر این فرض استوار است که تضاد منافع ذاتی میان ارکان مختلف تصمیم‌گیری در بنگاه (مدیران، مالکان و بستانکاران)، عملکرد و ارزش شرکت را تهدید می‌کند و سازوکارهای مالکیتی و نظارتی برای تعدیل این هزینه‌ها ضرورت دارند. نظریه سلسله‌مراتب تأمین مالی نیز اولویت‌بندی ترجیحات تأمین مالی (منابع داخلی، بدهی و در نهایت انتشار سهام) را به کیفیت معماری مالی و سطح کنترل‌های داخلی مرتبط می‌داند. در نهایت، تئوری هزینه‌های نمایندگی بدهی مشخص می‌سازد که اهرم مالی با وجود ایفای نقش انضباطی، در سطوح بسیار بالا می‌تواند تعارض‌های جدیدی میان سهامداران و دارندگان بدهی ایجاد کند که تنها از طریق یک معماری مالی هم‌افزا قابل مدیریت خواهد بود. در نهایت، عملکرد مالی و ارزش شرکت به‌عنوان برون‌دادهای نهایی و پیامدهای راهبردی معماری مالی، حاصل برهم‌کنش منسجم این سه بُعد کلیدی هستند. عملکرد مالی که با شاخص‌های حسابداری نظیر بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ارزیابی می‌شود، در کنار ارزش بنگاه که انتظارات آتی بازار سرمایه را منعکس می‌کند، متأثر از طراحی بهینه این الگو است. چنانچه ابعاد سه‌گانه ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در قالب یک معماری مالی متوازن و کارآمد قرار گیرند، شرکت قادر خواهد بود هزینه‌های نمایندگی را به حداقل برساند، فرآیند تصمیم‌گیری‌های مالی را بهبود بخشد، کارایی عملیاتی را ارتقا داده و بدین ترتیب ارزش بازار و پایداری بلندمدت بنگاه اقتصادی را در یک محیط رقابتی تضمین کند. (رودریگز[2] ۲۰۲۵)

پیشینه داخلی

تمدن و مریدی(۱۴۰۴) به مطالعه تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت ها پرداختند. نتیجه آزمون فرضیه اول نشان داد که حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد. نتیجه فرضیه دوم حاکی از آن بود که ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تاثیر مستقیم و معناداری دارد.

باوقار و ستوده (۱۴۰۴) به مطالعه مروری بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی: تحلیل یافته ها و مطالعات پیشین پرداختند. نتایج مرور نشان می دهد که استقلال هیئت مدیره و شفافیت گزارش دهی تاثیر مثبت و معناداری بر شاخص هایی مانند بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و بازده دارایی ها (ROA) دارند، در حالی که تمرکز بالای

[1] l-Qudah, A. A., Al-Qadi, N. S., & Al-Taee, S. H
[2] Rodríguez Valencia, L

مالکیت در برخی موارد به کاهش عملکرد مالی منجر می شود. این مقاله با جمع بندی یافته های مطالعات پیشین، توصیه هایی برای سیاست گذاران و مدیران در راستای تقویت اصول حاکمیت شرکتی ارائه می دهد.

باغانی و رسولی(۱۴۰۳) به مطالعه تاثیر حاکمیت شرکتی و ویژگیهای شرکت بر عملکرد مالی شرکت با درنظر گرفتن نقش مدیریت ریسک در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد که حاکمیت شرکتی، ویژگیهای شرکت بر عملکرد مالی شرکت با درنظر گرفتن نقش مدیریت ریسک در بانک-های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر مثبت و معناداری دارد.

فولادی و یادگاری فر(۱۴۰۲) به مطالعه تأثیر ساختارهای مالکیت و ویژگی‌های حاکمیتی بر گزارش پایداری شرکت پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین اندازه هیئت مدیره، تعداد جلسات هیئت مدیره و گزارش پایداری شرکت رابطه مثبت وجود ندارد. بین نسبت اعضای مستقل هیئت مدیره و گزارش پایداری شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود ندارد. همچنین بین مالکیت دولت و گزارش پایداری شرکت رابطه معناداری وجود ندارد. بین اندازه مؤسسه حسابرسی و گزارش پایداری شرکت رابطه مثبت وجود ندارد. دانش افزایی: این موضوع می‌تواند راهنمایی برای سرمایه گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری برای درک بهتر تأثیر نوع هیئت مدیره بر پایداری بلندمدت شرکت‌ها باشد و در تصمیم‌گیری آنها راهگشا شود.

بدیعی و همکاران(۱۴۰۲) به مطالعه اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل پویا پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از اثر مثبت مالکیت نهادی بر عملکرد شرکت‌های نمونه می‌باشند. همچنین سنجه‌های عملکردی مبتنی بر اطلاعات حسابداری، رابطه معنادار و منفی مالکیت دولتی بر عملکرد شرکت را نشان می‌دهند. سایر یافته‌های پژوهش بیانگر اثر مثبت اهرم مالی و نگاه مثبت سهامداران نسبت به سهام شرکت‌های بزرگ و رشدی در ارزیابی عملکرد مالی شرکت می‌باشند.

سهمانی اصل و همکاران(۱۴۰۲) به مطالعه حاکمیت شرکتی، قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها: رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی پرداختند. نتایج الگوهای خطی پژوهش نشان می‌دهد که بین قدرت مدیرعامل و اهرم مبتنی بر ارزش دفتری رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج الگوهای غیرخطی بیانگر این است که بین قدرت مدیرعامل و اهرم کوتاه‌مدت رابطه غیرخطی (U شکل) معناداری وجود دارد. همچنین، بین قدرت مدیرعامل و اهرم بلندمدت رابطه غیرخطی (U معکوس) معناداری وجود دارد. نتایج بررسی تأثیر سهامداران نهادی بر ارتباط بین قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه حاکی از این است که سهامداران نهادی بر رابطه خطی مثبت بین قدرت مدیرعامل با اهرم مبتنی بر ارزش دفتری و اهرم کوتاه‌مدت اثر تعدیل‌کننده منفی و معناداری دارند. همچنین، سهامداران نهادی باعث می‌شوند که ارتباط غیرخطی بین قدرت مدیرعامل با اهرم مبتنی بر ارزش بازار و اهرم کوتاه‌مدت، از U معکوس به U شکل تغییر یابد. در مورد اهرم بلندمدت نیز نتایج نشان داد که سهامداران نهادی باعث می‌شوند که ارتباط منفی بین قدرت بالای مدیرعامل و اهرم بلندمدت، مثبت شود.

پیشینه خارجی

ادیلسون و همکاران[1](۲۰۲۶) به مطالعه مکانیسم‌های رسمی حاکمیت شرکتی، هم‌ترازی پرداخت-عملکرد و پیامدهای شرکت: شواهدی از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس برزیل پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اندازه شرکت و تا حد کمتری، عملکرد تعدیل‌شده بر اساس ریسک، تغییرات در نتایج شرکت را توضیح می‌دهند، در حالی که متغیرهای مرتبط با حاکمیت شرکتی، ارتباط آماری معناداری با ارزش‌گذاری یا سودآوری نشان نمی‌دهند. این یافته‌ها نشان‌دهنده شکافی بین پذیرش رسمی ساختارهای حاکمیت شرکتی و اثربخشی اساسی آنها در یک بازار نوظهور است که با مالکیت متمرکز و شیوه‌های حاکمیت شرکتی ناهمگن مشخص می‌شود. طراحی مقطعی، استنتاج علی را محدود می‌کند. به طور کلی، یافته‌ها نشان می‌دهد که کیفیت حاکمیت شرکتی نه تنها باید از طریق ساختارهای رسمی، بلکه از طریق اجرای مؤثر و رفتار هیئت مدیره نیز ارزیابی شود.

بینگار و دوآی[2](۲۰۲۵) به مطالعه تأثیر عملکرد مالی بر ارزش شرکت: حاکمیت شرکتی خوب به عنوان متغیر تعدیل‌کننده پرداختند. یافته‌ها نشان می‌دهد که ROA، DER، CR و PER با هم بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند. تا حدودی، ROA و DER به طور قابل توجهی بر ارزش شرکت تأثیر می‌گذارند، در حالی که CR و PER تأثیری ندارند. GCG، که توسط مالکیت مدیریتی نشان داده می‌شود، بر ارتباط بین عملکرد مالی و ارزش شرکت تأثیری ندارد. نتایج نشان می‌دهد که مدیریت شرکت باید افزایش سودآوری و کارایی ساختار سرمایه را در اولویت قرار دهد، ضمن اینکه اهمیت استراتژیک مالکیت مدیریتی در حاکمیت شرکتی را مجدداً ارزیابی کند.

لسلی[3] (۲۰۲۵) به مطالعه عملکرد مالی و حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت: شواهدی از اسپانیا پرداخت. این مطالعه نتیجه می‌گیرد که سودآوری، ساختار سرمایه و تمرکز مالکیت، محرک‌های کلیدی ارزش هستند، در حالی که نقدینگی و کارایی از نظر آماری معنی‌دار نیستند و نیاز به بررسی زمینه‌ای بیشتر دارند. در مورد حاکمیت شرکتی، مشخص شد که حضور سهامداران کنترل‌کننده تأثیر مثبت قابل توجهی بر ارزش شرکت دارد و اهمیت تمرکز مالکیت را در کاهش تضادهای نمایندگی و افزایش نظارت تقویت می‌کند. سایر چارچوب‌های حاکمیت شرکتی، مانند ساختار شرکت و تمرکز مدیریتی، اثرات قابل توجهی نشان ندادند.

سامپسون و کیان[4](۲۰۲۵) به مطالعه تحلیل چندبعدی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و تأثیر آنها بر توسعه اقتصادی پایدار: مطالعه موردی بخش مالی غنا پرداختند. نتایج نشان‌دهنده یک رابطه عمدتاً مثبت CSR-FP است، اگرچه کیفیت نهادی، حساسیت بخش و بلوغ ESG به طور قابل توجهی نتایج را شکل می‌دهند. این بررسی، شکاف‌های کلیدی، از جمله مقایسه‌های محدود بین کشوری، تحقیقات محدود متمرکز بر SME و استفاده کم از روش‌های کیفی را برجسته می‌کند. پیامدهای عملی، ارزش افشای شفاف ESG، بهبود حاکمیت شرکتی و استراتژی‌های CSR مختص به زمینه را برجسته می‌کند. در مجموع، این مطالعه یک پایگاه شواهد یکپارچه برای

[1] Edilson Gonçalves Teixeira , Eduardo de Camargo Oliva , Fábio Lotti Oliva , Sergio Feliciano Crispim
[2] Bingar Violita Dwi Andayu
[3] Leslie Rodríguez Valencia
[4] Sampson Agyapong Atuahene , Qian Xusheng

پشتیبانی از چارچوب‌های تصمیم‌گیری که اهداف پایداری را با عملکرد مالی در اقتصادهای نوظهور همسو می‌کنند، ارائه می‌دهد.

هاریم و تارگت[1](۲۰۲۳) به مطالعه تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی: شواهدی از یک سیستم سهامدارمحور پرداختند. نتایج شواهدی ارائه داد که نشان می‌دهد ویژگی‌های کمیته حسابرسی و هیئت مدیره تأثیرات منفی و معناداری بر عملکرد مالی شرکت دارند، در حالی که تأثیر دوگانگی مدیرعامل از نظر آماری معنادار نیست. اندازه بزرگ هیئت مدیره می‌تواند مسئله تصمیم‌گیری معوق توسط اعضای هیئت مدیره در سیستم CG تحت کنترل داخلی آلمان را ایجاد کند. علاوه بر این، مشخص شد که پذیرش IFRS در سال ۲۰۰۵ تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت داشته است. این نتایج می‌تواند توجه قابل توجهی را در مدیران و سهامداران، دقیقاً زمانی که عملکرد مالی شرکت‌های خود را در اولویت قرار می‌دهند، جلب کند.

بیان مسئله

در ادبیات مالی معاصر، تبیین دقیق عوامل تعیین‌کننده ارزش شرکت و عملکرد مالی، به‌عنوان سنگ‌بنای تصمیم‌گیری‌های استراتژیک در بازارهای سرمایه شناخته می‌شود. با این‌حال، مسئله اصلی که بنگاه‌های اقتصادی با آن مواجه‌اند، فقدان یک دیدگاه سیستمی در مدیریت ارکان مالی است؛ چرا که مدیران و تحلیل‌گران به‌طور سنتی بر هر یک از ابعاد ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه به‌صورت جزیره‌ای و مستقل تمرکز می‌کنند، در حالی که عملکردِ بهینه، برآیندِ تعاملِ هم‌افزای این ارکان در قالب یک معماری مالی منسجم است. شکافِ موجود در این حوزه، از رویکردِ تقلیل‌گرایانه‌ای نشأت می‌گیرد که پیچیدگی‌های تعاملیِ میانِ مکانیسم‌های نظارتی و استراتژی‌های تأمین مالی را نادیده گرفته و در نتیجه، شرکت‌ها را در دستیابی به پایداریِ بلندمدت و ارزش‌گذاریِ بازار دچار چالش می‌سازد. (رودریگز[2] ۲۰۲۵)

مسئله بنیادین این پژوهش، تبیینِ این واقعیت است که ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه، هرکدام به‌تنهایی بخشی از پازلِ نظارت و تأمین مالی هستند، اما قدرتِ واقعیِ آن‌ها در معماریِ هم‌زمان نهفته است. در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تضادهای نمایندگی میان سهامداران عمده و اقلیت، و همچنین تضاد میان مدیریت و سهامداران، به‌طور سنتی با اتکا به سازوکارهای رسمی حاکمیت شرکتی مدیریت می‌شود، اما در غیاب یک معماری مالی یکپارچه، این سازوکارها اغلب به انطباقِ فرمایشی محدود شده و از ایجاد انضباطِ عملیاتی باز می‌مانند. برای نمونه، تغییر در ساختار سرمایه بدون توجه به ترکیب سهامداران یا کیفیت کمیته‌های حسابرسی، نه تنها به بهبود کارایی منجر نمی‌شود، بلکه می‌تواند به‌عنوانِ ابزاری برای انتقالِ ثروت یا پنهان‌سازیِ ناکارآمدی‌های عملیاتی توسط مدیریت مورد استفاده قرار گیرد. از سوی دیگر، معماری مالی شرکت به‌عنوانِ یک سیگنالِ نهادی برای بازار سرمایه عمل می‌کند و کیفیت ساختار مدیریتی را منعکس می‌سازد. مسئله اینجاست که بازار سرمایه چگونه می‌تواند میانِ شرکت‌هایی که صرفاً از حاکمیت شرکتی به‌عنوان یک ابزار ظاهری

[1] Hariem Abdullah ,Turgut Tursoy
[2] Rodríguez Valencia, L

برای جذب سرمایه استفاده می‌کنند و شرکت‌هایی که حقیقتاً معماری مالی خود را در راستای خلق ارزشِ پایدار سازمان‌دهی کرده‌اند، تمایز قائل شود. در واقع، نبود یک مدل تحلیلی چندبُعدی که بتواند تعاملِ میانِ تمرکز مالکیت، استقلالِ ارکانِ حاکمیتی و اهرم‌های تأمین مالی را به‌صورت هم‌زمان مدل‌سازی کند، منجر به اتخاذ تصمیمات نادرست در تخصیص منابع سرمایه‌ای توسط سرمایه‌گذاران شده است.

بنابراین، مسئله پژوهش حاضر در گذار از این رویکردِ جزیره‌ای تعریف می‌شود و به دنبال پاسخ به این پرسش کلیدی است که چگونه طراحی یک معماری مالیِ متوازن که در آن ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه با یکدیگر در هارمونی هستند می‌تواند بر عملکرد مالی و ارزش شرکت تأثیرگذار باشد. فقدانِ چنین مدلِ ترکیبیِ هم‌افزایی در ادبیاتِ مالی، پژوهشگر را با این پرسشِ راهبردی مواجه می‌سازد که آیا معماری مالیِ منسجم می‌تواند اصطکاک‌های نمایندگی را کاهش داده و ارزشِ اقتصادیِ بنگاه را ارتقا دهد و کنش و واکنش‌های میان این ارکان را در قالب یک مدلِ واحدِ ساختاری تبیین کند.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر براساس روش مطالعات کتابخانه ای بوده و اطلاعات لازم جهت انجام پژوهش با استفاده از کتب، نشریات ،مقالات ومجلات جمع آوری گردیده است. از آنجایی که موضوع پژوهش در ارتباط با شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، لذا نمونه آماری نیز از این شرکت ها بوده و به گونه ای انتخاب شده است که از کلیه صنایع فعال در بورس، نمونه انتخاب شده و این نمونه قابلیت تعمیم نتایج حاصله از پژوهش بر کل جامعه آماری(شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران)را دارا می باشد.

دراین پژوهش برای جمع آوری داده‌ها از نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است، جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۳ است، از میان این شرکتها، شرکتهایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه نداشته باشند در نظر گرفته شدند .

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: معماری مالی شرکت، به‌عنوان سازه‌ای چندبُعدی متشکل از ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه، تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی شرکت دارد.

فرضیه دوم: معماری مالی شرکت، به‌عنوان سازه‌ای چندبُعدی متشکل از ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه، تأثیر مثبت و معناداری بر ارزش شرکت دارد.

مدل و متغیرهای پژوهش

مدل فرضیه اول

$$ROA_{i,t} = \alpha 0 + \alpha 1\ Ownership_{i,t} + \alpha 2\ Governance_{i,t-1} + \alpha 3\ Capital\ Structure_{i,t} + \alpha 4\ SIZE_{i,t} + \alpha 5\ AGE_{i,t} + \alpha 5\ LEV_{i,t} + \alpha 6\ GROWTH_{i,t} + \alpha 7\ CF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مدل فرضیه دوم

FV i,t =α0+α1 Ownership i,t + α2 Governance i,t-1+α3 Capital Structure i,t +α4 SIZE i,t+α5 AGE i,t +α5 LEV i,t +α6 GROWTH i,t +α7 CF i,t +ε i,t

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

عملکرد مالی (ROA): بازده دارایی‌ها برابر است با سود خالص شرکت تقسیم بر کل دارایی‌های شرکت

$$\textbf{ROA:}\ \frac{\text{سود خالص}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

ارزش شرکت (FV): یکی از رایج ترین معیارهای اندازه گیری ارزش شرکت، نسبت کیوتوبین می باشد. نسبت کیوتوبین از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی های شرکت حاصل می شود که به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی ها، برای محاسبه کیوتوبین از مدل ساده شده آن به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$Q_{i.t} = \frac{MVE_{i.t} + BVD_{i.t}}{BVA_{i.t}}$$

که در آن:

$MVE_{i.t}$: ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t

$BVD_{i.t}$: ارزش دفتری بدهی های شرکت i در سال t

$BVA_{i.t}$: ارزش دفتری دارایی های شرکت i در سال t

متغیر مستقل

معماری مالی

برای اندازه گیری متغیر معماری مالی از سه بعد(ساختار مالکیت،حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه) طبق مدل کلارک و همکاران(۲۰۱۸) استفاده شده است:

- **ساختار مالکیت**

مالکیت دولتی :در صورتی که بخش عمده سهام شرکت (بیش از ۵۰ درصد سهام) متعلق به دولت و یا بخش ها و شرکت‌های دولتی دیگر باشد، در گروه شرکت‌های دولتی قرار می‌گیرد و عدد یک (۱) اختصاص می‌یابد و در غیراینصورت عدد صفر (۰) اختصاص می‌یابد

مالکیت خارجی:برابر درصد سهام نگهداری شده توسط خارجیها از کل سهام سرمایه شرکت است. که شامل شرکای خارجی، موسسه ی مالی خارجی، ملیت‌های خارجی است.

مالکیت نهادی:برابر است با درصد سهام متعلق به مالکان نهادی می‌باشد. برای محاسبه این متغیر، مجموع سهام در اختیار سهامدارن نهادی را بر تعداد کل سهام منتشره شرکت محاسبه می گردد.

- **حاکمیت شرکتی**

متغیر مستقل، یک ویژگی از محیط فیزیکی یا اجتماعی است که بعد از انتخاب یا دستکاری شدن توسط محقق، مقادیری را می پذیرد تا تاثیرش بر روی متغیر وابسته مشاهده شود(سرمد و همکاران، ۱۳۷۶). متغیر مستقل پژوهش، حاکمیت شرکتی می باشد.برای اندازه گیری حاکمیت شرکتی در این پژوهش، از مدل زیر استفاده می کنیم:

تمرکز مالکیت خارجی: بخشی از سهام که توسط سرمایه گذاران خارج از اعضای هیئت مدیره نگهداری می‌شود. در صورتی که سرمایه گذاران خارجی سهامی بالاتر از میانه نمونه آماری را در پایان سال مالی نگهداری کنند یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

اندازه هیئت مدیره: تعداد مدیران در هیئت مدیره. در صورتی که اندازه هیئت مدیره در پایان سال مالی بزرگ تر از میانه نمونه آماری باشد، یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

مدیران غیر موظف: تعداد مدیران غیر موظف عضو هیئت مدیره. در صورتی که مدیران مستقل شرکت در پایان سال مالی بزرگ تر از میانه نمونه آماری باشد، یک و در غیر این صورت صفر می‌باشد.

کمیته مستقل حسابرسی: استقلال کمیته های حسابرسی. در صورتی که تعداد اعضای مستقل کمیته حسابرسی در پایان سال مالی، بزرگ تر از میانه نمونه آماری باشد، یک و در غیر اینصورت صفر می باشد.

حسابرس شرکت : در صورتی که شرکت در پایان سال مالی توسط موسسه حسابرسی با رتبه الف، مورد حسابرسی واقع شود، رتبه یک و در غیر اینصورت صفر می باشد.

- **ساختار سرمایه**

برای اندازه گیری ساختار سرمایه از نسبت بدهی ها (کوتاه مدت، بلندمدت و کل) به کل دارایی ها استفاده می شود:

$$\text{ساختار سرمایه} = \frac{\text{کل بدهی ها}}{\text{کل دارایی ها}} = \frac{\text{بدهی بلندمدت + بدهی کوتاه مدت}}{\text{کل دارایی ها}}$$

متغیرهای کنترلی پژوهش به شرح زیر هستند:

اندزه شرکت (SIZE): در این پژوهش منظور از اندازه شرکت لگاریتم طبیعی فروش شرکت می‌باشد.

سن شرکت (AGE): زمان بین تأسیس اولیه یک شرکت و زمان حال شرکت (برحسب سال) اندازه گیری کرد.

اهرم مالی(LEV): از طریق تقسیم کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در سال برای شرکت تحت مطالعه محاسبه می‌شود.

رشد شرکت(GROWTH):که برابر است با تفاضل درآمد فروش در سال t و درآمد فروش در سال t-1 تقسیم بر درآمد فروش در سال t-1.

جریان نقدی (CF): سود عملیاتی قبل از مالیات + استهلاک دارایی‌های ثابت / سهام سرمایه

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	علام اختصاری	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار
عملکرد مالی	ROA	۰/۱۱۷	۰/۰۹۴	۰/۶۳۳	-۰/۴۴۹	۰/۱۴۳
ارزش شرکت	FV	۱/۴۶۶	۱/۲۱۰	۹/۸۸۸	۰/۶۹۰	۰/۸۶۰
معماری مالی	FAR	۰/۳۱۱	۰/۲۹۹	۰/۷۱۴	۰/۱۸۰	۰/۲۳۵
اندازه شرکت	Size	۱۳/۵۱۸	۱۳/۵۰۶	۱۸/۸۶۰	۷/۳۷۸	۱/۵۱۵
رشد شرکت	GROWTH	۰/۱۹۱	۰/۱۵۴	۲/۴۴۸	-۰/۷۳۵	۰/۴۰۰
جریان نقدی	CF	۰/۱۸۷	۰/۱۴۱	۷/۶۸۹	-۰/۷۸۸	۰/۳۳۶
اهرم مالی	LEV	۰/۵۶۸	۰/۵۲۷	۰/۸۴۰	۰/۰۱۸	۰/۱۳۳
سن شرکت	AGE	۴۱/۲۹۴	۳۸/۵۲۰	۶۵	۹	۱۲/۷۹۳

منبع:یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

«با توجه به خروجی‌های مدل رگرسیونی ارائه‌شده در جدول (۲)، مشاهده می‌شود که آماره t برای متغیر «معماری مالی» برابر با ۲/۲۰۲ است که با توجه به مقدار آن (بزرگ‌تر از مقدار بحرانی ۱/۹۶)، حاکی از معناداری این متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. همچنین، سطح معناداری (p-value) محاسبه‌شده برای این متغیر کمتر از سطح خطای۵ درصد می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش مبنی بر وجود تأثیر مثبت و معنادار معماری مالی (به‌عنوان سازه‌ای چندبُعدی متشکل از ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه) بر عملکرد مالی شرکت مورد تأیید قرار می‌گیرد. این یافته نشان می‌دهد که هم‌افزایی میان ابعاد سه‌گانه معماری مالی، بستر مناسبی را برای ارتقای بازدهی و بهبود کارایی عملیاتی شرکت فراهم می‌آورد.

در خصوص متغیرهای کنترلی، نتایج نشان می‌دهد که «اندازه شرکت» و «رشد شرکت» دارای اثر معنادار بر عملکرد مالی هستند؛ این امر منطبق با ادبیات مالی است که شرکت‌های بزرگ‌تر و با نرخ رشد بالاتر را به دلیل بهره‌مندی از صرفه‌های ناشی از مقیاس و فرصت‌های سرمایه‌گذاری، دارای عملکرد مالی مطلوب‌تری می‌داند.

جدول ۲. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

متغیر	ضرایب	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۱۱	۰/۰۲۵	۴/۷۹۰	۰/۰۰۰
معماری مالی	۰/۱۸۶	۰/۰۸۳	۲/۲۰۰	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	۰/۰۷۰	۰/۰۰۸	-۷/۹۹۹	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۱۷۴	۰/۰۱۵	۱۰/۴۵۱	۰/۰۰۰
جریان نقدی	-۰/۰۷۶	۱/۳۱۵	-۰/۰۵۷	۰/۹۵۲
اهرم مالی	-۱/۸۷۰	۳/۴۹۶	-۰/۵۳۴	۰/۵۹۰
سن شرکت	۰/۱۰۱	۷/۵۷۰	۰/۰۱۲	۰/۹۸۱
آماره F		۱۹/۲۵	ضریب تعیین	۰/۸۱۳
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۰۱
مقدار دوربین- واتسون			۲/۲۶۷	

منبع:یافته‌های پژوهش

ارزیابی برازش مدل از طریق آماره‌های تشخیصی نیز حاکی از اعتبار بالای مدل است:

۱) آماره دوربین-واتسون: مقدار ۲/۲۶۷ حاصل برای این آماره، که در بازه استاندارد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی میان جملات اخلال است؛ بنابراین، مفروضات کلاسیک رگرسیون برقرار بوده و برآوردها قابل اتکا هستند.

۲) معناداری کل مدل (آماره F): با توجه به سطح معناداری ۰/۰۰۰ (کمتر از ۵ درصد) کلیت مدل در سطح بالایی از اطمینان معنادار است و می‌توان به روابط استخراج‌شده اعتماد کرد.

۳) توان تبیین مدل (ضریب تعیین تعدیل‌شده): مقدار ضریب تعیین تعدیل‌شده (R2 Adjusted) برابر با ۰/۸۰۱ درصد است؛ این بدان معناست که ۸۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (عملکرد مالی)، توسط متغیرهای مستقل (معماری مالی) و متغیرهای کنترلی تبیین می‌شود. بالا بودن این مقدار بیانگر قدرت تبیین بالای مدل و انتخاب صحیح متغیرها در چارچوب مفهومی معماری مالی است.»

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

«نتایج حاصل از برازش مدل رگرسیونی در جدول (۳) نشان می‌دهد که آماره t برای متغیر «معماری مالی» فراتر از مقدار بحرانی ۱/۹۶ قرار دارد و سطح معناداری آن نیز کمتر از آستانه خطای ۵ درصد است. این یافته‌های آماری مؤید آن است که معماری مالی، به‌عنوان یک سازه چندبُعدی، تأثیر مثبت و معناداری بر «ارزش شرکت» دارد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش با اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. این نتیجه بدین معناست که اتخاذ ساختار سرمایه بهینه، استقرار مکانیسم‌های قوی حاکمیت شرکتی و تنظیم ساختار مالکیت، به صورت یکپارچه، ارزش‌افزوده قابل‌توجهی برای شرکت ایجاد کرده و منجر به ارتقای جایگاه شرکت در بازار سرمایه می‌شود.

در ارزیابی سایر متغیرهای مدل، «اندازه شرکت» و «رشد شرکت» به‌عنوان متغیرهای کنترلی، اثر معناداری بر ارزش شرکت داشته‌اند که با مبانی نظری موجود در خصوص اثرات ابعاد سازمانی بر ارزیابی بازار از شرکت‌ها، هم‌خوانی دارد.

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

نام متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره T	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۱۸۶	۰/۰۲۰	۸/۶۰۸	۰/۰۰۰۰
معماری مالی	۰/۲۴۶	۰/۰۵۷	۴/۲۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۸۲	۰/۰۰۶	۹/۸۲۳	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۱۴۷	۰/۰۲۱	۶/۷۷۵	۰/۰۰۰
جریان نقدی	-۰/۲۸۵	۰/۱۹۷	-۱/۱۴۳	۰/۲۷۲
اهرم مالی	-۰/۴۳۶	۰/۴۰۸	-۱/۰۶۱	۰/۰۶۳
سن شرکت	۰/۰۲۶	۰/۰۲۲	۱/۰۸۸	۰/۲۷۵
آماره F		۲۲/۳۹	ضریب تعیین	۰/۶۷۹
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۷۶
مقدار دوربین- واتسون			۱/۹۵۳	

منبع:یافته‌های پژوهش

در خصوص برازش مدل و روایی آماری نتایج، شاخص‌های تشخیصی به شرح زیر گزارش می‌شود:

۱) آماره دوربین-واتسون: مقدار به‌دست‌آمده برابر با۱/۹۵۳ است. از آنجا که این مقدار در بازه استاندارد ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد ، فرض عدم وجود خودهمبستگی سریالی در پسماندها تأیید شده و مدل از لحاظ آزمون‌های رگرسیونی معتبر است.

۲) معناداری کلی مدل (آماره F): سطح معناداری آماره F معادل ۰/۰۰۰ است که نشان‌دهنده معناداری کل مدل در سطح اطمینان بالاست و اعتبار کل یافته‌ها را تضمین می‌کند.

۳) توان تبیین مدل (ضریب تعیین تعدیل‌شده): ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل حدود ۰/۶۷ محاسبه شده است. این مقدار بیانگر آن است که ۶۷ درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط معماری مالی و متغیرهای کنترلی مدل تبیین می‌شود. این قدرت تبیین، نشان‌دهنده برازش مطلوب مدل و تأثیر مستقیم سازه‌های منتخب بر متغیر ارزش شرکت است.»

نتیجه‌گیری

هدف اصلی این پژوهش، تحلیل اثر معماری مالی شرکت بر عملکرد و ارزش بازار بود؛ سازه‌ای که در این مطالعه به عنوان یک «نظامِ یکپارچه» شامل ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تعریف شد.

نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که معماری مالی، تأثیر مثبت و معناداری بر عملکرد مالی (ROA) دارد. این یافته، فرضیه «مدیریتِ کل‌نگر» را تقویت می‌کند؛ بدین معنا که عملکرد مالیِ مطلوب، نه دستاوردِ تصمیماتِ جزیره‌ای در حوزه‌ی تأمین مالی، بلکه محصولِ طراحیِ منسجمِ سازوکارهای نظارتی و مالکیتی است. وقتی ساختار مالکیت به درستی با کمیته‌های حسابرسی مستقل و اهرم‌های بهینه سرمایه همسو می‌گردد، اصطکاک‌های سازمانی و هزینه‌های نمایندگی به حداقل رسیده و بهره‌وری عملیاتی ارتقا می‌یابد. در واقع، معماری مالیِ منسجم، بستری است که در آن، استراتژی‌های تأمین مالی در مسیرِ خلقِ ارزشِ عملیاتی جهت‌دهی می‌شوند.

در خصوص فرضیه دوم، یافته‌ها نشان داد که معماری مالیِ کارآمد، تأثیری مستقیم و ملموس بر ارزش شرکت (نسبت کیوتوبین) دارد. این نتیجه بیانگر آن است که بازار سرمایه، نسبت به کیفیتِ «معماری مالی» شرکت‌ها هوشیار است. از منظر نظری، این یافته نشان می‌دهد که همگونیِ اجزای معماری مالی، با کاهشِ عدم تقارن اطلاعاتی و ارسالِ سیگنال‌های مثبت به بازار، «اعتبارِ نهادی» شرکت را نزدِ سرمایه‌گذاران افزایش می‌دهد. به عبارت دیگر، ارزش شرکت تنها تابعی از سودآوریِ کوتاه‌مدت نیست، بلکه نتیجه‌ی «اعتمادسازی» ناشی از حاکمیت شرکتی قوی و مالکیتِ ساختاریافته است که ریسکِ درک‌شده توسط بازار را تعدیل کرده و به افزایش قیمت سهام و ارزشِ دفتری منجر می‌شود.

پیشنهادهای حاصل از یافته‌های پژوهش

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که معماری مالی (ترکیب هم‌افزای ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه) نقش کلیدی در عملکرد مالی و ارزش شرکت دارد. بر همین اساس، پیشنهادات زیر برای سطوح مختلف مدیریتی و سیاست‌گذاری ارائه می‌گردد:

اتخاذ رویکرد کل‌نگر (یکپارچه) در تصمیمات مالی: مدیران باید از مدیریت جزیره‌ای اجزای مالی بپرهیزند. پیشنهاد می‌شود هنگام تصمیم‌گیری درباره ساختار سرمایه (میزان بدهی)، هم‌زمان آثار آن بر ساختار مالکیت و مکانیسم‌های نظارتی (حاکمیت شرکتی) سنجیده شود تا اطمینان حاصل شود که تصمیمات مالی باعث تضعیف حاکمیت شرکتی نمی‌شود.

بهینه‌سازی مستمر ساختار مالکیت: با توجه به اثرگذاری این مؤلفه، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها با بررسی وضعیت سهامداران عمده و نهادی، به‌گونه‌ای ساختار مالکیت خود را مدیریت کنند که نظارت بر عملکرد مدیریت تقویت شده و از انحراف منابع شرکت به سمت اهداف شخصی یا کوتاه-مدت جلوگیری شود.

تقویت مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی: برای بهبود عملکرد و ارزش شرکت، لازم است کیفیت گزارشگری مالی، استقلال اعضای هیئت‌مدیره و شفافیت اطلاعاتی افزایش یابد تا سرمایه‌گذاران با اطمینان بیشتری به ارزش‌آفرینی شرکت در بلندمدت اعتماد کنند.

تدوین استانداردهای جامع حاکمیت شرکتی: پیشنهاد می‌شود نهادهای ناظر به‌جای تأکید صرف بر ساختار سرمایه، دستورالعمل‌هایی تدوین کنند که شرکت‌ها را به سمت استقرار یک معماری مالیِ هم‌افزا هدایت کند.

وضع قوانینی که شفافیت در ساختار مالکیت و توازن در ساختار سرمایه را تشویق می‌کند، می‌تواند به افزایش کارایی کل بازار سرمایه منجر شود.

تشویق به شفافیت اطلاعاتی: با توجه به تأثیر معماری مالی بر ارزش شرکت، سیاست‌گذاران باید مشوق‌هایی برای شرکت‌هایی که استانداردهای پیشرو در حاکمیت شرکتی را رعایت می‌کنند، در نظر بگیرند تا انگیزه کافی برای حرکت به سمت معماری مالی مطلوب ایجاد شود.

تغییر رویکرد از تحلیل تک‌بعدی به تحلیل چندبعدی: به تحلیل‌گران بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود در ارزیابی عملکرد و ارزش آتی شرکت‌ها، صرفاً به نسبت‌های مالی کلاسیک (مانند نسبت بدهی) اکتفا نکنند. بلکه، کیفیت حاکمیت شرکتی و ترکیب سهامداران (ساختار مالکیت) را نیز به عنوان مؤلفه‌های اثرگذار بر پایداری عملکرد در تحلیل‌های بنیادی خود لحاظ کنند.

غربالگری شرکت‌ها بر اساس کیفیت معماری مالی: سرمایه‌گذاران می‌توانند با شناسایی شرکت‌هایی که از ترکیب بهینه‌ای از مدیریت مالکیت و حاکمیت شرکتی برخوردارند، ریسک سرمایه‌گذاری خود را کاهش و احتمال کسب بازدهی پایدار را افزایش دهند.

بررسی نقش میانجی: پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های بعدی، نقش متغیرهای میانجی مانند «عدم تقارن اطلاعاتی» یا «هزینه‌های نمایندگی» در رابطه بین معماری مالی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گیرد.

تحلیل در صنایع مختلف: از آنجا که ساختار معماری مالی ممکن است در صنایع مختلف (مانند صنایع سرمایه‌بر در برابر صنایع دانش‌بنیان) نتایج متفاوتی داشته باشد، پیشنهاد می‌شود اثرات این متغیرها به تفکیک صنایع بررسی گردد تا الگوهای متناسب با هر صنعت استخراج شود.

فهرست منابع

باوقار، مسیح و ستوده، مسعود،۱۴۰۴،مروری بر تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی: تحلیل یافته ها و مطالعات پیشین،دومین کنفرانس بین المللی جهش علوم مدیریت، اقتصاد و حسابداری،ساری،https://civilica.com/doc/2531316

باغانی ع & ،.رسولی ا. (۱۴۰۳). تاثیر حاکمیت شرکتی و ویژگیهای شرکت بر عملکرد مالی شرکت با درنظر گرفتن نقش مدیریت ریسک در بانک‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران .نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری Retrieved 328-337. ,8(30), از https://www.majournal.ir/index.php/ma/article/view/2806

بدیعی, میلاد , ابراهیمی سروعلیا, محمد حسن و سرگلزایی, مصطفی . (۱۴۰۲). اثر ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد پانل پویا .چشم انداز مدیریت مالی10.48308/jfmp.2023.103950 .doi :90-63 .(42)13 ,

تمدن، مریم و مریدی، فاطمه،۱۴۰۴،تاثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بر ارزش شرکت ها،دومین همایش دوسالانه ملی پژوهشهای نوپدید در حسابداری، مالی، مدیریت و اقتصاد با رویکرد توسعه اکوسیستم نوآوری،تهران،https://civilica.com/doc/2635840

سهمانی اصل,محمد علی , جهاندوست مرغوب,مهران و ویسی حصار,ثریا . (۱۴۰۲). حاکمیت شرکتی، قدرت مدیرعامل و تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌ها: رویکرد تحلیل مؤلفه‌های اصلی .دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت.232-215 ,12(47) ,

فولادی، مسعود، یادگاری فر، حامد(۱۴۰۲) تأثیر ساختارهای مالکیت و ویژگی‌های حاکمیتی بر گزارش پایداری شرکت. مجله حسابداری و شفافیت مالی، سال اول، پاییز ۱۴۰۲ ،شماره ۱ ،صفحه ۶۴-۴۱ https://sanad.iau.ir/Journal/aft/Article/783446/FullText

Al-Qudah, A. A., Al-Qadi, N. S., & Al-Taee, S. H. (2025). The impact of corporate governance and ownership structure on the capital structure decisions of Saudi listed firms. Journal of Management & Governance, 29(2), 543–572. https://doi.org/10.1007/s10997-024-09706-y

Awaysheh, A., Heron, R. A., Perry, T., & Wilson, J. I. (2020). On the relation between corporate social responsibility and financial performance. Strategic Management Journal, 41(6), 965-987.

Bingar Violita Dwi Andayu. (2025). The Effect of Financial Performance on Firm Value: Good Corporate Governance as Moderating Variable. APSSAI ACCOUNTING REVIEW, 5(1), 40–49. https://doi.org/10.26418/apssai.v5i1.121

Caldentey, E. P. (2019). The Reform of the Global Financial Architecture. In Roy Harrod (pp. 301-347). Palgrave Macmillan, London.

Edilson Gonçalves Teixeira , Eduardo de Camargo Oliva , Fábio Lotti Oliva , Sergio Feliciano Crispim (2026) Formal governance mechanisms, pay-performance alignment and firm outcomes: Evidence from Brazilian listed firms. Social Sciences & Humanities Open Volume 14, December 2026, 103151

Hariem Abdullah ,Turgut Tursoy (2023) The Effect of Corporate Governance on Financial Performance: Evidence From a Shareholder-Oriented System. Iranian Journal of Management Studies (IJMS) 2023, 16(1): 79-95

Heslop, L. A. (2020). A journey through 'infraspace': The financial architecture of infrastructure. Economy and Society, 49(3), 364-381.

Leslie Rodríguez Valencia(2025) Financial Performance and Corporate Governance on Firm Value: Evidence from Spain. Int. J. Financial Stud. 2025, 13(3), 123; https://doi.org/10.3390/ijfs13030123.

Sampson Agyapong Atuahene , Qian Xusheng (2025) A multidimensional analysis of corporate governance mechanisms and their impact on sustainable economic development: A case study of Ghana's financial sector. Contents lists available at ScienceDirect Heliyon, Volume 10, Issue 3, 15 February 2024, e24673

Financial Economics
Vol. (15) Issue (60) Winter 2026

Assessing the impact of financial architecture on firm performance and value: An approach based on the synergy of ownership structure, corporate governance, and capital structure

Mostafa Khadem Alhoseini
Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran
(Corresponding Author)
mostafakhademalhoseini@iau.ac.ir

Zohreh Hajiha
Department of Accounting, ST.C., Islamic Azad University, Tehran, Iran.
Drzhajiha@iau.ac.ir

Abstract

The purpose of this study is to investigate the role of "Corporate Financial Architecture"—as a multidimensional construct comprising ownership structure, corporate governance, and capital structure in explaining financial performance and firm value. As a fundamental pillar of financial and managerial decision-making, corporate financial architecture can foster improved efficiency and enhance economic value by establishing coordination between regulatory mechanisms and financing. The statistical population of this study includes all companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2018 and 2024. Based on screening criteria, the sample consists of 151 companies. Given its nature and objectives, this is an applied research study. The research data were collected in Excel and analyzed using EViews (version 10) software. Hypotheses were tested utilizing linear regression analysis. Relying on theoretical foundations and empirical evidence, this study examined the relationship between the various dimensions of financial architecture and two primary outcomes: financial performance and firm value. The results indicate that corporate financial architecture has a positive and significant effect on financial performance and can significantly enhance firm value. These findings suggest that more efficient ownership structures, more effective corporate governance mechanisms, and balanced capital structures place firms in a better position to create value and improve financial outcomes. Furthermore, the control variables used in the study played a significant role in explaining the changes in the dependent variables, highlighting the importance of organizational and financial characteristics alongside corporate financial architecture. Overall, the results emphasize the necessity of simultaneous attention to the various dimensions of financial architecture in managerial decision-making and policymaking, demonstrating that the design of a coherent financial structure can lead to improved performance and increased firm value.

Keywords: Financial Architecture, Ownership Structure, Corporate Governance, Capital Structure, Financial Performance, Firm Value.