



Value Creation Framework in Capital Market Financing: A Thematic Analysis Approach

Zahra Saleh Jalali 

Ph.D. Candidate, Department of Project Management and Construction, Faculty of Arts, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran. E-mail: zahra.saleh@modares.ac.ir

Mohammad Hossein Sobhiyah * 

*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Project Management and Construction, Faculty of Arts, Tarbiat Modares University, Tehran, Iran. E-mail: sobhiyah@modares.ac.ir

Abstract

Objective

Value and value creation constitute the core elements of any business strategy, and corporate success largely depends on the ability to create value that is perceived as meaningful by customers and other stakeholders. Firm value is directly associated with the strategic decisions undertaken by organizations, among which financing decisions represent one of the most critical. In this regard, capital markets are recognized as one of the main channels of financing within an economy and play a pivotal role in the efficient allocation of financial resources. Capital markets possess the capacity to reduce financing gaps that the banking system alone has been unable to fully address and provide firms with a wide range of alternative financing instruments. Consequently, more than a decade after the global financial crisis, firms have increasingly shown a preference for utilizing diversified financing instruments available through capital markets. Alongside the banking network, capital markets can substantially contribute to alleviating financing constraints and play a significant role in enhancing macroeconomic dynamism. Moreover, capital markets exhibit unique characteristics that, beyond merely addressing financing needs, can facilitate value creation at both the firm level and within the broader economic environment. Accordingly, this study aims to examine the concept of value creation in the context of financing through capital

Citation: Saleh Jalali, Zahra & Sobhiyah, Mohammad Hossein (2026). Value Creation Framework in Capital Market Financing: A Thematic Analysis Approach. *Financial Research Journal*, 28(1), 236-260. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2025.375344.1007596> (in Persian)



markets and to propose an integrated framework for value creation in capital market financing.

Methods

A thematic analysis approach was employed within the framework of a systematic literature review. Relevant factors influencing value creation in capital market financing were identified, and their underlying themes were extracted and categorized. The identified open codes and themes were examined, refined, and prioritized. This process ended in the development of a comprehensive and structured framework that reflects both theoretical insights and expert perspectives on value creation in capital market financing.

Results

The findings indicate that the key themes constituting the value creation framework in capital market financing, in order of priority, include targeted, high-quality, and integrated disclosure and reporting, financial leverage, corporate governance, managerial performance, macroeconomic impact, risk and return considerations, investor protection, and drivers of intangible asset creation. These themes collectively illustrate the multidimensional nature of value creation in capital markets and emphasize the interplay between firm-level practices and broader economic factors.

Conclusion

The results suggest that, in examining value creation frameworks for capital market financing, even when profitability is considered as the primary focus, stakeholder theory demonstrates a superior capacity for integrating the diverse factors and themes associated with value creation. Therefore, financial managers and decision-makers are encouraged to adopt a multidimensional perspective on value creation and to consider the interests of all stakeholders in order to achieve more sustainable value outcomes. Furthermore, the findings indicate that capital markets possess the potential to realize value creation from this perspective. A comparison between the results of the systematic literature review and the prioritization derived from the focus group reveals that themes such as disclosure, reporting quality, and corporate governance are consistently emphasized and validated in both approaches. In contrast, themes related to drivers of intangible asset creation, despite their frequent appearance and growing prominence in recent literature, were assigned lower priority by the focus group participants. This discrepancy highlights the necessity for empirical and field-based studies that take into account the institutional and economic characteristics specific to Iran.

Keywords: Capital market, Financing, Focus Group, Theme Analysis, Value creation.

چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه با رویکرد تحلیل مضمون

زهرا صالح جلالی

دانشجوی دکتری، گروه مدیریت پروژه و ساخت، دانشکده هنر، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران. رایانامه: zahra.saleh@modares.ac.ir

محمدحسین صبحیه*

* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه مدیریت پروژه و ساخت، دانشکده هنر، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران. رایانامه: sobhiyah@modares.ac.ir

چکیده

هدف: ارزش و خلق ارزش از عناصر اصلی هر استراتژی کسب‌وکار محسوب می‌شود و موفقیت شرکت‌ها در گرو خلق ارزشی است که از دیدگاه مشتریان و سایر ذی‌نفعان، معنادار و قابل اتکا تلقی شود. ارزش شرکت به‌طور مستقیم مرتبط است با تصمیم‌های استراتژیکی‌ای که اتخاذ می‌کند و یکی از این تصمیم‌های مهم، نحوه تأمین منابع مالی است. در این میان، بازار سرمایه، به‌عنوان یکی از شریان‌های اصلی تأمین مالی در اقتصاد، در تخصیص بهینه منابع نقشی کلیدی ایفا می‌کند. این بازار با برخورداری از ظرفیت‌های متنوع، پتانسیل کاهش شکاف‌های تأمین مالی‌ای را دارد که نظام بانکی به‌تنهایی قادر به رفع آن‌ها نبوده است و می‌تواند طیف گسترده‌ای از ابزارهای تأمین مالی جایگزین را در اختیار بنگاه‌ها قرار دهد. از این رو، بیش از یک دهه پس از بحران مالی جهانی، شرکت‌ها تمایل فزاینده‌ای به بهره‌گیری از ترکیبی متنوع از ابزارهای تأمین مالی از طریق بازار سرمایه نشان داده‌اند. به بیان دیگر، بازار سرمایه در کنار شبکه بانکی، می‌تواند کمک شایانی باشد برای رفع معضلات تأمین مالی و در پویایی اقتصاد کلان، نقش پُررنگ و مؤثری ایفا کند. افزون‌براین، بازار سرمایه، واجد ویژگی‌های منحصربه‌فردی است که علاوه‌بر پاسخ‌گویی به نیازهای تأمین مالی، می‌تواند زمینه‌ساز خلق ارزش در سطح شرکت و بستر اقتصادی آن باشد. بر این اساس، پژوهش حاضر با هدف بررسی مقوله خلق ارزش در حیطه تأمین مالی از بازار سرمایه و ارائه چارچوبی منسجم برای تبیین این مفهوم اجرا شده است.

روش: در این پژوهش با بهره‌گیری از رویکرد تحلیل مضمون و در قالب یک مطالعه مرور نظام‌مند، عوامل مؤثر بر خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه شناسایی و مضامین اصلی مرتبط با آن استخراج شد. سپس بر اساس نتایج حاصل از اجرای روش گروه کانونی، کدهای باز و مضامین شناسایی شده، به‌طور دقیق‌تر واکاوی شدند و پس از اولویت‌بندی، چارچوب نهایی خلق ارزش تدوین شد.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان داد که مضامین چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه، به‌ترتیب اولویت، شامل افشای اطلاعات و گزارش‌دهی هدفمند و باکیفیت و یکپارچه، اهرم مالی، حکمرانی شرکتی، عملکرد مدیریتی، تأثیر بر اقتصاد کلان، ریسک و بازده، محافظت از سرمایه‌گذاران و محرک‌های خلق دارایی‌های ناملموس است.

استناد: صالح جلالی، زهرا و صبحیه، محمدحسین (۱۴۰۵). چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه با رویکرد تحلیل مضمون. *تحقیقات مالی*، ۲۸(۱)، ۲۳۶-۲۶۰.

نتیجه‌گیری: یافته‌ها بیانگر آن است که در بررسی چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه، حتی در صورت تمرکز صرف بر سودآوری، نظریه ذی‌نفعان از قابلیت بیشتری در یکپارچه‌سازی عوامل و مضامین متنوع مرتبط با خلق ارزش برخوردار است. بر این اساس، مدیران و تصمیم‌گیرندگان حوزه تأمین مالی بایستی مفهوم خلق ارزش را به‌عنوان مفهومی چندبعدی مدنظر قرار دهند و به‌منظور دستیابی به ارزش پایدارتر، توجه متوازی به منافع تمامی ذی‌نفعان داشته باشند. افزون‌براین، نتایج مطالعه نشان می‌دهد که بازار سرمایه ظرفیت تحقق خلق ارزش از این منظر را دارد. از سوی دیگر، مقایسه نتایج حاصل از مرور نظام‌مند ادبیات با اولویت‌بندی مضامین در گروه کانونی حاکی از آن است که مضامینی نظیر افشای اطلاعات و گزارش‌دهی و حکمرانی شرکتی، در هر دو رویکرد مورد تأیید قرار گرفته‌اند، درحالی‌که مضامینی مانند محرک‌های خلق دارایی‌های ناملموس، با وجود تکرار و رشد فراوان در ادبیات سال‌های اخیر، از دیدگاه گروه کانونی اولویت و اهمیت کمتری داشته‌اند. از این‌رو، انجام مطالعات میدانی متناسب با ویژگی‌های نهادی و اقتصادی ایران ضروری به نظر می‌رسد.

کلیدواژه‌ها: خلق ارزش، بازار سرمایه، تأمین مالی، تحلیل مضمون، گروه کانونی.

مقدمه

در حال حاضر بانکها و بنگاههای اقتصادی در ایران، به دلیل بروز مشکلات اقتصادی از جمله افزایش تقاضا در حوزه تسهیلات، اعمال سیاستهای تکلیفی، افزایش مطالبات معوق و... با مشکلات متعددی از جمله کمبود منابع مواجه شدهاند. بانکها برای جبران کمبود منابع از روشهای مختلفی استفاده می کنند که اکثر آنها هزینه سنگین و زمان طولانی ای را تحمیل می کنند. ضمن آنکه ناهمخوانی بین نرخ سپردهها و نرخ تسهیلات و عدم اطمینان از آینده، علاقه مندی بانکها را برای درگیر ساختن منابع خویش در طرحهای بلندمدت کاهش داده است. از این رو استفاده از ابزارهای تأمین مالی نوین که مطابق با اصول شریعت و قوانین اسلامی، بتوانند در کوتاه ترین زمان، در تأمین سرمایه، تأمین نقدینگی و تبدیل دارایی به اوراق بهادار بانکها، توانایی و کاربرد داشته باشند، بسیار مهم و ضروری است.

در ایران حجم غالب نقدینگی در بانکها سرمایه گذاری شده است و از این جهت، اقتصاد بانک محوری دارد؛ ولی مزایای این گونه اقتصاد که سیستم نظارتی قوی است، در ایران وجود ندارد. علاوه بر اینکه اکنون بانکها به لحاظ نقدینگی در شرایط مناسبی نیستند که قادر باشند به مردم پول پرداخت کنند و به دلیل عمل کردن براساس رانت، تخصیص منابع خوبی نداشته اند. در مقابل در بازار سرمایه، با وجود ریسک شکست، تخصیص بهینه بهتر رخ می دهد. در نظام مالی آلمان و ژاپن، بانکها در هیچ نهادی، به طور هم زمان سهام دار^۱ و وام دهنده^۲ نیستند. در حالی که در ایران بانکها شروع به شرکت داری کرده و به همان شرکتها وام داده اند. یکی از راه کارها برای این موارد، استفاده از بازار سرمایه است.

بازار سرمایه پتانسیل کاهش شکاف در تأمین مالی را دارد، کاری که بانکها قادر نبوده اند آن را حل کنند و همچنین قادر است طیف گسترده ای از تأمین مالی های جایگزین را ارائه دهد. بازار سرمایه، عنصری واسط و متخصص در تحلیل و پذیرش ریسک تغییرات شرکتی است و دارای ابزارهای تأمین مالی است که ریسک و پاداش را بین مالکان فعلی و سرمایه گذاران خارجی^۳ توزیع می کند (تامپسون، بوشمنز و پیساوران^۴، ۲۰۱۸).

مطالعات فراوانی نشان داده اند که در کشورهایی با سیستم مالی ضعیف، شرکتها به طور عمومی، به دلیل اطلاعات نامتقارن، به تأمین مالی خارج از شرکت تمایل کمتری دارند؛ اما با بلوغ بازارهای مالی طی زمان در این جوامع، نرخ نسبت اهرمی شرکتها افزایش می یابد. این مطالعات اشاره می کنند که ظرفیت تأمین مالی شرکتها با سطح توسعه بازار سرمایه افزایش می یابد. بلوغ بازار سرمایه نیز با سطح توسعه اقتصادی ای که در آن فعالیت می کند، همبستگی دارد. توسعه بازار سرمایه با رشد در چارچوب قانونی همراه است و محدوده بیشتری برای جذب سرمایه این شرکتها فراهم می سازد. نظر به اهمیت خلق ارزش از بازار سرمایه در ایران، این پژوهش به دنبال آن است تا با واکاوی موضوع از طریق مرور نظام مند در ادبیات و بهره گیری از گروه کانونی، چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه را ارائه دهد.

1. stock holder

2. debt holder

3. External

4. Thompson, Boschmans and Pissareva

پیشینه نظری پژوهش

بازار سرمایه پتانسیل کاهش شکاف در تأمین مالی را دارد، کاری که بانک‌ها قادر نبوده‌اند آن را حل کنند و همچنین قادر است طیف گسترده‌ای از تأمین مالی‌های جایگزین را ارائه دهد. بازار سرمایه عنصری واسط و متخصص در تحلیل و پذیرش ریسک تغییرات شرکتی است و دارای ابزارهای تأمین مالی است که ریسک و بازده را بین مالکان فعلی و سرمایه‌گذاران خارجی^۱ توزیع می‌کند (تامپسون و همکاران، ۲۰۱۸)؛ بنابراین می‌توان ادعا کرد که بازار سرمایه، در کنار شبکه بانکی، می‌تواند ضمن کمک به معضلات تأمین مالی، در پویایی اقتصاد کلان، نقش پُررنگی را ایفا کند. با اینکه شرکت‌های بزرگ به‌منظور تأمین مالی شرکتی از بانک به سوی بازار سرمایه حرکت کرده‌اند، این امر در رابطه با شرکت‌های کوچک‌تر و متوسط با تردیدهایی مواجه بوده است. علت این امر، هزینه بیشتر تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط از طریق بازار سرمایه و امکان دخالت‌های بیشتر از سوی سرمایه‌گذاران است. با وجود این، زمانی که این دسته از شرکت‌ها با پروژه‌هایی نوآورانه، تغییر مدل تجاری، افزایش حجم عملیاتی، معرفی محصول جدید، توسعه جغرافیایی و تغییر مالکیت برای سهم بازار بیشتر مواجه باشند، قادر نیستند سرمایه اولیه را از طریق بانک تأمین کنند. در چنین موقعیتی، بازار سرمایه به‌عنوان واسطی بین مالکان شرکت و سرمایه‌گذاران خرد خارجی عمل می‌کند و در تحلیل و پذیرش ریسک‌ها نقش دارد (تامپسون و همکاران، ۲۰۱۸).

پیشینه تجربی پژوهش

مطالعات ارزش، یکی از روش‌های سازمان‌یافته برای جست‌وجو و بررسی فرایندها یا مجموعه‌های پیچیده است و در یک روش گام‌به‌گام کارکردهای مورد نیاز و ابزارهای دستیابی به آن‌ها را تعیین می‌کند. از مطالعات ارزش می‌توان برای ارزیابی اثربخش رویه‌ها، ساختارها، فرایندها، سازمان‌ها و سایر سیستم‌های موجود استفاده کرد (معمارزاده طهران، فرهادی محلی و سرفرازی، ۱۳۹۸).

بخشی از ادبیات موضوع، به ارائه چارچوب و مدل خلق ارزش پرداخته‌اند. برای نمونه، لاجوردی، دانایی، زرگر و حیدریه (۱۳۹۸) چارچوب فراابتکاری فرایند خلق ارزش را تدوین کردند. در این راستا، در گام نخست و بر اساس مطالعه گسترده، عمیق و نظام‌مند مبانی نظری و با اجرای تکنیک دلفی فازی دو مرحله‌ای و نیز، بر اساس نظر خبرگان، چارچوب فراابتکاری فرایند خلق ارزش را طراحی و تبیین کردند. ابعاد اصلی حاصل از مطالعه فوق، عبارت‌اند از: ارزش مشتری، منابع شرکت - مینا، منابع بازار - مینا، گزاره ارزش مشتری، ویژگی‌های گزاره ارزش مشتری، سازوکارهای خلق ارزش مشترک، ارزش ادراک شده مشتری و پیامدهای مشتری‌محور. این مطالعات، بیشتر در حوزه بازاریابی و مدیریت استراتژیک طرح‌ریزی شده و عنصر تأمین مالی (از بازار سرمایه) در آن‌ها غایب بوده است.

بخش دیگری از ادبیات، به بررسی (به‌طور کلی به‌روش‌های کمی) تأثیر برخی از عوامل خلق ارزش، مانند حاکمیت شرکتی، شفافیت، کیفیت گزارش‌ها و... در بازار سرمایه پرداخته‌اند. برای نمونه، هاشمی کوچک‌سرایبی، داداشی،

یحیی‌زاده‌فر و غلام‌نیا روشن (۱۳۹۹) به مقایسه تأثیر معیارهای عملکردی و شرکت و حاکمیت شرکتی بر خلق ارزش شرکت‌های بورسی پرداختند و نشان دادند که به دلیل آگاه‌نبودن فعالان بازار سرمایه، معیارهای عملکردی تأثیر بیشتری بر ارزش شرکت داشته‌اند. همچنین یافته‌های مطالعه رسولی، غیور و دیدار (۱۴۰۰) حاکی از آن است که از بین پنج عامل سودآوری، توانایی مدیریت، کیفیت حاکمیت شرکتی، اندازه مؤسسه حسابرسی و عمر شرکت، با افزایش سودآوری و کیفیت حاکمیت شرکتی، مطلوبیت گزارشگری مالی، به‌طور معناداری افزایش می‌یابد. نتایج این مطالعه به افزایش کیفیت حاکمیت شرکتی و الزامات نظارتی تأکید می‌کند.

مطالعه کرمی، بیک بشرویه و ایزدپور (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی و تمرکز مالکیت، به‌عنوان دو عنصر نظارتی راهبری شرکتی، روی کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی پرداخته است. این مطالعه خاطر نشان می‌سازد که تضاد منافع و عدم تقارن اطلاعاتی موجود بین مدیران و مالکان، خطر تصمیم‌های ناکارا، به‌خصوص در حوزه سرمایه‌گذاری روی نیروی انسانی را افزایش می‌دهد. سازوکارهای راهبری شرکتی نظیر تمرکز مالکیت، با افزایش نظارت، خطر اتخاذ تصمیم‌های ناکارآمد را کاهش می‌دهد.

طی سالیان گذشته نظریه‌هایی با دیدگاه‌های مرتبط به منابع و عوامل خلق ارزش شرکتی مطرح شده‌اند. در این میان، تئوری ذی‌نفعان نیز تعریف شده است که رویکرد متفاوت‌تری به حوزه خلق ارزش دارد. در این رویکرد، فعالیت‌ها و فرایندهای خلق ارزش طبق روابط اساسی شرکت با ذی‌نفعانش شناخته می‌شوند. این رویکرد ظرفیت تولید ثروت پایدار و در نتیجه ارزش درازمدت را برای شرکت ایجاد می‌کند. فاکتور اصلی که ذی‌نفع را از غیر از آن متمایز می‌سازد، مشارکتش در خلق ارزش است. ذی‌نفع کسی است که داوطلبانه یا غیرداوطلبانه در خلق ظرفیت‌ها و فعالیت‌ها سهیم است، ضمن آنکه مالک منافع یا ریسک هم هست (گاریگا^۱، ۲۰۱۴). ارزش در طول زمان ایجاد می‌شود، نه در رخدادی مجزا. بنابراین مدیران بایستی چشم‌انداز وسیع‌تری از ارزش برای همه ذی‌نفعان داشته باشند (فرو و پاینه^۲، ۲۰۱۱).

روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر با هدف تدوین چارچوب مناسب خلق ارزش از طریق بازار سرمایه، به‌منظور تحلیل سازه‌های مؤثر در خلق ارزش در این حوزه با استفاده از روش مرور نظام‌مند اجرا شد. با به‌کارگیری روش گروه کانونی، سازه‌های مستخرج از مرور نظام‌مند به بحث گذاشته شد تا بدین ترتیب، میزان اهمیت و اولویت هر یک از آن‌ها تبیین شود.

سؤال‌های پژوهش

به‌منظور توسعه سؤال پژوهش برای اجرای مرور نظام‌مند، از چارچوب SPIDER^۳ استفاده شد. این چارچوب اولین بار توسط کوک، اسمیت و بوث^۴ (۲۰۱۲) معرفی شد. این چارچوب مشتمل است بر پنج جزء، یعنی نمونه، پدیده مورد نظر،

1. Garriga

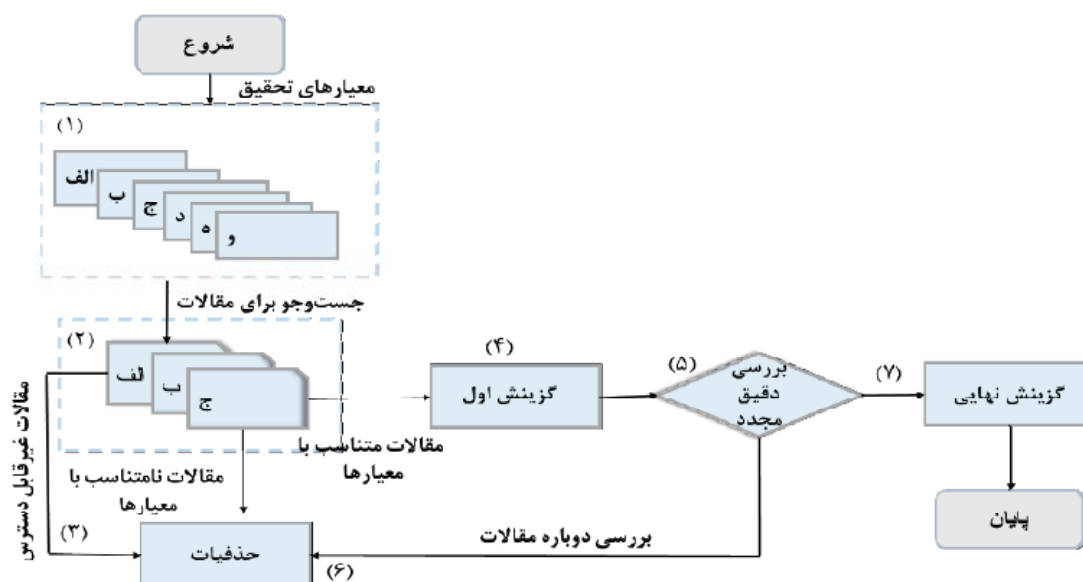
2. Frow and Payne

3. Sample, Phenomenon of Interest, Design, Evaluation, Research

4. Cooke, Smith & Booth

طرح پژوهش، ارزشیابی و نوع پژوهش که آن را برای طرح سؤال، جست‌وجوی نظام‌مند و بازیابی شواهد کیفی مناسب و سازگار کرده است. بر این اساس، سؤال‌های پژوهش حاضر عبارت‌اند از:

۱. عوامل تأثیرگذار بر خلق ارزش در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه کدام‌اند؟
 ۲. چارچوب مناسب خلق ارزش در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه شامل چه سازه‌هایی است؟
 ۳. میزان اولویت هر یک از سازه‌ها در خلق ارزش در تأمین مالی از طریق بازار سرمایه چگونه است؟
- برای پاسخ به سؤال اول، مرور نظام‌مند انجام شد. مرور نظام‌مند، نوعی مرور است که با تمرکز بر یک سؤال واحد، تلاش می‌کند تا تمامی شواهد تحقیقات مهم مرتبط با آن سوال را شناسایی، ارزیابی، انتخاب و ترکیب کند. در این پژوهش روند انجام مرور نظام‌مند در شکل ۱ نمایش داده شده است:



شکل ۱. مراحل تحقیق

معیارهای تحقیق عبارت بودند از:

۱. تعریف تأمین مالی از بازار سرمایه؛
۲. تعریف خلق ارزش؛
۳. دامنه: مقاله‌هایی که در آن‌ها مفهوم «خلق ارزش» و تأمین مالی از «بازار سرمایه» تبیین شده است؛
۴. زبان: انگلیسی؛
۵. پایگاه‌های معتبر اعم از پایگاه‌های استنادی وب او ساینس، اسکوپوس، ساینس دایرکت، امرالد و پایگاه‌های دسترسی باز؛
۶. کیفیت: مقاله‌های معتبر علمی و پژوهشی در پایگاه‌های علمی مذکور.

بعد از تعیین معیارهای تحقیق، مرحله بعد، جست‌وجوی مقاله‌هاست. بدین‌منظور مراحل زیر طی شد:

۱. استخراج کلیدواژگان هسته پژوهش اعم از: Value Creation و Capital Market و ترکیب آن‌ها. همچنین Capital Market و program finance و ترکیب این دو کلیدواژه؛
۲. بررسی چکیده مقاله‌ها از نظر ارتباط موضوعی مقاله‌های استخراج شده و حذف موارد نامرتب؛
۳. بررسی مجدد مقاله‌ها و حذف موارد نامرتب؛
۴. در نهایت از دو کلیدواژه اولیه، از میان ۲۲۹ مقاله منتخب ۵۳ مقاله و از دو کلیدواژه دوم، از ۲۴ مقاله یافت شده، ۲ مقاله به‌صورت کامل بررسی شد.
۵. موارد منتخب بررسی و بر اساس تکنیک تحلیل مضمون، مضامین اصلی آن‌ها استخراج و در قالب سازه‌ها (مضامین) و فاکتورها قرار گرفتند.

به‌منظور پاسخ به سؤال دوم، روش تحلیل مضمون براون و کلارک (۲۰۱۶) مورد استفاده قرار گرفت. به گفته براون و کلارک (۲۰۱۶)، اصولاً تحلیل مضمون روشی برای شناسایی، تجزیه و تحلیل و تفسیر مضامین درون داده‌های کیفی است که رویه‌های قابل دسترس و منظمی را برای تولید کدها و مضامین از داده‌های کیفی فراهم می‌کند. نسخه‌ای که در این پژوهش برای یک الگوی کیفی به‌کار رفته است، بر رویکردی ارگانیک برای کدگذاری و توسعه مضمون و نقش فعال محقق در این فرایندها تأکید دارد. مراحل روش تحلیل مضمون کلارک و براون به شرح ذیل است:

۱. آشنا شدن با داده‌ها؛
۲. تولید کدهای اولیه؛
۳. مرور مضامین بالقوه؛
۴. شناسایی و نام‌گذاری مضامین؛
۵. تولید محتوا و گزارش‌گیری.

سؤال سوم با بهره‌گیری از روش گروه کانونی پاسخ داده شده است. گروه‌های کانونی ابزاری هستند که هدف اصلی آن‌ها توصیف و درک ادراکات، تفاسیر و باورهای یک جمعیت منتخب، برای به‌دست‌آوردن فهمی از موضوعی خاص است (وینک^۱، ۲۰۱۷). چیزی که در یک گروه کانونی، برخلاف مجموعه‌ای از مصاحبه‌های انفرادی یا حتی مصاحبه‌های گروهی منحصربه‌فرد است، این است که یک گروه کانونی از تعامل گروهی، به‌عنوان یک روش جمع‌آوری مستقیم داده‌ها استفاده می‌کند (استوارت و شامدسانی^۲، ۲۰۱۷).

در فرایند اجرای روش گروه کانونی، از رویکرد نمونه‌گیری هدفمند استفاده شد. ملاک انتخاب افراد شامل دو معیار اصلی بود: ۱. برخورداری از تحصیلات کارشناسی ارشد و دکتری رشته‌های مرتبط با حوزه تأمین مالی و ۲. برخورداری از تجربه حضور و مدیریت فرایند تأمین مالی از بازار سرمایه، به‌مدت حداقل ۱۰ سال. این دو معیار به ایجاد همگنی نسبی در گروه کانونی کمک کردند. به‌منظور ایجاد تنوع در گروه‌ها نیز تلاش شد تا افرادی از صنایع گوناگون و همچنین

1. Winke

2. Stewart & Shamdasani

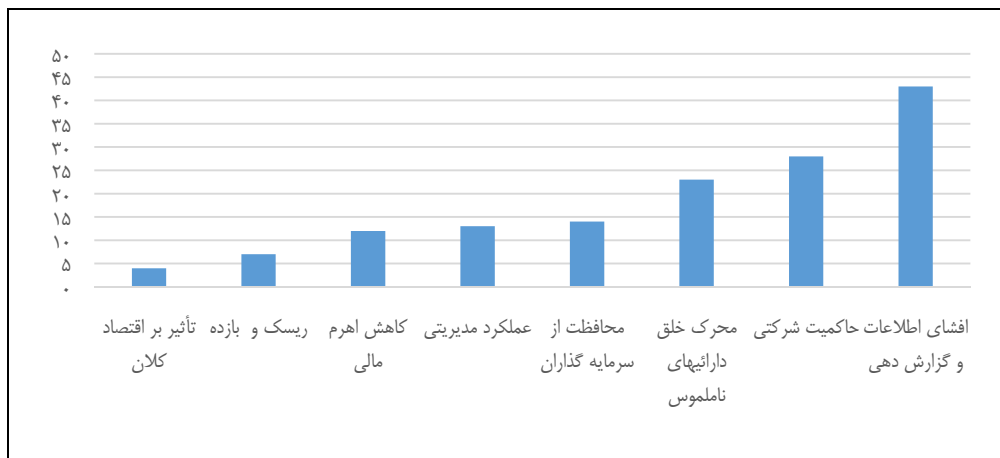
مدیرانی از شرکت‌های سرمایه‌پذیر و شرکت‌های تأمین سرمایه انتخاب شوند. مدت زمان جلسه ۸۰ دقیقه بوده است. ابزار جمع‌آوری داده‌ها، مصاحبه نیمه‌ساختاریافته بود. در جدول ۱ اطلاعات مرتبط با افراد مصاحبه‌شونده ارائه شده است.

جدول ۱. اطلاعات جمعیت‌شناختی افراد گروه کانونی

ردیف	شغل	تحصیلات	سن
۱	مدیر شرکت تأمین سرمایه	دکتری مدیریت مالی	۴۶
۲	مدیر عامل شرکت سهامی عام در زمینه صنایع معدنی	دکتری مدیریت مالی	۶۰
۳	مدیر تأمین مالی هلدینگ در حوزه پتروشیمی	کارشناس ارشد مدیریت مالی	۵۵
۴	مدیر سرمایه‌گذاری	دکتری مدیریت مالی	۴۴
۵	مدیر تأمین مالی یک شرکت سهامی عام	کارشناس ارشد حسابداری	۵۰
۶	مدیر یک شرکت سرمایه‌گذاری در حوزه بازار سرمایه	کارشناس ارشد مدیریت مالی	۴۷

یافته‌های پژوهش

با بررسی موارد انتخابی و با تعمق در مفاهیم مستخرج، عناصر چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه در ۸ مضمون قابل تقسیم‌بندی است. فراوانی مضامین اشاره شده در شکل ۲ نشان داده شده است.



شکل ۲. نمودار فراوانی مضامین در مقالات

یکی از مفاهیم مستخرج، ارتقای حکمرانی شرکتی و ساختار تصمیم‌گیری و نیز افشای اطلاعات و شفافیت در این‌گونه از تأمین مالی است. حکمرانی شرکتی خوب و شفافیت دو عنصر به هم پیوسته هستند. در صورتی که شرکت‌ها نتوانند بر محدودیت‌های خود در جذب سرمایه فائق شوند، قادر به تولید و عملیات و به تبع آن رشد نخواهند بود. این محدودیت‌ها به‌طور عمده از اطلاعات نامتقارن و مشکلات کارگزاری نشئت می‌گیرند؛ بنابراین افشای اطلاعاتی و کاهش مشکلات کارگزاری روش‌های مهمی در کاهش این محدودیت‌های ذکر شده هستند. این دو سازوکار شامل توسعه اطلاعات توسط تحلیلگران اوراق بهادار و ممیزان خارجی حرفه‌ای در هر صنعتی است. تحلیلگران و ممیزان خارجی با

داده‌کاوی حرفه‌ای و انتشار اطلاعات مختص شرکت، عوامل محدودیت مالی را کاهش می‌دهند (تانگ و پنگ^۱، ۲۰۱۳). ماهیت هر کسب‌وکار امروزی، به‌صورت یک اکوسیستم پیچیده با روابط است. مدیریت گروه‌های خودسازمان‌ده، مشارکت با شرکا یا ارتقای خلاقیت بین ذی‌نفعان همیشه منجر به مشکل شفافیت تصمیم‌گیری می‌شود. برای غلبه بر این مشکل کسب‌وکارها باید به تفکر مجدد درباره روند تصمیم‌گیری بپردازند.

تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت‌هایی با حکمرانی بهتر، در مقابل شوک منفی عرضه اعتبار در مراحل اولیه بحران مالی، کمتر دچار تأثیرات منفی شده است. دلایل متعددی را می‌توان برای این موضوع مطرح کرد: اول اینکه حکمرانی بهتر هزینه مبادله را کاهش می‌دهد که به هزینه سرمایه کمتر، افزایش کارایی عملیاتی و عملکرد و ارزش بیشتر منجر می‌شود. این کیفیت‌ها سبب اتکای کمتر شرکت‌ها به تأمین مالی بانکی می‌شود. دوم اینکه، اگرچه شرکت‌هایی با حکمرانی بهتر تا حد معینی به تأمین مالی از طریق بانک متکی هستند؛ ولی به دلیل شفافیت مالی و افشای اطلاعاتی که موجب تقارن اطلاعات بیشتر می‌شود، با هزینه کمتری قادر به تغییر روش‌های تأمین مالی به سایر ابزارهای موجود هستند. به عبارت دیگر، آن‌ها انعطاف بیشتری در زمینه تأمین مالی خارج از شرکت دارند. این مورد در زمان بحران‌های مالی ارزش بیشتری خواهد داشت. زمانی که بانک‌ها در طول بحران مالی، استانداردهای وام‌دهی خود را سخت‌گیرانه تر می‌کنند، این‌گونه شرکت‌ها امکان بیشتری برای تحقق استانداردها و عرضه اعتبار به بانک‌ها خواهند داشت. در این دوران شرکت‌ها از بخش بانکی به بازار اوراق بهادار سرریز می‌شوند. هر دو ابزار بدهی خالص و سهام خالص کاهش یافته و این کاهش در شرکت‌هایی با حکمرانی ضعیف بیشتر مشاهده می‌شود. به‌طور کلی، سازوکار حکمرانی امکان تأثیرات منفی ناشی از شوک برون‌زا را بر تأمین مالی و سرمایه‌گذاری شرکت تعدیل می‌کند (نگوین، نگوین و بین^۲، ۲۰۱۵). محرک اصلی یک شرکت برای عرضه عمومی اولیه^۳، دسترسی به بازار سرمایه خارجی و افزایش سرمایه‌گذاری برای شرکت است. تحقیقات تأکید می‌کنند که IPO پتانسیل تغییر شکل بنیادی ساختار سرمایه در شرکت و همچنین کاهش هزینه سرمایه را دارد (نگوین و همکاران، ۲۰۱۵). بحران آسیا، که بسیاری معتقدند به دلیل حکمرانی شرکتی ضعیف و سطح پایین شفافیت بوده است، ممکن است موجب بروز پاداشی برای شرکت‌های دارای شفافیت باشد (لوز و اوبرهولزر جی^۴، ۲۰۰۶).

جدایی مدیریت و مالکیت در شرکت‌های مدرن سبب ایجاد مزایای طبیعی در فرایند تولید و کسب اطلاعات شده است. از سویی دیگر، سرمایه‌گذاران ممکن است به دلیل وجود اطلاعات نامتقارن و مشکلات نالایقی با انتخاب نادرست پیش از اجرای پروژه مواجه شوند. از سوی دیگر، پس از سرمایه‌گذاری در شرکت، مشکلات کارگزاری از تعارض منافع افراد داخل شرکت آغاز می‌شود. اطلاعات نامتقارن و مشکلات کارگزاری ریسک سرمایه‌گذاران منطقی را افزایش می‌دهد و به نرخ بازده موردنیاز بالاتری، به‌عنوان یک سازوکار محافظت از قیمت، برای جبران ریسک سرمایه‌گذار منجر می‌شود. بهبود سطح افشای اطلاعات، یک روش بااهمیت در کاهش اطلاعات نامتقارن است (تانگ و پنگ، ۲۰۱۳).

1. Tang and Peng
2. Nguyen, Nguyen and Yin
3. IPO: Initial Public Offering
4. Leuz and Oberholzer-Gee

اگرچه افشای شرکتی، از سال ۱۹۹۰ بخشی از مقررات بازار اوراق بهادار است، رسوایی حسابداری شرکتی اخیر در آمریکا و بخش‌هایی دیگر از جهان، به افزایش تقاضا برای افشای بیشتر منجر شده است. افشای شرکتی راهی برای ارتباط بین حسابداری و تصمیم‌گیری کسب‌وکار است. افشا به سهام‌داران و بازار، نوعی سازوکار کلیدی در قانون شرکت و بازار سرمایه است. مؤلفه‌های تعیین‌کننده و ارزش مرتبط با افشا، در نظریه‌هایی همچون هزینه کارگزاری و سیاسی، نظریه پیام‌دهی (اطلاع‌رسانی)، نظریه نهادی، نظریه مشروعیت، نظریه حقوق مالکیت، نظریه احتمالی و نظریه حسابداری مثبت بحث شده است (بوکپین^۱، ۲۰۱۳). شفافیت موجب پاسخ‌گویی و افزایش تعهد خواهد شد. یک شرکت با مدیریت حرفه‌ای که در قبال بازار سرمایه خارجی پاسخ‌گو است و یک شکل سازمانی مدرن و برجسته را ارائه می‌دهد، قادر به رقابت موفقیت‌آمیز در اقتصادهایی با بازار پیشرفته در فناوری است (هیت، ایرلند و هاریسون^۲، ۲۰۰۸).

تعداد زیادی از مطالعات آکادمیک در تلاش برای یافتن پاسخ این پرسش هستند که استراتژی سرمایه‌گذاری مسئولانه بازده بیشتری را به دنبال خواهد داشت. از لحاظ نظری، افزایش بازده موردانتظار با اضافه کردن محدودیت‌های مسئولیت اجتماعی به دارایی تحت چارچوب نظریه پورتفولیوی دارایی مدرن، دور از عقل سلیم است. سرمایه‌گذاری مبتنی بر مسئولیت اجتماعی، حیطة کوچک‌تری دارد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری را در مقایسه با پورتفولیوهای بدون محدودیت محدود می‌کند. به هر حال، این سرمایه‌گذاری طبق نظریه ذی‌نفعان قادر به ایجاد بازده اضافه‌تری است. نظریه توضیح می‌دهد که شرکت‌ها بایستی در قبال کارکنان، محیط زیست و ذی‌نفعان پاسخ‌گو باشند که بر ارزش شرکت تأثیرگذار است. در تحقیقات عملی، هنوز نتیجه واحدی در رابطه با توازن هزینه و بازده سهام آن به دست نیامده است. تعدادی از مقالات به اثر آشکار مثبت بر بازده سهام اشاره کرده‌اند و برخی مقالات تأثیر آشکاری بر بازده سهام ندیده‌اند. در بازارهای نوظهور نیز تحقیقات محدود، اما در حال رشدی در این زمینه شکل گرفته است (هندیارتو و همکاران^۳، ۲۰۲۱). مطالعه دیگری ادعا می‌کند که سیاست‌گذاران بایستی افشای اطلاعات زیست‌محیطی را در نظر بگیرند، با یک ترند جهانی در توسعه پایدار، تحلیل‌ها نشانگر این واقعیت هستند که بازارهای مالی می‌توانند ابزاری مفید برای قیمت‌دهی به مسئولیت اجتماعی و تحولات سبز باشند (ژانگ، ژو و هی^۴، ۲۰۲۲).

یکی دیگر از موارد اشاره شده در مطالعات، حمایت بیشتر بازار سرمایه از شرکت‌ها در بحران مالی و کسری نقدینگی و کمبود اعتبار است. تحقیقات نشان می‌دهند شرکت‌های استارت‌آپی و درحال رشد سریع در استراتژی تأمین مالی خود به سهام و شرکت‌های با بلوغ بیشتر بر بدهی متکی هستند (نگوی^۵، ۲۰۰۸). تحقیقات اذعان می‌کنند که سیستم مالی مبتنی بر بازار سرمایه نسبت به بانک‌محور حمایت بیشتری از شرکت‌ها در بهره‌برداری از فرصت‌ها ارائه می‌دهد و این حمایت از شرکت‌های با رشد سریع (کوچک، جوان و نوآورانه) است. همچنین این‌گونه شرکت‌ها در سیستم‌های مالی بازار محور به میزان بیشتری در بازار سرمایه لیست می‌شوند (دیدر، لوین، لیووت و شمکлер^۶، ۲۰۲۱).

1. Bokpin

2. Hitt, Ireland and Harrison

3. Hendiarto *et al*

4. Zhang, Zhao and He

5. Ngoy

6. Didier, Levine, Llovet & Schmukler

شرکت‌هایی که در صنایعی با میزان یادگیری بالا فعال هستند با خطر ورشکستگی بیشتری مواجهند. تأمین مالی با ساختار سرمایه مبتنی بر بدهی بالا خطر بالاتری نیز ایجاد می‌کند. بنابراین شرکت‌های فعال در چنین صنایعی کمتر به بدهی اتکا می‌کنند (دب و اسریکومار^۱، ۲۰۲۱).

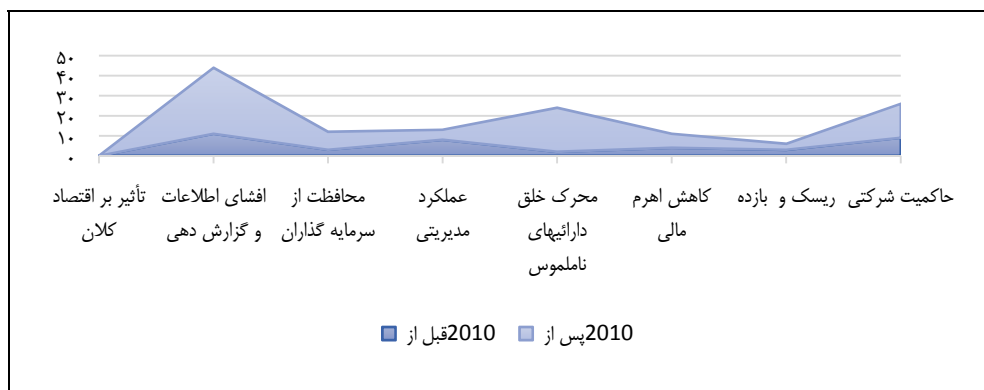
شرکت‌هایی که در بازار سرمایه سهام خود را عرضه می‌کنند، سرمایه گردآوری شده را صرف رشد خود شامل ارتقای قابلیت‌های سازنده، افزایش سرمایه ملموس و غیرملموس و تعداد کارکنان می‌کنند. بازار سرمایه می‌تواند به‌طور غیر مستقیم به رشد کمک کند که از طریق تسهیل تسهیم ریسک، ارتقای انتشار اطلاعات و بالاتر بردن صرفه‌جویی، بدون نیاز به قرار گرفتن در مجرای تأمین مالی، برای افزایش سرمایه برای شرکت‌ها رخ می‌دهد. همچنین، ارتباط میان انتشار سهام و رشد شرکتی در شرکت‌هایی با محدودیت‌های مالی بیشتر، قوی‌تر است؛ زیرا بازده مدیریتی آن‌ها به سرمایه ناملموس، ملموس و انسانی احتمالاً بیشتر خواهد بود (دیدر و همکاران، ۲۰۲۱).

چن و همکارانش به این نتیجه رسیدند که بین توسعه اقتصادی و توسعه بازار سرمایه ارتباط دوسویه معناداری وجود دارد. بیشتر بازارهای درحال ظهور، اصلاحاتی را در سیستم مالی خود آغاز و از دهه ۱۹۹۰ حساب‌های سرمایه‌ای خود را باز کرده‌اند. یکپارچگی مالی با اقتصاد جهانی رشد اقتصادی، ارتقای صرفه‌جویی، بهبود کارایی در تخصیص سرمایه و تسهیل تسهیم ریسک را به‌دنبال خواهد داشت. اقتصادهای در حال توسعه و در حال گذار، در اصلاحات مالی شرکت کرده‌اند و کارایی بازار سرمایه خود را بالا برده‌اند (چن، دانگ و یان^۲، ۲۰۱۲).

نکته حائز اهمیت دیگر ارتباط بین توسعه بازار سرمایه و حکمرانی عمومی و قانونی کشورهای در حال توسعه است. این به‌طور گسترده‌ای مورد توافق است که ظهور بخش کسب‌وکار پویا، عنصری با اهمیت در فرایند توسعه اقتصادی در کشورهای فقیرتر است (موتنهری و گرین^۳، ۲۰۰۸).

شکل ۳ تغییرات روند مطالعات در زمینه مضامین را نشان می‌دهد. با توجه به این نمودار، به نظر می‌رسد که طی سالیان اخیر و پس از سال ۲۰۱۰، تعداد مقاله‌هایی که به سه مضمون «افشای اطلاعات و کیفیت گزارش‌دهی»، «حکمرانی شرکتی» و «محرک خلق دارایی‌های ناملموس» پرداخته‌اند، افزایش چشمگیری داشته‌اند. پرداختن به موضوع حکمرانی شرکتی و افشای اطلاعات، پاسخی به نیاز مبرم ادبیات به این موضوعات، به دلیل افشای ناکارآمدی شرکت‌ها در حکمرانی و عدم شفافیت اطلاعاتی در بحران مالی جهانی ۲۰۰۷-۲۰۰۸ بوده است. اما نکته قابل توجه ایجاد رویکرد جدیدی در ادبیات است که در تحلیل عوامل خلق ارزش، به فاکتورهای ناملموس و مسئولیت اجتماعی و زیست‌محیطی شرکت‌ها و پاداش و تقویت آنان توسط بازار سرمایه می‌پردازد. در این رویکرد سرمایه‌های فکری، حسن شهرت شرکت، ایجاد اعتماد عمومی نسبت به شرکت و توجه به ذی‌نفعان متعدد، علاوه بر سهام‌داران، عوامل ایجاد ارزش و به‌ویژه ارزش پایدار شرکتی شناخته می‌شوند. بر این اساس به نظر می‌رسد که در میان نظریه‌های گوناگون که تحلیل ارزش و عوامل خلق آن را تحلیل می‌کنند، نظریه ذی‌نفعان اقبال بیشتری دارد و می‌تواند در تحلیل خلق ارزش تأمین مالی از بازار سرمایه راه‌گشا تر باشد.

1. Deb and Sreekumar
2. Chan, Dang and Yan
3. Mutenheri and Green



شکل ۳. نمودار تغییرات روند مطالعات در زمینه مضامین

به منظور تأیید کدهای باز مستخرج از مرور نظام مند و همچنین اولویت بندی سازه های حاصل از تحلیل مضمون کدهای باز، از روش گروه کانونی بهره گرفته شد. بدین ترتیب، چارچوب خلق ارزش تأمین مالی از بازار سرمایه تدوین شد (شکل ۴). کدهای باز و مضامین و همچنین نتایج گروه کانونی در پیوست ارائه شده است.



شکل ۴. چارچوب خلق ارزش از طریق تأمین مالی از بازار سرمایه

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

سایر پژوهش‌های صورت‌گرفته در زمینه خلق ارزش، بیشتر در حوزه بازاریابی و استراتژیک انجام شده و عنصر تأمین مالی (از بازار سرمایه) در آن‌ها اثرگذار نبوده است. از سوی دیگر، مطالعات انجام شده در زمینه بازار سرمایه، به بررسی یک یا چند فاکتور محدود بر خلق ارزش (سودآوری و ...) پرداخته‌اند. در حالی که مقاله حاضر به بررسی موضوع به شکل کیفی (مرور نظام‌مند و گروه کانونی) پرداخته و نگاه جامعی به همه عوامل خلق ارزش در بازار سرمایه داشته است.

با مروری بر مقاله‌های منتخب این پژوهش، هشت مضمون اساسی خلق ارزش شناسایی شد. تنوع حوزه این مضامین، بیانگر این واقعیت است که در بررسی چارچوب خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه، حتی از منظر سودآوری، نظریه ذی‌نفعان قابلیت بیشتری در یکپارچه‌سازی فاکتورها و مضامین گوناگون مطروحه در ادبیات موجود خواهد داشت. بنابراین مدیران و تصمیم‌گیرندگان حوزه تأمین مالی، بایستی به مفهوم خلق ارزش شرکتی، به‌عنوان یک مفهوم چندبعدی و از نگاه نظریه ذی‌نفعان و به‌منظور دستیابی به ارزش پایدار و باثبات بنگرند.

همچنین، اگرچه همه مضامین دارای روند افزایشی در مطالعات بوده‌اند، تعداد مقاله‌هایی که به سه مضمون «افشای اطلاعات و کیفیت گزارش‌دهی»، «حکمرانی شرکتی» و «محرک خلق دارایی‌های ناملموس» پرداخته‌اند، افزایش چشمگیری داشته‌اند. این روند، گویای نیاز به بررسی تأثیر عدم وجود حکمرانی مؤثر و افشای اطلاعات و شفافیت اطلاعاتی در ایجاد بحران مالی جهانی در سال‌های ۲۰۰۷ و ۲۰۰۸ و نیز آشکار شدن تأثیر دارایی‌های ناملموس و مسئولیت‌های اجتماعی و زیست‌محیطی و... شرکت در خلق ارزش پایدار بوده است.

در آخر، نتایج گروه کانونی، به عدم تأیید برخی کدهای باز و اولویت‌بندی مضامین منجر شد. در این فرایند، اولویت‌های شناسایی شده به‌ترتیب عبارت بودند از: افشای اطلاعات و گزارش‌دهی، اهرم مالی، حکمرانی، عملکرد مدیریتی، تأثیر بر اقتصاد کلان، ریسک و بازده، محافظت از سرمایه‌گذاران و خلق دارایی‌های ناملموس. به نظر می‌رسد که بستر اقتصادی، قانونی، توسعه‌یافتگی نهادهای مالی و ... در ایران موضوعی است که بر اولویت‌های صاحب‌نظران این حوزه تأثیرگذارند؛ زیرا اولویت‌های حاصل از گروه کانونی با نتایج حاصل از مقاله‌ها (ترند افزایش موضوعی مقالات) در سال‌های اخیر یکسان نبوده‌اند. بنابراین، فقدان پژوهشی همه‌جانبه‌نگر که تمامی ابعاد خلق ارزش را در بستر نهادی ایران و با روشی میدانی مورد واکاوی قرار دهد، به چشم می‌خورد. بدین‌منظور برای ارتقای پژوهش‌های این حوزه موارد زیر پیشنهاد می‌شود:

۱. بررسی ویژگی‌ها و ابعاد خلق ارزش با تأمین مالی از بازار سرمایه در ایران؛
۲. تدوین مدل نظری تأثیر تأمین مالی از بازار سرمایه؛
۳. تدوین الگوی مطلوب تأمین مالی از بازار سرمایه در ایران به‌منظور خلق ارزش بهینه.

عوامل خلق ارزش در تأمین مالی از بازار سرمایه
(اعتبارسنجی داده‌های استخراج شده از مرور ادبیات با نتایج حاصل از گروه کانونی)

نتایج گروه کانونی	منابع (مرور نظام‌مند)	کدهای باز حاصل از مرور نظام‌مند	سازه‌ها (مضامین)
تأیید	(Ariss, 2015)	ارتباط مثبت بین بستر قانونی و حکمرانی قوی‌تر و تأمین مالی بیشتر از بازار سرمایه	
تأیید	(Nguyen, Nguyen and Yin, 2015) (Leuz and Oberholzer-Gee, 2006)	عوارض منفی کمتر در شوک منفی عرضه اعتبار	
تأیید	(Desai and Dharmapala, 2009)	نقش میانجی در اثر کاهش مالیات بر افزایش ارزش شرکت	
عدم تأیید	(Liao <i>et al.</i> , 2022)	توانایی شرکت‌ها در فهرست‌شدن در بازارهای سرمایه بین‌المللی	
عدم تأیید	(Liao <i>et al.</i> , 2022)	کاهش هزینه پابندی به قوانین و ضوابط	
تأیید	(Liao <i>et al.</i> , 2022)	دسترسی بیشتر به سرمایه از سرمایه‌گذاران حقوقی	
تأیید	(Uddin <i>et al.</i> , 2021)	اعضای مستقل، پویا و متخصص / مدیران حرفه‌ای در ساختار هیئت مدیره	
تأیید	(Liao <i>et al.</i> , 2022)	ارتقای محافظت از سرمایه‌گذاران خرد	
تأیید	(Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008)	عملکرد مالی بهتر	
تأیید	(Callado-Muñoz & Utrero)	دسترسی بیشتر به منابع مالی	
عدم تأیید	(Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008)	کاهش مشکلات کارگزاری	
تأیید	(Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008)	شفافیت در نحوه تصمیم‌گیری مدیریتی	
تأیید	(Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008)	پاسخ‌گویی به سهام‌داران	
تأیید	(Gonenc and Zengin-karaibrahimoglu, no date)	افزایش ارزش کوتاه‌مدت و بلندمدت	
تأیید	(Liew and Devi, 2020)	کاهش تأثیر سهام‌دار عمده و به ویژه خانوادگی	
تأیید	(Ariss, 2015)	ارتباط مثبت بین بستر قانونی و حکمرانی قوی‌تر و تأمین مالی بیشتر از بازار سرمایه	
تأیید	(Desai and Dharmapala, 2009)	نقش میانجی در اثر کاهش مالیات بر افزایش ارزش شرکت	
تأیید	(Liew and Devi, 2020) (Hoffmann, 2014)	کاهش تمرکز مالکیت	
تأیید	(Meca <i>et al.</i> , 2013)	استقلال مدیریت	
تأیید	(Meca <i>et al.</i> , 2013)	تفکیک مدیریت از مالکیت	
تأیید		بهبود نقدینگی (به‌منظور تخصیص در پروژه‌های مولد و افزایش درآمد و سودآوری آتی)	

نتایج گروه کانونی	منابع (مرور نظام مند)	کدهای باز حاصل از مرور نظام مند	سازه‌ها (مضامین)
تأیید	(Meca <i>et al.</i> , 2013)	محافظت از سرمایه‌گذاران / احتمال کمتر سواستفاده سهام‌دار عمده از اقلیت	ریسک و بازده
عدم تأیید	(Didier <i>et al.</i> , 2021) (Chan, Dang and Yan, 2012) (Bowe and Deaqa, 1997)	تسهیل تقسیم ریسک	
تأیید	(Terlikowski <i>et al.</i> , 2019)	تقسیم هزینه و ریسک بین سرمایه‌گذاران متعدد	
تأیید	(Bowe and Deaqa, 1997)	کاهش ریسک در تحقق بازده به دلیل شفافیت افشای اطلاعات (طرح توجیهی، گزارش هیئت مدیره به مجامع عمومی و ...)	
تأیید	(Didier <i>et al.</i> , 2021)	رشد شرکتی / افزایش سرمایه ملموس و ناملموس / جذب سرمایه بیشتر / اعتبار بیشتر	
تأیید	(Bowe and Deaqa, 1997)	کاهش یا عدم مالیات آشکار	
تأیید	(Didier <i>et al.</i> , 2021) (Chan, Dang and Yan, 2012) (Mutenheri and Green, 2008) Chhabra, Ferris and Sen, 2009)	رشد ملی و اقتصادی / ارتباط مثبت بین توسعه بازار سرمایه و نرخ رشد ملی	کلان اقتصاد
تأیید	(Churchill, 1994) (Terlikowski <i>et al.</i> , 2019) (Didier <i>et al.</i> , 2021) (Nguyen, Nguyen and Yin, 2015) (Tang and Peng, 2013) (Thomas, 2003)	بهبود مدیریت مالی - عملکرد مالی بهتر - اتکای کمتر به بانک - انعطاف مالی بیشتر در دوران بحران مالی - کاهش محدودیت مالی به دلیل افشا و کاهش مشکلات کارگزاری - تنوع بخشی به منابع تأمین مالی - صرفه‌جویی بیشتر بدون نیاز به قرار گرفتن در مجرای تأمین مالی برای افزایش سرمایه	عملکرد مدیریتی
تأیید	(Lev, 2018)	عملیات حسابداری کارآمد	اعتماد
تأیید	(Thomas, 2003)	ارتقای مجوزهای عملیاتی	
تأیید	(Thomas, 2003) (Filbeck, Gorman and Greenlee, 2005)	محرک در ارتقای مدیریتی	
تأیید	(Bowe and Deaqa, 1997)	توجه به ملاحظات قراردادی / حقوق و پرداخت منصفانه و بدون ابهام	
تأیید	(Bowe and Deaqa, 1997)	راهنمای شفاف برای مسائل آئین‌نامه‌ای	
تأیید	(Hendiarto <i>et al.</i> , 2021)	در دوره رکود از بدهی بانک محور کمتر می‌توان استفاده کرد (بیشتر از حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود)	اعتماد
تأیید	(Akhmadi and Januarsi, 2021)	اهرم مالی کمتر در تأمین مالی مبتنی بر دارایی در بازار سهام / نرخ تقسیم سود بیشتر / ارزش بیشتر (پایداری و مسئولیت اجتماعی نقش میانجی و تقویت‌کننده این رابطه را دارد).	

نتایج گروه کانونی	منابع (مرور نظام مند)	کدهای باز حاصل از مرور نظام مند	سازه‌ها (مضامین)
تأیید	(Hoffmann, 2014)	کاهش جریان نقدینگی آزاد (به دلیل تخصیص وجوه در طرح‌هایی مولد با طرح توجیهی و پیش‌بینی افزایش درآمد آتی، امکان سوءاستفاده کمتر مدیران)	
تأیید	(Hong and Korea, 2017)	بدهی بانکی و بدهی بازارمحور، از نظر حسابداری یکسان اما از منظر خلق ارزش شرکتی، اوراق اولویت دارد.	
تأیید	(Bowe and Deaqn, 1997)	بهره‌گیری از وام‌دهندگان حقیقی برای ایجاد بدهی بازارمحور داوطلبانه	
تأیید	(Churchill, 1994)	فرایند زمان‌بر و گران به دلیل بدبینی بانک‌ها در سرمایه‌گذاری بلندمدت به دلیل بازگشت سرمایه در هنگام شکست پروژه به ویژه در کشورهای در حال توسعه	
عدم تأیید	(Churchill, 1994)	هزینه مبادله بالا ناشی از بدبینی / هزینه افشای بالا در تأمین مالی بانکی	
تأیید	(Churchill, 1994)	محدودیت میزان مشارکت وام‌دهندگان برای پرداخت وام بلندمدت در تأمین مالی بانکی	
تأیید	(Liew and Devi, 2020)	امکان سوءاستفاده بیشتر سهام‌دار عمده از سهام‌دار خرد در کانال بانکی	
تأیید	(Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008)	پاداش بازار سرمایه به حکمرانی و تصمیم‌گیری شفاف	
تأیید	(Zhang, Zhao and He, 2022) (Akhmadi and Januarsi, 2021) (Chapple, Clarkson and Gold, 2015) (Bodhanwala and Bodhanwala, 2019) (Guenster <i>et al.</i> , 2011) (Choi <i>et al.</i> , 2016) (Kim and Kim, 2018) (Matsumura <i>et al.</i> , 2014) (Yu and Zhao, 2015) (Lee, 2021) (Jiang <i>et al.</i> , 2021)	پاداش بازار سرمایه به مسئولیت اجتماعی و زیست محیطی بیشتر شرکت‌ها (افشای داوطلبانه انتشار کربن و ...)/ سیگنال مثبت برای رشد درآمد و افزایش قیمت سهام برای سرمایه‌گذار و تحلیلگر	
تأیید	(Karuna, 2019)	توجه به ذی‌نفعان متعدد	
تأیید	(Bodhanwala and Bodhanwala, 2019) (Guenster <i>et al.</i> , 2011)	حسن شهرت	
تأیید	(Guenster <i>et al.</i> , 2011)	افزایش اعتماد سرمایه‌گذار / اعتماد به گزارش‌ها	
تأیید	(Guenster <i>et al.</i> , 2011)	ایجاد فرصت‌های جدید در بازار	
تأیید	(Karuna, 2019)	توجه به برندسازی / سرمایه فکری / فاکتورهای ناملموس	
تأیید	(Lev, 2018)	فناوری‌ها / ارتقای تخصصی / اعتبار شرکت / برندسازی / سرمایه‌های فکری	
تأیید	(Ngoy, 2008) (Didier <i>et al.</i> , 2021) (Guizani and Ajmi, 2021) (Deb and Sreekumar, 2021)	کمک به تأمین مالی شرکت‌های دانش‌بنیان و استارت‌آپی که در توسعه اقتصادی بسیار مؤثرند، این شرکت‌ها کسری نقدینگی و وثیقه و خطر ورشکستگی بیشتری دارند/ در تأمین مالی از بانک مشکل دارند.	

نتایج گروه کانونی	منابع (مرور نظام مند)	کدهای باز حاصل از مرور نظام مند	سازه‌ها (مضامین)
تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020) (Meca <i>et al.</i> , 2013) (Chhabra, Ferris and Sen, 2009)	بهبود جریان نقدینگی (به منظور تخصیص وجوه در طرح‌هایی مولد با طرح توجیهی و پیش‌بینی افزایش درآمد آتی)	محافظت از سرمایه‌گذاران
تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020)	بهبود عملکرد	
عدم تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020)	نرخ بازده مورد نیاز کمتر	
عدم تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020) (Chhabra, Ferris and Sen, 2009)	کاهش هزینه سرمایه سهام	
تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020)	دخالت کمتر سهامدار عمده	
تأیید	(Huang <i>et al.</i> , 2020)	تشویق به پاداش مدیریتی مبتنی بر سهام / هم‌سویی منافع مدیر و سرمایه‌گذار	
تأیید	(Xu <i>et al.</i> , 2019)	جلوگیری از گزارش‌های نادرست	
تأیید	(Liew and Devi, 2020)	تعارض کمتر بین سهامدار عمده و اقلیت	
تأیید	(Chhabra, Ferris and Sen, 2009)	توسعه بازار سرمایه / اختصاص کارآمدتر سرمایه	
تأیید	(Xu <i>et al.</i> , 2019) (Yu and Zhao, 2015) (Nguyen, Nguyen and Yin, 2015) (Leuz and Oberholzer-Gee, 2006) (Tang and Peng, 2013)	شفافیت اطلاعاتی شرکت	افشای اطلاعات و گزارش‌دهی هدفمند، با کیفیت و یکپارچه
عدم تأیید	(Richter <i>et al.</i> , 2021)	هزینه مبادله کمتر به دلیل شفافیت	
تأیید	(Hitt, Ireland and Harrison, 2008)	تعهد	
تأیید	(Gundlach, Achrol and Mentzer, 1995)	ارتقای پاسخ‌گویی به نهادهای قانونی	
تأیید	Bowe and Deaqn, 1997) (Didier <i>et al.</i> , 2021) (Chan, Dang and Yan, 2012) (Yu and Zhao, 2015) (Nguyen, Nguyen and Yin, 2015) (Leuz and Oberholzer-Gee, 2006) (Tang and Peng, 2013) (Xu <i>et al.</i> , 2019) (Ramalingegowda, Wang and Yu, 2012) (Chhabra, Ferris and Sen, 2009)	تقارن اطلاعاتی	
تأیید	(Bokpin, 2013) (Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008) (Hassan <i>et al.</i> , 2009)	اعتماد سرمایه‌گذاران / توسعه بازار و ارتقای ارزش شرکت	
تأیید	(Richter <i>et al.</i> , 2021) (Callado-Muñoz and Utrero-González, 2008) (Meca <i>et al.</i> , 2013) (Barth <i>et al.</i> , 2018)	بهبود جریان نقدینگی (به منظور تخصیص وجوه در طرح‌هایی مولد با طرح توجیهی و پیش‌بینی افزایش درآمد آتی)	
عدم تأیید	(Christensen, 2020) (Nguyen, Nguyen and Yin, 2015) (Tang and Peng, 2013) (Barth <i>et al.</i> , 2018) (Zhang, Zhao and He, 2022)	کاهش هزینه سرمایه (به دلیل صرف ریسک + نرخ بهره)	

نتایج گروه کانونی	منابع (مرور نظام‌مند)	کدهای باز حاصل از مرور نظام‌مند	سازه‌ها (مضامین)
تأیید	(Christensen, 2020)	تخصیص کارآمد سرمایه	
تأیید	(Christensen, 2020)	سرمایه‌گذاری بهینه	
تأیید	(Xu <i>et al.</i> , 2019) (Thomas, 2003)	جلوگیری از گزارش‌های نادرست	
تأیید	(Barth <i>et al.</i> , 2018) (Gamerschlag, 2013)	بهبود اطلاعات برای سرمایه‌گذاران / اهمیت همه گزارش‌ها بر تصمیم سرمایه‌گذاران و ارزش شرکت	
تأیید	(Barth <i>et al.</i> , 2018)	ارتقای تصمیمات سرمایه‌گذاری	
تأیید	(Ramalingegowda, Wang and Yu, 2012)	جلوگیری از خطر اخلاقی و اشتباه	
تأیید	(Ramalingegowda, Wang and Yu, 2012)	مجاب کردن سرمایه‌گذاران به کاهش سود تقسیمی	

منابع

- هاشمی کوچک‌سرایبی، سید محمدحسن؛ داداشی، ایمان؛ یحیی‌زاده‌فر، محمود؛ غلام‌نیا روشن؛ حمیدرضا (۱۳۹۹). تبیین نقش معیارهای عملکردی و حاکمیتی در تعیین ارزش شرکت با رویکرد مبتنی بر هوش مصنوعی. *تحقیقات مالی*، ۲۲(۱)، ۱۳۱-۱۴۸.
- کرمی، غلامرضا؛ بیک بشرویه، سلمان و ایزدپور، مصطفی (۱۴۰۰). بررسی تأثیر مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت بر کارایی سرمایه‌گذاری در نیروی انسانی. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۴)، ۶۵۳-۶۶۵.
- لاجوردی، مسعود؛ دانایی، ابوالفضل؛ زرگر، محمد و حیدریه، عبدالله (۱۳۹۸). چارچوب فراابتکاری فرایند خلق ارزش. *نشریه مطالعات مدیریت راهبردی*، ۱۰(۳۷)، ۸۳-۱۲۳.
- معمارزاده طهران، غلامرضا؛ فرهادی محلی، علی و سرفرازی، مهرزاد (۱۳۸۹). رویکرد تلفیقی مهندسی ارزش و اصول ناب در خلق ارزش. *خط‌مشی‌گذاری عمومی در مدیریت (رسالت مدیریت دولتی)*، ۱(۳)، ۲۵-۵۸.
- رسولی، محمد؛ غیور، فرزاد و دیدار، حمزه (۱۴۰۰). تأثیر چرخه‌های تجاری و بازار سرمایه بر رفتار عوامل مؤثر بر گزارشگری مالی مطلوب با رویکرد مبتنی بر گزارش حسابرسی. *تحقیقات مالی*، ۲۳(۲)، ۳۲۹-۳۵۰.

References

- Akhmadi, A. & Januarsi, Y. (2021). Profitability and firm value: Does dividend policy matter for Indonesian sustainable and responsible investment (SRI)-KEHATI listed firms? *Economies*, 9(4). <https://doi.org/10.3390/economies9040163>
- Ariss, R. T. (2015). *Legal Systems, Capital Structure and Debt Maturity in Developing Countries*, 1-15. <https://doi.org/10.1111/corg.12132>

- Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L. & Venter, E. R. (2018). The economic consequences associated with integrated report quality: Capital market and real effects. *Accounting, Organizations and Society*, 62(2017), 43–64. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2017.08.005>
- Bodhanwala, S. & Bodhanwala, R. (2019). Do investors gain from sustainable investing? An empirical evidence from India. *International Journal of Business Excellence*, 19(1), 100–118. <https://doi.org/10.1504/IJBEX.2019.101710>
- Bokpin, G. A. (2013). Determinants and value relevance of corporate disclosure: Evidence from the emerging capital market of Ghana. *Journal of Applied Accounting Research*, 14(2), 127–146. <https://doi.org/10.1108/09675421311291883>
- Bowe, M. & Deaqn, J. (1997). Debt-equity swaps and the enforcement of sovereign loan contracts. *Journal of Informational Development*, 9(1), 59–83.
- Callado-Muñoz, F. J. & Utrero-González, N. (2008). Do Investors React to Environmental Friendly News? An Analysis for Spanish Capital Market* Francisco. *Corporate Ownership & Control*, 5(2), 315–323.
- Chan, K. S., Dang, V. Q. T. & Yan, I. K. M. (2012). *Effects of Financial Liberalisation and Political Connection on Listed Chinese Firms' Financing Constraints*. July 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9701.2012.01447.x>
- Chapple, L., Clarkson, P. M. & Gold, D. L. (2015). The Cost of Carbon□: Capital Market Effects of the Proposed Emission Trading Scheme (ETS). *A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 49(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/abac.12006>
- Chhabra, M., Ferris, S. P. & Sen, N. (2009). *Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital Investor protection effects on corporate liquidity and the cost of capital*. September 2013, 37–41. <https://doi.org/10.1080/13504850701221915>
- Choi, H., Korea, S., Moon, D. & Korea, S. (2016). Perceptions Of Corporate Social Responsibility In The Capital Market. *The Journal of Applied Business Research*, 32(5), 1507–1518.
- Christensen, P. O. (2020). Implications for the Cost of Capital and Firm Values. *American Accounting Association*, 95(5), 57–93. <https://doi.org/10.2308/accr-52640>
- Churchill, A. (1994). *Beyond Project Finance*. 22–30.
- Cooke, A., Smith, D. & Booth, A. (2012). Beyond PICO: The SPIDER tool for qualitative evidence synthesis. *Qualitative Health Research*, 22(10), 1435–1443. [doi:10.1177/1049732312452938](https://doi.org/10.1177/1049732312452938)
- Stewart, D.W. & Shamdasani, P. (2017) Online Focus Groups. *Journal of Advertising*, 46(1), 48–60. DOI: 10.1080/00913367.2016.1252288
- Deb, P. & Sreekumar, V. (2021). *The threat of bankruptcy and financing strategy in learning-intensive industries*. <https://doi.org/10.1108/JSMA-11-2020-0321>
- Desai, M. A. & Dharmapala, D. (2009). *Corporate tax avoidance and firm value*. 91(August), 537–546.
- Didier, T., Levine, R., Llovet, R. & Schmukler, S. L. (2021). Capital market financing and firm

- growth. *Journal of International Money and Finance*, 118, 102459. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102459>
- Filbeck, G., Gorman, R. & Greenlee, T. (2005). The stock price reaction to supply chain management advertisements and company value. *Journal of Business Logistics*, 26(1), 199–216.
- Gamerschlag, R. (2013). Value relevance of human capital information. *Journal of Intellectual Capital*, 14(2), 325–345. <https://doi.org/10.1108/14691931311323913>
- Gonenc, H. & Zengin-karaibrahimoglu, Y. (n.d.). *Towards a Mandatory Corporate Governance Regime: Empirical Evidence from Turkey: Vol. I*. Springer Singapore. <https://doi.org/10.1007/978-981-13-3203-6>
- Guenster, N., Bauer, R., Derwall, J. & Koedijk, K. (2011). The Economic Value of Corporate Eco-Efficiency. *European Financial Management*, 17(4), 679–704. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00532.x>
- Guizani, M. & Ajmi, A. N. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure in an Islamic legal system: the case of Saudi Arabia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 14(4), 732–752. <https://doi.org/10.1108/IMEFM-05-2019-0216>
- Gundlach, G. T., Achrol, R. S. & Mentzer, J. T. (1995). The Structure of Commitment in Exchange. *Journal of Marketing*, 59(1), 78. <https://doi.org/10.2307/1252016>
- Hashemi Kochaksaraei, S.M.H., Dadashi, I., Yahyazadehfar, M., Gholamnia Roshan, H.R. (2020). The Role of Performance and Governance Criteria in Determining the Price of Shares with an Artificial Intelligence-based Approach. *Financial Research Journal*, 22(1), 131-148. (in Persian)
- Hassan, O. A. G., Romilly, P., Giorgioni, G. & Power, D. (2009). The value relevance of disclosure: Evidence from the emerging capital market of Egypt. *International Journal of Accounting*, 44(1), 79–102. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2008.12.005>
- Hendiarto, R. S., Nurbuwat, D. A., Natalia, A. & Rahmawati, R. (2021). The Effect of Capital Structure on Firm Value. Case Study on Mining Sector Companies Listed On the Indonesia Stock Exchange (Period 2014-2018). *Review of International Geographical Education*, 11(5), 3198–3206. <https://doi.org/10.48047/rigeo.11.05.210>
- Hitt, M. A., Ireland, R. D. & Harrison, J. S. (2008). *Mergers and Acquisitions: A Value Creating or Value Destroying Strategy?* The Blackwell Handbook of Strategic Management, 377–402. <https://doi.org/10.1111/b.9780631218616.2006.00014.x>
- Hoffmann, P. S. (2014). Internal corporate governance mechanisms as drivers of firm value: Panel data evidence for Chilean firms. *Review of Managerial Science*, 8(4), 575–604. <https://doi.org/10.1007/s11846-013-0115-3>
- Hong, S. & Korea, S. (2017). The Effect Of Debt Choice On Firm Value. *The Journal of Applied Business Research*, 33(1), 135–140.
- Huang, T., Wu, F., Yu, J. & Zhang, B. (2020). Investor protection and the value impact of stock

- liquidity. *Journal of International Business Studies*, 51(1), 72–94. <https://doi.org/10.1057/s41267-019-00228-6>
- Jiang, Y., Luo, L., Xu, J. & Shao, X. (2021). Evidence from the United States and BRIC countries. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 17(3), 100279. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2021.100279>
- Kalyebara, B. & Ahmed, A. D. (2012). Scientific Research and Concepts, Section 1 Academic & Concepts Capital Markets, Corporate Governance and Capital Budgeting: Implications for Firm Value. *Corporate Ownership & Control*, 9(3), 9–26.
- Karami, Gh., Beik Boshrouyeh, S. & Ezadpour, M. (2021). Investigating the Effect of Institutional Ownership and Ownership Concentration on Labor Investment Efficiency. *Financial Research Journal*, 23(4), 653-665. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.333062.1007253> (in Persian)
- Karuna, C. (2019). Capital markets research in accounting: Lessons learnt and future implications. *Pacific-Basin Finance Journal*, 55(March), 161–168. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.03.001>
- Kim, J. & Kim, J. (2018). Corporate sustainability management and its market benefits. *Sustainability* (Switzerland), 10(5). <https://doi.org/10.3390/su10051455>
- Lajvardi, M., Danaee, A., Zargar, M. & Heidariyeh, S.A. (2019). Framework of Value Creation Process. *Strategic Management Studies journal*, 10(37), 83-123. (in Persian)
- Lee, J. (2021). *CEO Overconfidence and Voluntary Disclosure of Greenhouse Gas Emissions: With a Focus on the Role of Corporate Governance*.
- Leuz, C. & Oberholzer-Gee, F. (2006). Political relationships, global financing, and corporate transparency: Evidence from Indonesia. *Journal of Financial Economics*, 81(2), 411–439. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.006>
- Lev, B. (2018). The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it. *Accounting and Business Research*. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470138>
- Liao, C. H., Tsang, A., Wang, K. T. & Zhu, N. Z. (2022). Corporate Governance Reforms and Cross-Listings: International Evidence. *Contemporary Accounting Research*, 39(1), 537–576. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12729>
- Liew, C. Y. & Devi, S. S. (2020). Family firms, banks and firm value: Evidence from Malaysia. *Journal of Family Business Management*. <https://doi.org/10.1108/JFBM-03-2019-0015>
- Machokoto, M. (2020). *Financial conservatism, firm value and international business risk: Evidence from emerging economies around the global financial crisis*. December 2019, 1–19. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2032>
- Matsumura, E. M., Vera-mu, S. C., Baber, B., Badertscher, B., Bonacchi, M., Burks, J., Canjels, E., Chen, X., Eggert, T., Irving, J., Jorgensen, B., Kinney, B., Larocque, S., Li, O. Z., Matsumoto, D., Mittelstaedt, F., Nichols, B., Odders-white, E., Pizzini, M., ... Warfield, T. (2014). *Firm-Value Effects of Carbon Emissions and Carbon Disclosures*. <https://doi.org/10.2308/accr-50629>

- Meca, E. G., Pedro, J., Ballesta, S. & Sa, J. P. (2013). Firm value and ownership structure in the Spanish capital market. *The International Journal of Business in Society*, 11(1), 41–53. <https://doi.org/10.1108/14720701111108835>
- Memarzade, Gh., Farhadi Mahali, A. & Sarfarazi, M. (2011). Integrated Approach in the Lean Principles of Value Engineering in Value Creation. *Iranian Journal of Public Policy in Management*, 1(3), 25-58. SID. <https://sid.ir/paper/199027/en> (in Persian)
- Mutenheri, E. & Green, C. J. (2008). *Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe*. 8916. <https://doi.org/10.1300/J156v04n02>
- Ngoy, J. N. (2008). Financing strategy, shareholder value creation over firms life cycle. *International Conference on Wireless Communications, Networking and Mobile Computing*, WiCOM 2008, 1–4. <https://doi.org/10.1109/WiCom.2008.2371>
- Nguyen, T., Nguyen, H. G. L. & Yin, X. (2015). Corporate Governance and Corporate Financing and Investment during the 2007-2008 Financial Crisis. *Financial Management*, 2003, 115–146.
- Rasouli, M., Ghayour, F. & Didar, H. (2021). The Impact of Stock Market and Business Cycles on the Behavior of Factors Affecting Favorable Financial Reporting using Audit report based Approach. *Financial Research Journal*, 23(2), 329-350. <https://doi.org/10.22059/FRJ.2021.301449.1007016> (in Persian)
- Ramalingegowda, S., Wang, C.-S. & Yu, Y. (2012). The Role of Financial Reporting Quality in Mitigating the Constraining Effect of Dividend Policy on Investment Decisions. *Journal of International Accounting Research*, 90(4), 1395–1435.
- Richter, S., Heyde, F., Horsch, A. & Wünsche, A. (2021). Determinants of project bond prices – Insights into infrastructure and energy capital markets. *Energy Economics*, 97. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2021.105175>
- Tang, H. & Peng, T. (2013). *Auditor Industry Specialization, Analysts Following and Financing Constrains*. <https://doi.org/10.1007/978-3-642-38442-4>
- Terlikowski, P., Paska, J., Pawlak, K., Kali, J. & Urbanek, D. (2019). *Progress in Nuclear Energy Modern financial models of nuclear power plants*. 110(July 2018), 30–33. <https://doi.org/10.1016/j.pnucene.2018.09.010>
- Thomas, A. (2003). *Assessing the benefits of corporate transparency*, 174–187.
- Thompson, J., Boschmans, K. & Pissareva, L. (2018). *Alternative Financing Instruments for SMEs and Entrepreneurs: The case of capital market finance*. OECD SME and Entrepreneurship Papers No 10. Available via DIALOG. https://www.oecd-ilibrary.org/economics/alternativefinancing-instruments-for-smes-and-entrepreneurs_dbdda9b6-en10. doi: 10.1787/dbdda9b6-en. Accessed 21 August 2021
- Uddin, M. N., Hosen, M., Chowdhury, M. M., Tabassum, T. & Mazumder, M. A. (2021). Does corporate governance influence firm value in bangladesh? A panel data analysis. *Ekonomie a Management*, 24(2), 84–100. <https://doi.org/10.15240/tul/001/2021-2-006>

- Winke, P. (2017). *Using focus groups to investigate study abroad theories and practice*. <https://doi.org/10.1016/j.system.2017.09.018>
- Xu, R., Xu, X., Zhang, J. & Li, C. (2019). Does legal protection affect firm value? Evidence from China's stock market. *Accounting & Finance Does*. <https://doi.org/10.1111/acfi.12555>
- Yu, M. & Zhao, R. (2015). Sustainability and firm valuation: an international investigation. *International Journal of Accounting and Information Management*, 23(3), 289–307.
- Zhang, X., Zhao, X. & He, Y. (2022). Does It Pay to Be Responsible? The Performance of ESG Investing in China. *Emerging Markets Finance and Trade*. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2026768>