



بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

کاوه قادری^۱
سامان قادری^۲

چکیده

در مطالعه حاضر، ارتباط بین حکمرانی خوب و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. در این راستا، از ۶ معیار معرفی شده توسط بانک جهانی برای اندازه‌گیری حکمرانی خوب استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۳ است. براساس نتایج پژوهش حاضر، شاخص‌های اثربخشی و کارایی دولت، کنترل فساد، کیفیت قوانین و مقررات و ثبات سیاسی، ارتباط مثبت و معنی‌داری با هزینه سرمایه دارند. همچنین نتایج حاکی از عدم ارتباط معنی‌دار بین شاخص پاسخگویی حکمران و حاکمیت قانون با هزینه سرمایه در دوره مورد نظر است. با توجه به اثر مثبت پنج شاخص حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه می‌توان نتیجه گرفت که در دوره زمانی مورد نظر شاخص‌های حکمرانی خوب روند مساعدی را طی نکرده‌اند.

واژه‌های کلیدی: حکمرانی خوب، دولت، هزینه سرمایه

JEL: O11

^۱ کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران. (نویسنده مسئول) tekshosh.gh@gmail.com

^۲ استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه کردستان، کردستان، ایران. saman_e82@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۰/۳۰

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۴/۰۱

مقدمه

رشد و توسعه بازارهای مالی در کشورهای در حال توسعه تا حد زیادی به امکان ایجاد سرمایه‌گذاری‌های سودده و انباشت سرمایه وابسته است (مهدوی عادل، حسین‌زاده بحرینی و جوادی، ۱۳۸۷). مهمترین وظیفه و نقش بورس اوراق بهادار به‌عنوان یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه، جمع‌آوری سرمایه و انتقال آن به واحدهای متقاضی وجوه است. این بازار، از یک طرف، در تأمین مالی واحدهای اقتصادی تأثیر داشته و از طرف دیگر، در جذب پس‌انداز و جریان آن به طرف سرمایه‌گذاری‌های مولد در اقتصاد نقش دارد. تغییر بازده و ریسک سرمایه‌گذاری ناشی از نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی، می‌تواند گزینه‌های سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار دهد (پیرائی و شهسوار، ۱۳۸۸). ماهیت رفتار متغیرهای اقتصادی به‌نحوی است که در طول زمان بر سایر متغیرهای اقتصادی اثر می‌گذارد. این تأثیرات در چهارچوب مجموعه‌ای از روابط و رفتار متغیرهای اقتصادی و ساختارهایی شکل می‌گیرد که در درون سیستم اقتصادی، می‌تواند چگونگی حرکت، نحوه تأثیرگذاری و تأثیرپذیری متغیرها را تبیین نماید و با شناخت کنش متقابل متغیرها، سیاستگذاران اقتصادی را قادر نماید تا با کنترل و هدایت برخی از آن‌ها، دیگر متغیرها را نیز تحت تأثیر قرار داده و به سطوح مورد نظر نزدیک نماید (رجبی، ۱۳۸۴). باور عموم بر این است که بین تحولات بورس و رکود و رونق اقتصادی رابطه معنی‌داری وجود دارد و سیاست‌های کلان هر کشور و تحولات و تغییرات متغیرهای کلان اقتصادی، بازار سرمایه را متأثر می‌سازد (علوی‌راد و حق‌نویس، ۱۳۹۰). از سوی دیگر مقامات اقتصادی کشورها و بازار سرمایه نیز علاقه دارند بازار با ثبات هر چه بیشتر مسیر پویایی و کمک به فرآیند رشد اقتصادی را دنبال نماید. هر تغییر در متغیرهای کلان اقتصادی می‌تواند بر متغیرهای بخش‌های دیگر اقتصاد تأثیرگذار باشد. شرایط محیطی به سبب تغییرات پیوسته‌ای که پدید می‌آورد، مؤسسه‌ها را با فرصت‌ها یا تهدیدها رو در رو قرار می‌دهد. مقصود از فرصت‌ها و تهدیدات خارجی، رویدادها و روندهای اقتصادی، اجتماعی، فرهنگی، مذهبی، بوم‌شناسی، محیطی، سیاسی، قانونی، دولتی، فناوری و رقابتی است که می‌توانند در آینده به سازمان منفعت یا زیان برسانند و به میزان زیادی خارج از کنترل سازمان است (فرد^۱، ۲۰۱۵). در واقع تغییر در هر یک از متغیرهای ابزاری یا کنترل دولت مانند نرخ ارز، مخارج دولت، حجم پول و مالیات‌ها بر متغیرهایی در بازار اوراق بهادار ایران نظیر ارزش بازاری سهام و حجم معاملات می‌تواند تأثیر داشته و منجر به تغییر مسیر حرکت هر یک از آن‌ها در طول زمان شود (واعظ‌برزانی، اصفهانی، صمدی و فعالجو، ۱۳۸۹). همچنین ضعف در دولت و اداره عمومی کشور، منجر به ایجاد فساد و

¹ Fered

انحراف از اهداف عمومی خواهد شد و در مقابل اداره مطلوب دولت منجر به تقویت مدیریت مالی و جلوگیری از ضرر و زیان می‌گردد (فوریه^۱، ۲۰۱۲). دولت و سیاست‌های آن، از مهم‌ترین عوامل مؤثر بر توسعه بخش مالی است (صادقی، صامتی و سامتی، ۱۳۹۱). وضع قانون‌های اختلال‌زا در بازار توسط دولت مانند کنترل قیمت‌ها، ایجاد موانع غیراصولی و دست و پاگیر در صادرات و واردات، محدودیت‌های زاید در بازار سهام، محدودیت‌های تأسیس بنگاه اقتصادی جدید، مقررات دست و پاگیر برای تبدیل ارز و موارد مشابه که هر یک به‌عنوان مانعی برای توسعه اقتصادی مطرح هستند (سامتی، رنجبر و محسنی، ۱۳۹۰). ایجاد ثبات و تعادل در این بازار، انجام تحقیق‌ها و مطالعه‌هایی را پیرامون متغیرهای حاکم بر آن در پرتو شرایط خاص اعتقادی- فرهنگی و اقتصادی - سیاسی طلب می‌کند (دارابی و خوش‌خلق، ۱۳۹۰). خوب بودن شاخص‌های حکمرانی، نشان‌دهنده پایین بودن مخاطره سیاسی است و این به نوبه خود موجب افزایش قابلیت یک کشور در جذب سرمایه‌گذاری خارجی خواهد شد (رضایی، ۱۳۸۶). در واقع دولت به‌عنوان یک نهاد اجتماعی نهادساز، در تأمین امنیت سرمایه‌گذاری خارجی نقش مهمی دارد (مهدوی عادل، حسین‌زاده بحرینی و جوادی، ۱۳۸۷). این سرمایه‌گذاری منجر به امکان تأمین مالی بهتر شرکت‌ها، رشد اقتصادی و در نهایت کاهش هزینه سرمایه شرکت‌های فعال در این کشورها خواهد شد (کونوا، ۲۰۱۱). با وجود شاخص‌های حکمرانی خوب تأمین مالی برای شرکت‌ها آسان‌تر و کم‌هزینه‌تر خواهد شد زیرا وجود شاخص‌های حکمرانی خوب همراه با امنیت اقتصادی و ایجاد بستری مطمئن جهت سرمایه‌گذاری عموم مردم در بازار سرمایه منجر به آرامش خاطر سرمایه‌گذاران خواهد شد. در این شرایط ریسک سرمایه‌گذاری کمتر، در نتیجه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران نیز کمتر خواهد بود. همچنین تصمیم‌های اتخاذی توسط دولت‌ها از قبیل آزادسازی بازارهای مالی می‌تواند منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها گردد. (قادری، قادری و قادری، ۱۳۹۳؛ هنری، ۲۰۰۳). لذا در این پژوهش به‌دنبال پاسخ به این مهم هستیم که آیا حکمرانی خوب و سیاست‌های اتخاذی توسط دولت، تأثیری بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟. با توجه به مطالب مطرح شده، مطالعه و بررسی موضوع پژوهش از اهمیت ویژه‌ای برخوردار خواهد بود زیرا باعث افزایش آگاهی و دانش در زمینه هزینه سرمایه و عوامل مؤثر بر آن در شرکت‌ها خواهد شد.

¹ Fourie

پیشینه پژوهش

حکمرانی خوب

بانک جهانی، حکمرانی را شیوه استفاده از قدرت در مدیریت منابع اقتصادی و اجتماعی برای دستیابی به توسعه پایدار معرفی می‌کند (لطیف، ۱۹۹۱). حکمرانی خوب شامل سازوکارها، فرآیندها و نهادهایی است که به واسطه آنها شهروندان، گروه‌ها و نهادهای مدنی منافع خود را دنبال کرده و حقوق قانونی خود را اجرا می‌کنند و تعهدات خود را برآورده ساخته و تفاوت‌ها را تعدیل می‌کنند. در حکمرانی خوب، شراکت بین سه رکن اصلی دولت، جامعه مدنی و بخش خصوصی در انجام فعالیت‌ها وجود دارد که گاهی فراتر از مشارکت است. لذا، ارتباط صحیح و تعاملی سه بخش یاد شده، زمینه تحقق حکمرانی خوب را در ابعاد اقتصادی، سیاسی و اداری فراهم می‌سازد (شریف‌زاده و قلی‌پور، ۱۳۸۲).

حکمرانی با حوزه‌هایی چون امنیت اقتصادی و سیاسی، شیوه اداره امور کشور و برنامه‌ریزی‌های توسعه‌ای، ارتباط مستقیم دارد. نهادهای مالی بین‌المللی نظیر بانک جهانی و صندوق بین‌المللی پول همگی بر این عقیده‌اند که حکمرانی خوب، ضرورت حیاتی برای کمک به تحقق برنامه‌های توسعه‌ای است (کمپجانی و سلاطین، ۱۳۸۹). بانک جهانی حکمرانی خوب را از طریق ۶ معیار شامل: شاخص حق اظهار نظر توسط مردم و پاسخگویی حکمرانان، شاخص ثبات سیاسی و عدم خشونت، شاخص کارایی و اثربخشی دولت در جهت تأمین نیازهای جامعه، شاخص کیفیت قوانین و مقررات و کاهش موانع توسعه اقتصادی، شاخص حاکمیت قانون و یکسان بودن دولت و مردم در برابر قانون، شاخص کنترل فساد و استفاده از قدرت و امکانات عمومی تعریف کرده است: (بانک جهانی، ۲۰۰۰). در واقع شاخص‌های پیشگفته ملاک سنجش حکمرانی خوب در جامعه است. هر اندازه ویژگی‌های مثبت مانند حاکمیت قانون، پاسخگویی و اثر بخشی دولت در جامعه بیشتر و فساد، مقررات اضافی و بی‌ثباتی سیاسی و خشونت کم‌تر باشد حکمرانی در آن جامعه برای نیل به توسعه اقتصادی مناسب‌تر خواهد شد.

شاخص‌های حکمرانی خوب حاصل تلاش سه تن از محققان بانک جهانی دانیل کافمن^۱، آرت کرای^۲ و پابلو زویدو لوباتون^۳ است که یافته‌های مؤسسات مختلف چون گروه ریسک بین‌المللی^۴، واحد اطلاعاتی اقتصاددان^۵، بنیاد هریتیج^۶ و خانه آزادی^۷ پیرامون وضعیت اقتصادی، سیاسی و اجتماعی کشورها را با یکدیگر

¹ Daniel Kufmann

² Aart Kraay

³ Pablo, Zoido, Lobaton

⁴ International Country Risk Group (ICRG)

⁵ Economist Intelligence Unit (EIU)

⁶ Heritage Foundation

⁷ Freedom House

ادغام کرده و شاخص‌های کلی و جدیدی با عنوان شاخص‌های حکمرانی معرفی نموده‌اند. داده‌هایی که در مورد کیفیت حکمرانی به دست آمده است، تابعی خطی از یک سری داده‌های ذهنی، به علاوه یک جزء خطای تصادفی می‌باشد. به این منظور، از یک مدل ترکیبی^۱ با شاخص‌های چندگانه استفاده شده است. داده‌ها در برداشتی از حکمرانی هر کشور براساس طیف گسترده‌ای از منابع داده و اطلاعات رسم شده و با توجه به ابعاد گسترده حکومتی به ۶ خوشه سازماندهی شده‌اند. برای به دست آوردن آمار مربوط به هر کدام از این خوشه‌ها (شاخص‌ها) از یک روش آماری شناخته شده به نام مدل ترکیبی ذهنی^۲ (UCM) استفاده شده است. مقدار برآوردی هر کدام از شاخص‌ها در فاصله ۲.۵ تا ۲.۵- می‌باشد که هر چه این شاخص‌ها به عدد ۲.۵ نزدیکتر باشد نشان‌دهنده حکمرانی بهتر و هر چه به عدد ۲.۵- تمایل داشته باشد حکمرانی ضعیف‌تر را نشان می‌دهد. (کافمن، کرای و ماستروزی، ۲۰۱۰).^۳

حکمرانی خوب و هزینه سرمایه

هزینه تأمین مالی، مفهومی است که با هر دو معیار ریسک و بازده در ارتباط است و دستیابی به حداقل نرخ هزینه تأمین مالی به معنای رسیدن به ترکیب بهینه ریسک و بازده از دید مدیریت می‌باشد (دستگیر و بزاززاده، ۱۳۸۲) اهمیت این موضوع تحقیق‌های متعددی را در کشورهای مختلف در زمینه عوامل مؤثر بر هزینه سرمایه موجب شده است.

هر شرکتی، بازده و ریسک مخصوص به خود را دارد و منابع مالی شرکت به وسیله صاحبان سهام و بدهی‌ها تأمین شده است و هر یک از آن‌ها، بازده متناسب با ریسک خود را درخواست می‌کنند. تأمین این بازده برای شرکت، یک هزینه است. بنابراین، هزینه سرمایه حداقل بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و صاحبان بدهی را تأمین کند و به تعریفی دیگر، نرخ هزینه سرمایه، حداقل نرخ بازده است که شرکت باید به دست آورد تا ارزش شرکت تغییر نکند (کرمی، نظری و شفیع‌پور، ۱۳۸۹)

^۱ Component Model

^۲ Unobserved Component Model (UCM)

^۳ برای مطالعه بیشتر در ارتباط با مدل ترکیبی ذهنی و نحوه محاسبه شاخص‌های حکمرانی خوب به مطالعه کافمن، کرای و ماستروزی (۲۰۱۰) مراجعه شود.

مدیریت برای حفظ ارزش واحد تجاری باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه سرمایه برساند. در این میان کلید موفقیت، کاهش هزینه سرمایه است (کردستانی و طایفه، ۱۳۹۲). اگر مدیریت موفق شود هزینه سرمایه واحد تجاری را کاهش دهد بازده مورد انتظار مازاد ناشی از اجرای پروژه‌های سودآوری بر ارزش اقتصادی واحد تجاری خواهد افزود که برای واحدهای تجاری رقیب با هزینه سرمایه بالاتر مقرون به صرفه نیست (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶)

از عوامل تأثیرگذار بر هزینه سرمایه، نقش دولت به‌عنوان نهاد اجتماعی نهادساز در عملکرد مناسب بازارها و مهمتر از آن برای شرایط مناسب سرمایه‌گذاری و تخصیص پایدار سرمایه است. دولت ضامن امنیت و پایداری اقتصاد هر کشور است. تنظیم قوانین اختلال‌زا توسط دولت در بازار مانند کنترل قیمت‌ها، ایجاد موانع غیراصولی و دست و پاگیر در صادرات و واردات، محدودیت‌های زاید در بازار سهام، محدودیت‌های تأسیس بنگاه اقتصادی جدید، مقررات دست و پاگیر برای تبدیل ارز و موارد مشابه هر یک به‌عنوان مانعی برای توسعه اقتصادی مطرح هستند (سامتی، رنجبر و محسنی، ۱۳۹۰). همچنین دولت با تصویب قوانین مناسب می‌تواند نقش قابل توجهی در بسترسازی لازم برای کارکرد مناسب سایر نهادها و نیز کارکرد بازار در اقتصاد داشته باشد (رنانی، ۱۳۸۳). منظور از نقش نظارتی دولت استفاده از ابزارهای سیاست پولی، مالی و ارزی به‌منظور ایجاد تأثیرات مثبت در بورس اوراق بهادار ایران است (واعظ برزانی، اصفهانی، صمدی و فعالجو، ۱۳۸۹). وجود شاخص‌های حکمرانی خوب در دولت منجر به ایجاد بازده غیرعادی برای شرکت‌ها، ایجاد ارزش و بهبود عملکرد شرکت‌ها خواهد شد (استپان، ۲۰۱۱). لولیان (۲۰۱۲) معتقد است که حکمرانی خوب باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها خواهد شد. وجود برخی روابط غیراقتصادی از جمله مخاطرات سیاسی، قوانین و مقررات بی‌ثبات و بی‌کیفیت، عدم پاسخگویی، رشوه و فساد اداری موجب ریسک بالای سرمایه‌گذاری در کشورهای فقیر خواهد شد، بنابراین بازده نهایی سرمایه در این کشورها نسبت به کشورهای غنی در سطح بالاتری نخواهد رفت (شپتبولو، ۲۰۰۶). واضح است که در این شرایط ریسک سرمایه‌گذاری زیاد خواهد بود. در نتیجه سرمایه‌گذار در قبال دریافت سود بیشتر حاضر به پذیرش این ریسک خواهد شد. در واقع حکمرانی بد منجر به افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها خواهد شد. این مسئله از آنجا دارای اهمیت است که شاخص‌های حکمرانی خوب، عاملی برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار بوده و می‌توان شرایط معاملات و در نتیجه رونق بازار را مهیا نماید (جلایی، میر و رحیمی‌پور، ۱۳۹۴). موریکاوا (۲۰۱۳) معتقد است که اطمینان از اثربخشی سیاست‌های دولت تأثیر قابل توجهی در اتخاذ تصمیم‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری‌های میان‌مدت و بلندمدت، تحقیق و توسعه، توسعه کسب و کار و سرمایه‌های انسانی توسط مدیران خواهد

گذاشت. مالیات بر درآمد، سیاست‌های پولی (از جمله نرخ بهره) و هزینه سرمایه از جمله مهمترین اثرات تأثیر حکمرانی خوب بر شرکت‌ها است. همچنین بادی و امبی (۲۰۱۷) معتقدند که حکمرانی خوب هزینه‌های نمایندگی را کاهش و موجب ایجاد ارزش برای سرمایه‌گذاران خواهد شد.

پیشینه تجربی

بیشتر پژوهشگران تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده‌اند (خواجوی و علیزاده طلائی، ۱۳۹۴؛ اسدی و خالقی، ۱۳۹۴؛ پورزمانی و منصوری، ۱۳۹۴؛ کامیابی، شهبواری و سلمانی، ۱۳۹۴؛ حجازی و جلالی، ۱۳۸۶؛ کیم و سون، ۲۰۱۳) اما مطالعه پیرامون بررسی تأثیر عوامل کلان اقتصادی، سیاسی، نقش دولت و حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه محدود به چند پژوهش است و اغلب تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری و توسعه انسانی مورد بررسی قرار گرفته است، که در ادامه به آن‌ها اشاره خواهد شد.

جلایی، میر و رحیمی‌پور (۱۳۹۴) به بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که هر چه شرایط حکمرانی خوب به سمت بهبود حرکت کند بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. این مسأله از آنجا دارای اهمیت است که شاخص‌های حکمرانی خوب عاملی برای ایجاد ثبات و امنیت در بازار بوده و می‌توان شرایط معاملات و در نتیجه رونق بازار را مهیا نماید.

شاه‌آبادی و سلیمی (۱۳۹۴) در پژوهش خود به بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر شدت تحقیق و توسعه کشورهای منتخب توسعه یافته و در حال توسعه پرداختند. نتایج این مطالعه آن‌ها نشان می‌دهد حکمرانی خوب، اثر مثبت و معنی‌داری بر شدت تحقیق و توسعه کشورهای مورد مطالعه دارد. نتایج حاکی از آن است که بهبود شاخص حکمرانی موجب افزایش شدت تحقیق و توسعه می‌شود.

قادری، قادری و قادری (۱۳۹۳) در مطالعه خود به بررسی اثر جهانی شدن بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن است که آزاد سازی تجاری باعث کاهش هزینه سرمایه خواهد شد. در واقع سیاست دولت‌ها در زمینه‌های مختلف مانند قوانین تجاری، مالی، ارزی، بانکی، سرمایه‌گذاری خارجی، بیمه، کار، تنظیم رقابت، مدیریت شرکت‌ها، توسعه صنایع داخلی، بسط فناوری، آموزش، بهداشت، خدمات اجتماعی و غیره می‌تواند تأثیر قابل ملاحظه‌ای بر عملکرد شرکت‌ها در اقتصاد جهانی می‌تواند داشته باشد.

مبارک و آذربوند (۱۳۸۸) در مطالعه خود با عنوان نگاهی به شاخص‌های حکمرانی خوب از منظر اسلام و تأثیر آن بر رشد اقتصادی ضمن تبیین وجه تشابه شاخص‌های حکمرانی معرفی شده توسط بانک جهانی با میانی اسلامی به این نتیجه رسیدند که میزان اثرگذاری عوامل نهادی و حکمرانی برای کشورهای ایران، مصر، ترکیه و اندونزی بر رشد اقتصادی نسبت به کشورهای دیگر اثرگذاری کمتری دارد.

بادی و امبی^۱ (۲۰۱۷) در مطالعه خود تأثیر کیفیت حکمرانی خوب بر عملکرد بازار سهام ۲۳ کشور را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از این است که شاخص‌های حقایق نظیر توسط مردم و پاسخگویی حکمرانان، شاخص ثبات سیاسی و عدم خشونت، شاخص کارایی و اثربخشی دولت برای تأمین نیازهای جامعه، شاخص کیفیت قوانین و مقررات و کاهش موانع توسعه اقتصادی، شاخص حاکمیت قانون و یکسان بودن دولت و مردم در برابر قانون، شاخص کنترل فساد و استفاده از قدرت و امکانات عمومی تأثیر قابل توجهی بر عملکرد بازار سهام در کشورهای نمونه داشته است.

فایسا و نسیاه^۲ (۲۰۱۶) با بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی آفریقا به این نتیجه رسیدند که وجود یا عدم وجود حکمرانی خوب منجر به تفاوت در رشد اقتصادی در کشورهای آفریقا خواهد شد. همچنین آن‌ها عنوان کردند که نقش حکومت در رشد اقتصادی وابسته به میزان درآمد کشورها دارد. پیری^۳ (۲۰۱۵) در مطالعه خود به بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر رشد اقتصادی کشورهای منطقه بالکان پرداخت. وی ضمن بررسی شاخص‌های حکمرانی خوب در کشورهای آلبانی، بوسنی، کرواسی، کوزوو، مقدونیه، مونته‌نگرو و صربستان به این نتیجه رسید که ارتباط ضعیفی بین حکمرانی خوب و رشد اقتصادی در کشورهای منتخب وجود دارد. وی عنوان کرد که نتایج در دوره‌های کوتاه‌مدت متفاوت از نتایج در دوره‌های بلندمدت است به نحوی که در دوره‌های بیشتر از ۱۲ سال ارتباط بین حکمرانی خوب و رشد اقتصادی تأیید می‌شود.

اوتوله و تارپ^۴ (۲۰۱۴) در پژوهش خود به بررسی تأثیر فساد بر اثربخشی سرمایه‌گذاری در کشورهای توسعه یافته پرداختند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که کاهش در فساد و رشوه در مسئولان منجر به تخصیص بهینه سرمایه خواهد شد.

¹ Boadi & Amegbe

² Fayissa & Nsiah

³ Pere

⁴ O'Toole & Tarp

لی و فیلر^۱ (۲۰۰۷) نشان می‌دهند در کشورهایی که محیط حکمرانی مبتنی حاکمیت قانون ضعیف می‌باشد سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را بر سرمایه‌گذاری مالی خارجی ترجیح می‌دهند.

لاو^۲ (۲۰۰۳) در پژوهش خود عنوان کرد که وجود فساد منجر به افزایش هزینه سرمایه شرکت‌ها خواهد شد. وی بیان کرد که فساد منجر به ایجاد محدودیت در منابع تأمین مالی شرکت‌ها خواهد شد. فنگ^۳ (۲۰۰۳)، کناک^۴ (۲۰۰۳) و کناک و کیفر^۵ (۱۹۹۷) رابطه مثبت و معنی‌داری را میان شاخص‌های حکمرانی خوب که آن را شاخص کیفیت نهادی نامیدند با رشد اقتصادی اثبات نمودند. این مطالعات نشان می‌دهد بهبود حاکمیت قانون و کنترل فساد، اثرات مستقیمی بر توسعه اقتصادی و توسعه انسانی خواهد داشت.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اصلی

حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد.

فرضیه فرعی

حق اظهار نظر توسط مردم و پاسخگویی حکمرانان بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. ثبات سیاسی و عدم خشونت بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. کارایی و اثربخشی دولت برای تأمین نیازهای جامعه بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. کیفیت قوانین و مقررات و کاهش موانع توسعه اقتصادی هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. حاکمیت قانون و یکسان بودن دولت و مردم در برابر قانون بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد. کنترل فساد و استفاده از قدرت و امکانات عمومی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد.

¹ Li & Filer

² Love

³ Feng

⁴ Knack

⁵ Knack & Keefer

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش، از نوع تحقیقات کاربردی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی صورت گرفته است. فرضیه تحقیق براساس داده‌های ترکیبی آزمون شده است و تحلیل‌های آماری به کمک نرم‌افزار ایویوز ۷^۱ و استاتا ۱۱^۲ انجام شده است. جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی برای دوره ۱۰ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۴ لغایت پایان سال ۱۳۹۳ تعیین شده است. جامعه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است که دارای شرایط زیر باشند:

تا پایان اسفند ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.

- بیش از ۶ ماه توقف معاملاتی نداشته باشد.
- داده‌های مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.

به دلیل ماهیت و طبقه‌بندی متفاوت اقلام صورت‌های مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی در مقایسه با شرکت‌های تولیدی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌های بیمه، بانک‌ها و مؤسسات تأمین مالی، در این تحقیق، مورد بررسی قرار نمی‌گیرند. دلایل حذف شرکت‌های مالی از نمونه به صورت زیر است (فاما و فرنچ، ۱۹۹۲):

الف- نسبت‌های اهرمی بالای شرکت‌های غیرمالی نشانگر ریسک مالی این شرکت‌هاست، در حالی که برای شرکت‌های مالی این مسئله کاملاً عادی است، لذا اگر شرکت‌های مالی نیز در این تحلیل مورد بررسی قرار گیرند منجر به استنتاج‌های اشتباه در مورد معنی‌دار بودن بعضی از متغیرها خواهد شد.

ب- روش‌های حسابداری مورد استفاده در شرکت‌های مالی با روش‌های مورد استفاده در شرکت‌های غیرمالی متفاوت است. بنابراین تفسیرها و توجیه‌های به کار گرفته شده برای عوامل پایه‌ای این دو گروه بسیار متفاوت‌اند.

- در طی دوره تحقیق سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

¹ Eviews7

² Stata11

با اعمال محدودیت‌های فوق ۹۵ شرکت پذیرفته شده در بورس تهران باقی ماند که تمام آن‌ها به‌عنوان نمونه انتخاب گردید. مدل ریاضی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق با استفاده از مدل زیر تخمین زده شده است.

$$WACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.GG_t + \beta_2.SIZE_{i,t} + \beta_3.MB_{i,t} + \beta_4.ROA_{i,t} + \beta_5.LEV_{i,t} \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

$WACC_{i,t}$: هزینه سرمایه، GG_t : شاخص‌های حکمرانی خوب، $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت، $MB_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، $ROA_{i,t}$: بازده دارایی‌ها، $LEV_{i,t}$: اهرم

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

نحوه اندازه‌گیری هزینه سرمایه

متغیر وابسته در این پژوهش، هزینه سرمایه می‌باشد هزینه سرمایه کل شرکت عبارت از میانگین موزون هزینه منابع مختلف تأمین مالی بلندمدت است که توسط شرکت به کار گرفته شده است. میانگین موزون هزینه سرمایه با استفاده از وزن‌های مبتنی بر ساختار سرمایه شرکت محاسبه می‌شود. ساختار سرمایه بهینه، ترکیبی از بدهی سهام ممتاز و حقوق صاحبان سهام عادی شرکت است که میانگین موزون هزینه سرمایه شرکت را به حداقل برساند (مدرس و عبدالله‌زاده، ۱۳۹۰). برای محاسبه نرخ هزینه سرمایه از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است و برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌صورت زیر قابل محاسبه است:

$$WACC = \left(\left(\frac{E_M}{E_M + D_M} \right) K_S + \left(\frac{D_M}{E_M + D_M} \right) K_D \right) \quad (۲)$$

که در آن:

$$D_m = \text{ارزش دفتری کل بدهی‌ها}$$

$$E_m = \text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}$$

$K_D =$ نرخ هزینه بدهی بعد از مالیات

$K_s =$ نرخ هزینه صاحبان سهام

نرخ هزینه بدهی:

نرخ هزینه بدهی براساس فرمول زیر محاسبه شده است:

$$k_d = (1 - t) \text{ نرخ بهره بدهی} \quad \text{رابطه (۳)}$$

برای محاسبه نرخ هزینه بدهی، آیین‌نامه نحوه اعطای تسهیلات بانکی به واحدهای صنعتی تولیدی، مورد بررسی قرار گرفته است و با توجه به متغیر بودن نرخ تسهیلات برای صنایع مختلف، از میانگین موزون نرخ تسهیلات استفاده شده است.

نرخ مؤثر t براساس قانون جدید مالیات‌های مستقیم ۲۲/۵ درصد در نظر گرفته می‌شود.

نرخ هزینه سهام عادی، سود انباشته و اندوخته‌ها:

نرخ هزینه سهام عادی هر سال شرکت نیز از طریق مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

محاسبه و تعیین گردیده است. طبق این مدل، هزینه سرمایه شرکت از رابطه زیر بدست می‌آید:

$$E(r_i) = r_f + \beta(E(r_m) - r_f) \quad \text{رابطه (۴)}$$

که در آن:

$E(r_i) =$ بازده مورد انتظار سهام

$r_f =$ نرخ بازده بدون ریسک

$\beta =$ ضریب ریسک سیستماتیک

$E(r_m) =$ بازده بازار

هر یک از عوامل رابطه فوق، یعنی نرخ بازده بدون ریسک، ضریب ریسک سیستماتیک و بازده

بازار به شرح زیر تعیین و محاسبه می‌شوند.

نرخ بازده بدون ریسک:

نرخ بازده بدون ریسک، نرخ سود اوراق مشارکت دولتی در نظر گرفته می‌شود. این نرخ برای تمام سال‌های تحقیق ۱۷ درصد لحاظ شده است (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، گزارش اقتصادی و ترازنامه سالانه، ۱۳۹۳).

β :

β بیانگر میزان حساسیت بازده شرکت نسبت به بازده بازار می‌باشد. برای محاسبه بتا از رابطه زیر استفاده شده است.

$$\text{رابطه (۵)} \quad \text{Beta}_j = (\text{Cov}(R_j, R_m)) / \text{Var}(R_m)$$

بازده بازار:

برای محاسبه بازده بازار میزان تغییرات شاخص بازده نقدی و قیمت مورد بررسی قرار گرفته و از طریق رابطه زیر به دست می‌آید:

$$\text{رابطه (۶)} \quad E(r_m) = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

که در آن:

I_t = شاخص کل بازار در انتهای دوره t

I_{t-1} = شاخص کل بازار در ابتدای دوره t

متغیر مستقل

شاخص‌های حکمرانی خوب از مدل ترکیبی ذهنی (UCM) کافمن، کرای و ماستروزی (۲۰۱۰) به دست می‌آید که در آن فرض می‌شود امتیاز عینی از کشور z در شاخص k $y(j, k)$ تابعی خطی از یک حکمرانی ذهنی $g(j)$ ، به علاوه یک جزء خطای تصادفی است.

$$y(j, k) = \alpha(k) + \beta(k) * (g(j) + \varepsilon(j, k))$$

$\alpha(k)$ و $\beta(k)$ متغیرهای نامعلومی هستند که حکمرانی ذهنی $g(j)$ را به داده‌های عینی $y(j, k)$ مرتبط می‌سازند. هدف این روش مشخص کردن میزان داده‌های ذهنی $g(j)$ برای هر کشور با استفاده از توزیع $g(j)$ بسته به داده‌های عینی $y(j)$ می‌باشد. به عبارت دیگر، با توجه به داده‌های عینی $y(j)$ در هر کشور و برآورد متغیرهای $\alpha(k)$ و $\beta(k)$ ، برآوردهای حکمرانی ذهنی $g(j)$ می‌تواند ساخته شود. بنابراین هدف پژوهشگران، تعیین سطح حکمرانی در هر کشور با استفاده از داده‌های عینی در آن کشور بوده است. مقدار برآوردی هر کدام از شاخص‌ها در فاصله ۲.۵ تا -۲.۵ می‌باشد که هر چه این شاخص‌ها به عدد ۲.۵ نزدیکتر باشد نشان‌دهنده حکمرانی بهتر و هر چه به عدد -۲.۵ تمایل داشته باشد حکمرانی ضعیفتر را نشان می‌دهد. (کافمن، کرای و ماستروزی، ۲۰۱۰). شایان ذکر است داده‌های عینی بهوسیله ۶ شاخص (k) سازماندهی شده‌اند که عبارتند از: حق اظهارنظر و پاسخگویی، ثبات سیاسی، کارایی و اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات، حاکمیت قانون و کنترل فساد است.

متغیرهای کنترلی

همچنین تأثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه ممکن است تحت تأثیر محیط تجاری و ویژگی‌های خاص هر شرکت باشد. در این پژوهش برای افزایش دقت و قابلیت اتکا نتایج، چهار متغیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم عملیاتی کنترل شده‌اند. برای اندازه‌گیری اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت i در سال t بهره گرفته شده است. نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار از تقسیم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار پایان سال حقوق صاحبان سهام به دست می‌آید. بازده دارایی‌ها از طریق تقسیم سود قبل از اقالام غیرعادی و غیرمترقبه بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود. همچنین جهت اندازه‌گیری اهرم شرکت از تقسیم مجموع بدهی‌های شرکت بر مجموع حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

در آمار توصیفی، تلاش بر آن است تا با ارائه جدول‌ها و استفاده از معیارهای توصیفی نظیر شاخص‌های مرکزی و پراکندگی، داده‌های پژوهش توصیف شود و به شفافیت موضوع کمک کند. نتایج شاخص‌های توصیفی در نگاره شماره (۱) آورده شده است.

نگاره شماره ۱: آمار توصیفی داده‌های پژوهش

متغیرها	میانگین	انحراف استاندارد	حداکثر	حداقل
هزینه سرمایه	۰/۶۸۵	۰/۵۸۲	۳/۴۵۲۸	۰/۳۵۱
پاسخگویی حکمرانان	-۱/۵۲۷	-۰/۰۸۴	-۱/۲۹۵۹	-۱/۶۰۰۴
ثبات سیاسی	-۱/۱۹۴	۰/۲۶۶	-۰/۸۱۴۶	-۱/۶۲۰۱
کارایی و اثربخشی دولت	۰/۹۷۱	۱/۵۷۱	-۰/۴۱۰	-۰/۶۹۶
کیفیت قوانین و مقررات	-۱/۵۳۲	-۰/۱۲۷	-۱/۲۴۸	-۱/۷۳۰
حاکمیت قانون	-۰/۶۲۲	-۰/۱۱۷	-۰/۳۴۶	-۰/۸۲۰
کنترل فساد	۰/۵۳۱	۰/۴۹۹	-۰/۴۳۶	-۰/۹۹۱
اندازه	۱۴/۲۴۱	۱/۳۲۵	۱۸/۴۱۵	۱۱/۲۴۵
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۲/۱۴۲	۶/۴۷۵	۱۵/۴۱۵	-۱۹۸/۴۱۵
بازده دارایی‌ها	۰/۱۴۲	-۰/۱۶۴	۰/۹۵۴	-۱/۱۵۲
اهرم	۰/۵۹۵	۰/۲۳۵	۲/۱۲۴۵	۰/۰۱۱۰

نتایج آزمون ریشه واحد

پیش از بررسی تأثیر متغیرهای حکمرانی خوب بر تغییرات قیمت سهام، باید پایایی تمام متغیرهای مورد نظر آزمون شوند. برای این منظور از آزمون‌های ریشه واحد فیشر و لوین لین چو استفاده شده است. چنانچه مقدار آماره احتمال محاسبه شده کوچکتر از مقدار مربوط به سطح اطمینان ۹۵ درصد باشد فرضیه H_0 مبنی بر نامانایی رد خواهد شد. نتایج برای کلیه متغیرهای مدل در نگاره شماره (۲) به صورت زیر است.

نگاره شماره ۲: بررسی پایایی متغیرها

متغیرها	آماره آزمون LLC	احتمال	آماره آزمون ADF	احتمال
هزینه سرمایه	-۱۷/۲۵۶۸	۰/۰۰۰۰	۴۸۵/۶۵۲	۰/۰۰۰۰
پاسخگویی حکمرانان	-۱۳/۵۲۸۴	۰/۰۰۰۰	۴۸۳/۷۵۴	۰/۰۰۰۰
ثبات سیاسی	-۱۳/۷۵۸۶	۰/۰۰۰۰	۴۰۵/۴۵۸	۰/۰۰۰۰
کارایی و اثربخشی دولت	-۱۷/۲۷۵۸	۰/۰۰۰۰	۲۸۴/۲۴۱	۰/۰۰۰۰
کیفیت قوانین و مقررات	-۱۴/۶۵۲۸	۰/۰۰۰۰	۲۸۷/۲۵۴	۰/۰۰۰۰
حاکمیت قانون	-۳۰/۱۵۴۷	۰/۰۰۰۰	۳۴۱/۶۵۲	۰/۰۰۰۰
کنترل فساد	-۱۳/۴۵۲۸	۰/۰۰۰۰	۲۴۴/۱۵۴	۰/۰۲۰۵
اندازه	-۱۷/۸۷۴۵	۰/۰۰۰۰	۲۴۹/۲۵۷	۰/۰۰۰۰
سبت ارزش دفتری به ارزش بازار	-۱۸/۳۶۲۵	۰/۰۰۰۰	۳۰۹/۹۴۸	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	-۲۰/۲۱۵۴	۰/۰۰۰۰	۳۱۵/۸۵۴	۰/۰۰۰۰
اهرم	-۱۱/۱۴۵۸	۰/۰۰۰۰	۳۱۵/۵۲۸	۰/۰۰۰۰

نتایج نشان می‌دهند که فرضیه H_0 در مورد تمام متغیرهای الگو رد شده که مبنی بر مانا بودن آن‌ها است، بنابراین رگرسیون کاذب موضوعیت نمی‌یابد.

نتایج تخمین الگوها براساس آماره F لیمر

برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آماره F لیمر استفاده می‌شود. در آزمون F، فرضیه H_0 دال بر داده‌های تلفیقی (یکسان بودن عرض از مبدأها) و در مقابل فرضیه مخالف دال بر داده‌های تابلویی (ناهمسانی عرض از مبدأها) می‌باشد.

نگاره شماره ۳: بررسی قابلیت تخمین الگوها براساس آماره F لیمر

الگوها	آماره آزمون F	احتمال
فرضیه ۱	۰/۵۸۵۴	۱/۰۰۰۰
فرضیه ۲	۰/۵۲۳۶	۰/۹۹۹۵
فرضیه ۳	۰/۵۷۸۴	۰/۹۹۹۹
فرضیه ۴	۰/۵۶۵۲	۰/۹۹۹۲
فرضیه ۵	۰/۵۱۲۵	۰/۹۹۹۸
فرضیه ۶	۰/۵۴۸۵	۰/۹۹۹۹

با توجه به مقدار F محاسبه شده در نگاره شماره (۳)، فرضیه H₀ این آزمون دال بر داده‌های تلفیقی (یکسان بودن عرض از مبدأها) تأیید می‌شود و بنابراین برای برآورد از روش داده‌های تابلویی استفاده می‌کنیم.

نتایج تخمین مدل‌ها

الگوی ششم	الگوی پنجم	الگوی چهارم	الگوی سوم	الگوی دوم	الگوی اول	شرح
-	-	-	-	-	۵۸۵۲/۷۴	پاسخگویی حکمرانان
-	-	-	-	۴۱۵۸/۵۱***	-	ثبات سیاسی
-	-	-	۶۸۵۴/۱۱***	-	-	کارایی و اثربخشی دولت
-	-	۱۳۳۵/۲۵۷**	-	-	-	کیفیت قوانین و مقررات
-	۳۶۵۸/۱۴۲	-	-	-	-	حاکمیت قانون
۵۲۸/۵۲۱**	-	-	-	-	-	کنترل فساد
-۱۱/۲۷۳***	-۱۳/۵۳۴**	-۱۶/۲۶*	-۱۷/۱۵۲***	-۱۲/۰۵۸**	-۱۵/۲۵***	اندازه
۶۹/۳۵۴***	۷۴/۵۲۸***	۸۵/۶۹۸**	۱۵۲/۶۵۸***	۱۷۴/۳۵۴***	۱۴/۸۵۴**	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار
-۸۷/۵۸۴۱**	-۱۴۴/۵۷۳***	-۹۵/۸۵۷**	-۱۵۴/۸۴۷***	-۱۴۲/۳۳۵***	-۲۰۱/۷۴۸**	بازده دارایی‌ها
۶/۲۵۸*	۴/۷۸۵***	۵/۵۶۳**	۳/۵۲۸***	۴/۱۵۴***	۳/۴۲۵***	اهرم
۰/۱۹۵	۰/۲۳۷	۰/۱۷۸	۰/۱۳۵	۰/۱۱۵	۰/۱۲۵	R ²
۳۰/۹۸۵	۳۷/۲۵۴	۲۸/۱۲۸	۱۹/۲۵۴	۱۶/۵۱۲	۱۸/۷۴۵	F آماره
۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰۰	F ² سطح معناداری
۲/۲۵۹	۲/۴۵۲	۲/۱۹۷	۲/۱۲۴	۱/۹۵۸	۲/۰۱۲	آماره دوربین-واتسون

*** معناداری در سطح خطای ۱ درصد

** معناداری در سطح خطای ۵ درصد

* معناداری در سطح خطای ۱۰ درصد

در الگوی اول پژوهش تأثیر شاخص پاسخگویی حکمرانان بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی اول، ضرایب متغیرهای اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد

معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که شاخص نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت و متغیر اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین نتایج نشان از عدم ارتباط معنی‌داری بین شاخص پاسخگویی حکمرانان با هزینه سرمایه دارد.

در الگوی دوم پژوهش تأثیر شاخص ثبات سیاسی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی دوم، ضرایب متغیرهای ثبات سیاسی، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که متغیر اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و متغیرهای شاخص ثبات سیاسی، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

در الگوی سوم پژوهش، تأثیر شاخص اثربخشی و کارایی دولت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی سوم، ضرایب متغیرهای اثربخشی و کارایی دولت، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و شاخص‌های اثر بخشی و کارایی دولت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. در الگوی چهارم پژوهش تأثیر شاخص کیفیت قوانین و مقررات بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی چهارم، ضرایب متغیرهای کیفیت قوانین و مقررات، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و شاخص‌های کیفیت قوانین و مقررات، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. در الگوی پنجم پژوهش تأثیر شاخص حاکمیت قانون بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی پنجم، ضرایب متغیرهای اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته

شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند. همچنین نتایج نشان از عدم ارتباط معنی‌داری بین شاخص حاکمیت قانون با هزینه سرمایه دارد.

در الگوی ششم پژوهش تأثیر شاخص کنترل فساد بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی ششم، ضرایب متغیرهای کنترل فساد، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، بازده دارایی‌ها و اهرم در سطح خطای ۱۰ درصد معنی‌دار می‌باشند. نتایج حاکی از آن است که متغیرهای اندازه و بازده دارایی‌ها تأثیر منفی و شاخص‌های کنترل فساد، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اهرم تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند.

با توجه به سطح معناداری آماره F می‌توان بیان کرد که تمام مدل‌ها از معناداری مناسبی برخوردار هستند، همچنین آماره دوربین - واتسون تمام مدل‌ها بین ۱/۵-۲/۵ است که نشان می‌دهد مشکل خود همبستگی بین جملات اختلال مدل برآوردی وجود ندارد. ضریب تعیین‌های به‌دست آمده نشان می‌دهد متغیرهای توضیحی مورد نظر به ترتیب حدود ۱۸ درصد، ۱۶ درصد، ۱۹ درصد، ۲۸ درصد، ۳۷ درصد و ۳۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از این مطالعه، بررسی تأثیر شاخص‌های حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۳ است. برای سنجش حکمرانی خوب از ۶ شاخص معرفی شده توسط بانک جهانی استفاده شده و بر همین اساس ۶ الگو برای بررسی تأثیر حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه در نظر گرفته شده است. نتایج پژوهش حاکی از وجود ارتباط معنی‌دار بین شاخص‌های ثبات سیاسی، کارایی و اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات و کنترل فساد با هزینه سرمایه است. به طوری که شاخص‌های ثبات سیاسی، کارایی و اثربخشی دولت، کیفیت قوانین و مقررات، کنترل فساد و حاکمیت قانون تأثیر مثبت بر هزینه سرمایه دارد. همواره دولت ضامن امنیت اقتصادی کشور بوده و با تصویب قوانین و مقررات مناسب نقش قابل توجهی در بسترسازی لازم برای کارکرد مناسب نهادها و نیز کارکرد بازار در اقتصاد دارد اما نتایج پژوهش حاضر مخالف با مبانی نظری مطرح شده است و با پژوهش جلایی، میر و رحیمی‌پور (۱۳۹۴)، بادی و امبی (۲۰۱۷) مطابقت ندارد. اما در ارتباط با تأثیر فساد بر هزینه سرمایه نتایج پژوهش با نتایج مطالعه لاو (۲۰۰۳) مطابقت دارد. با توجه به منفی بودن اثر ۵ شاخص حکمرانی خوب بر هزینه سرمایه می‌توان

نتیجه گرفت که در دوره زمانی پژوهش شاخص‌های حکمرانی خوب روند مساعدی را طی نکرده‌اند و بهبودی در آن‌ها ایجاد نشده است. همچنین با دقت در داده‌های خام شاخص‌های حکمرانی خوب می‌توان به خوبی مشاهده کرد که شاخص‌های حکمرانی خوب افت و خیزهای زیادی داشته و بیشتر سیر نزولی داشته‌اند که نشان از عدم بهبود حکمرانی خوب در این دوره زمانی است.

نتایج پژوهش در مورد سایر متغیرهای کنترلی به شرح زیر است:

اندازه شرکت: در تمام مدل‌ها، ارتباط منفی و معنی‌دار بین اندازه شرکت و هزینه سرمایه مورد تأیید قرار گرفت. نتایج فوق با نتایج پژوهش حجازی و جلالی (۱۳۸۶) سازگار است. در واقع هر اندازه شرکت بزرگتر باشد هزینه سرمایه کمتر خواهد بود. به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بزرگ را کمتر در نظر گرفته لذا انتظار بازده کمتری نیز دارند.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار: در تمام مدل‌ها ارتباط مثبت و معنی‌دار بین نرخ تورم و تغییرات قیمت سهام مورد تأیید قرار گرفت. نتایج فوق موافق با نتایج نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) و با نتایج پژوهش حجازی و جلالی (۱۳۸۶) مطابقت ندارد. ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام منعکس‌کننده فرصت رشد پیش‌روی شرکت‌ها است. هر چه این نسبت بزرگتر باشد، نشان‌دهنده امکان رشد بیشتر شرکت در آینده است. شرکت‌های در حال رشد در مقایسه با شرکت‌های بالغ، ریسک بیشتری را به سرمایه‌گذاران خود تحمیل می‌کنند (فرانسیس، لافوند، اولسان و شیپر، ۲۰۰۵). بنابراین طبیعی است که سرمایه‌گذاران این شرکت‌ها در مقایسه با سایر شرکت‌ها، بازده بالاتری را مطالبه نمایند.

بازده دارایی‌ها: در تمام مدل‌ها ارتباط منفی و معنی‌دار بین بازده دارایی‌ها و هزینه سرمایه مورد تأیید قرار گرفت. نتایج فوق با نتایج نیکومرام و امینی (۱۳۹۰) مطابقت ندارد. می‌توان عنوان کرد که شرکت‌های داری عملکرد مطلوب از دید سرمایه‌گذاران کم ریسکتر بوده و بنابراین بازده پایین‌تری از این شرکت‌ها مطالبه می‌شود.

اهرم: در تمام مدل‌ها ارتباط مثبت و معنی‌دار بین اهرم و هزینه سرمایه مورد تأیید قرار گرفت. نتایج فوق با نتایج پژوهش حجازی و جلالی (۱۳۸۶) مطابقت ندارد. می‌توان عنوان کرد که شرکت‌های با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بزرگتر دارای ریسک بیشتر از دید سرمایه‌گذاران بوده و بنابراین بازده بیشتری از این شرکت‌ها مطالبه می‌شود.

با توجه به نتایج پژوهش به نظر می‌رسد که دولت برای افزایش رونق بورس اوراق بهادار و تشویق سرمایه‌گذاران به خرید فروش سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ملزم به بهبود شاخص‌های حکمرانی خوب خواهد شد. واضح است که پاسخگو بودن دولت در قبال مردم و

افزایش حق اظهارنظر مردم به‌خصوص متخصصان در امور اقتصادی کشور می‌تواند موجب رونق اقتصاد گردد. همچنین حجم بالای قوانین و مقررات بی‌کیفیت منجر به ایجاد هزینه برای شرکت‌ها خواهد شد لذا کاهش قوانین و مقررات بی‌کیفیت و تجدیدنظر در قوانین و مقررات اقتصادی کشور از قبیل قوانین مربوط به مالیات شرکت‌ها، تجارت خارجی و قوانین پولی و مالی منجر به بهبود عملکرد شرکت‌ها خواهد شد. در واقع برای ایجاد شرایط باثبات در بازار و ایجاد بازدهی بلندمدت باید شاخص‌های حکمرانی خوب را بهبود بخشید که در این صورت است که بورس تنها براساس نمادهای اقتصاد واقعی حرکت خواهد کرد.

منابع و مأخذ

- 1- Alavirad, A. & Haghnevis, H. (2011), Long-Run and short-run effects of monetary and exchange rate variables on stock prices in Iran, *Journal of Applied Economics*, 2 (6): 43-59. **(In Persian)**
- 2- Assadi, G. H. & Khaleghi, M. (2015), Impact of Frequency of Financial Reporting on Information Asymmetry and Cost of Equity, *Journal of Accounting Knowledge*, 6 (22): 7-28. **(In Persian)**
- 3- Boadi, I. & Amegbe, H. (2017), the Link between Quality of Governance and Stock Market Performance: International Level Evidence, *European Journal of Government and Economics*. 6 (1): 78-101.
- 4- Darabi, R. & Khosh Kholgh, I. (2011). The relationship between earnings and profits as of the end of the audited period, the stock price, *Financial Accounting and Auditing Research*, 3 (11): 109-131. **(In Persian)**
- 5- Dastgir, M. & Bazaz Zadeh, H. (2003), Effect of disclosure on ordinary stock costs. *Financial Research*, 5 (2): 83-103. **(In Persian)**
- 6- Economic Report & Balance Sheet, (2014), Central Bank of Iran.
- 7- Fama, E. F. & French, K. R. (1992), the cross-section of expected stock returns, *Journal of Finance*, 47: 427-465.
- 8- Fayissa, B & Nsiah, C. (2016), The Impact of Governance on Economic Growth in Africa, *The Journal of Developing Areas*, 47(1): 91-108.
- 9- Feng, Y. (2003), Democracy, Governance and Economic performance: Theory and Evidence, Cambridge: MA, MIT press.
- 10- Fered A, D. (2015). Strategic Management, (Parsaian, A. & Arabi and M. Trans) Tehran: Cultural Research Bureau. **(In Persian)**
- 11- Fourie, D. (2012), Good governance for cost effective financial management: a public sector financial management approach, *African Consortium of Public Administration*, 5 (3): 69-81.

- 12- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson & K. Schipper. (2005), the market pricing of accruals quality, *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2): 295-327.
- 13- Ghaderi, K., Ghaderi, S. & Ghaderi, S. (2014). The survey of the impact of globalization on the cost of capital of listed companies in Tehran Stock Exchange: Panel Data Approach. *Journal of Financial Research*, 16 (2): 327-344. *(In Persian)*
- 14- Hejazi, R. & Jalai, F. (2007), Factors affecting the cost of capital in companies listed on Tehran Stock Exchange, *Journal of Humanities and Social Sciences*, 7 (24): 13-30. *(In Persian)*
- 15- Henry P. B. (2003), Capital-Account Liberalization, the Cost of Capital and Economic Growth, *American Economic Review*, 93 (2): 91-96.
- 16- Jalaei, A., Mir, H. & Rahimipour. (2015), the impact of good governance on stock returns in Tehran Stock Exchange, *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 8 (27): 1-13. *(In Persian)*
- 17- Kamyabi, Y., Shahsavari, M. & Salmani, R. (2016), The Study of the accrual earnings management effect on the relationship between real earnings management and Cost of capital, *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 23(1): 19-38. *(In Persian)*
- 18- Karami, G. & Nazari, M. & Shafipoor, M. (2011), Economic Value Added and Stock Market Liquidity, *Journal of Financial Research*, 12 (30): 117-132. *(In Persian)*
- 19- Khajavi, S. & Alizadeh Talatapeh, V. (2015). Investigating the Impacts of the Level of Voluntary Disclosure on the Cost of Capital of the Companies Listed in Tehran Stock Exchange, *Accounting Review*, 2 (7): 25-46. *(In Persian)*
- 20- Kim, J.B. & Sohn, B.C. (2013), Real Earnings Management and Cost of Capital. *Journal of Accounting and Public Policy*, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2199375>.
- 21- Knack, S Keefer, P. (1997), does social capital Have an Economic Payoof: A cross country emprical investigation, *Quarterly Journal of Economics*, 112 (4): 1251-1288.

- 22- Knack, S. (2003), *Democracy, Governance and Growth*, Ann Arbor: The University of Michigan press.
- 23- Komijani, A. & Salatin, P. (2010). The effect of quality of governance and economic growth in Iran and neighboring countries (Turkey and Pakistan), *Journal of Industrial Strategic Management*, 7 (20): 27-41. *(In Persian)*
- 24- Kordestani, G. & Majdi, Z. (2007), Investigation of Relation Between Earnings Attributes and Cost of Equity, *The Iranian Accounting And Auditing Review*, 14 (2): 85-104. *(In Persian)*
- 25- Kordestani, G. & Tayefeh, S. (2013). Earnings Attributes and Cost of Equity, *Journal of Financial Research*, 15 (1): 75-94. *(In Persian)*
- 26- Kaufmann D., Kraay A., & Massimo M. (2010), *The Worldwide Governance Indicators, Methodology and Analytical Issues*, The World Bank, Development Research Group, Macroeconomics and Growth Team, September 2010.
- 27- Kukenova, M. (2011), *Financial Liberalization and Allocative Efficiency of Capital*, Policy Research Working Papers. (1): WPS 5670: 1-46.
- 28- Lateef, K. S. (1991). Comment on Governance and Development, by Boeninger, *The World Bank Economic Review*, 5(suppl 1), 295-298.
- 29- Li, S. & Filer, L. (2007), The effect of governance environment on the choic of investment mode and the strategic implications, *Journal of world Business*, 42: 80-98 (Available online at www.Science direct.Com/bam/jwb).
- 30- Love, I. (2003), financial development and financing constraints: international evidence from the structural investment model, *Review of Financial Studies*, 16: 765-791.
- 31- Lulian, A. B. (2012), Investing in Good Governance, *The New York times*, september: 12.
- 32- Mahdavi, A., Bahraini Hosseinzadeh, M. & Javadi, A. (2008), the effects of good governance on absorbing FDI Middle-Income Countries, *Knowledge and Development*, 15 (24): 85-102. *(In Persian)*

- 33- Mobarak, A. & Azarpayvand, Z. (2009), a look at good governance indicators from the point of view of Islam and its impact on economic growth, *Islamic Economics*, 9 (36): 179-208. *(In Persian)*
- 34- Morikawa, M. (2013), Political stability and corporate behaviour: The economic effects of the end of the divided Diet, *Australia-Japan Research Centr*, 1 (4).
- 35- Nikoomaram, H. & Amini, P. (2011), Quality of earning and capital cost. Financial Knowledge of Securities Analysis, 2 (10): 183-205. *(In Persian)*
- 36- O'Toole, C. & Tarp, F. (2014), Corruption and the Efficiency of Capital Investment in Developing Countries, *Journal of International Development*, 5 (26): 567-597.
- 37- Pere, E. (2015), the impact of good governance in the economic development of Western Balkan countries, *European Journal of Government and Economics*, 4 (1): 25-45.
- 38- Piraei, K. & Shahsavar, M. R. (2009), the Impacts of Macroeconomic Variables on the Iranian Stock Market, *the Economic Research*, 9 (1): 21-38. *(In Persian)*
- 39- Poorzamani, Z. & Mansouri, F. (2015), Effect of disclosure quality, conservatism and the interaction of the cost of equity capital, *Financial Accounting and Auditing Research*, 7 (25): 85-102. *(In Persian)*
- 40- Rajabi, M. (2005), long-term effects of trade liberalization on the structure of the state budget Optimal Control Method, *Economics Research*, 5 (2): 131-160. *(In Persian)*
- 41- Renani, M. (2004), the role of government in institutional reform through legislation. Parliament and Research, 10 (39): 13-30. *(In Persian)*
- 42- Rezai, M. (2007), The Effects of Good Governance in attracting foreign direct investment to Iran, *Social Welfare Quarterly*, 7(26): 85-104. *(In Persian)*

- 43- Sadeghi, H., Sameti, M. & Sameti, M. (2012), Effect of Economic Globalization on Government Size (Surveying the Selected Asian Countries). *Economic Growth and Development Research*, 2 (6): 209-249. *(In Persian)*
- 44- Sameti, M., Ranjbar, H. & Mohseni, F. (2011), the effect of good governance indicators on human development index: The case of ASEAN countries, *Economic Growth and Development Research*, 1 (4): 183-223. *(In Persian)*
- 45- Shahabadi, A. & Salimi, S. (2015). Impact of Good Governance on R&D Intensity of Selected Developed and Developing Countries, *Journal of Science and Technology Policy*, 7 (2): 35-46. *(In Persian)*
- 46- Sharifzadeh, F. & Gholipour, R. (2003), Good governance and the role of government, *Management of Organizational Culture*, 1 (2): 93-110. *(In Persian)*
- 47- Shepotylo, O. (2006), Regional Governance Infrastructure: the Positive Externality on the Inflow of Foreign Direct Investment, University of Maryland.
- 48- Stephen, M. H. (2011). What Good Governance Means for Stock Prices. New gland in-house, January.
- 49- Vaiez Barazani, M., Dalali Esfahani, R., Samadi, S. & faaljou, H. (2010), Evaluation of the Stock Exchange of government surveillance in the framework of an optimal control pattern, *Economic Research*, 10 (36): 285-308. *(In Persian)*
- 50- World Bank. (2000), Global economic prospects and the developing countries, Washington, DC, World Bank.