پژوهش‌های حسابداری مالی
سال هفتم، شماره سوم، پیاپی (۲۵)، پاییز ۱۳۹٤
تاریخ وصول: ۱۳۹۳/۳/۱۹
تاریخ پذیرش: ۱۳۹٤/۱/۳۰
صص: ۱٦-۱

تاثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

یحیی حساس‌یگانه*،کیوان شیخی ، اسماعیل درگاهی***، سیدمهدی پارچینی پارچین[۱]*****

* دانشیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
yahya_yeganehn@yahoo.com
** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران
kyvanshykhy@yahoo.com
*** دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران
dargahi.2001@gmail.com
**** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران
Parchini.mahdi@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد استفاده در این پژوهش عبارتند از تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره. برای اندازه‌گیری میزان جذب بدهی از شاخص اهرم مالی استفاده به عمل آمده و همچنین از متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، فرصت‌های رشد، سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود نیز استفاده شده است. به منظور انجام این پژوهش، ۱۲۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ بررسی شده است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیونی با استفاده از روش داده‌های تابلویی (اثرات ثابت) بهره گرفته شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که هیچ یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی مؤثر نبوده‌اند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی و در مقابل، متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی بوده‌اند.

واژه‌های کلیدی: تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، اندازه و استقلال هیئت مدیره، میزان جذب بدهی.

۱ـ نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: تهران، خیابان حافظ، نبش کوچه هاتف، شرکت بورس اوراق بهادار تهران.

Copyright © 2015, University of Isfahan. This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License (http://creativecommons.org/licenses/BY-NC-ND/4.0/), which permits others to download this work and share it with others as long as they credit it, but they cannot change it in any way or use it commercially.

Archive of SID

www.SID.ir

مقدمه

یکی از عوامل اصلی بهبود کارآیی اقتصادی، حاکمیت شرکتی است که در برگیرنده مجموعه‌ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروه‌های ذی‌نفع است. حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن هدف‌های بنگاه تنظیم و وسایل دست‌یابی به هدف‌ها و نظارت بر عملکرد تعیین می‌شود. این نظام، انگیزه لازم برای تحقق اهداف بنگاه را در مدیریت ایجاد کرده و زمینه نظارت مؤثر را فراهم می‌کند. به این ترتیب شرکت‌ها منابع را با اثربخشی بیش‌تری به کار می‌گیرند [۸].

به دلیل جدا شدن مالکیت از مدیریت امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. براساس تئوری نمایندگی، ناسازگاری انگیزه‌های مدیران و سهامداران، موجب می‌شود مدیران با فرصت طلبی، شرکت را بیشتر از اندازه بهینه آن توسعه دهند یا منابع بلااستفاده را برای افزایش مطلوبیت شخصی خود حفظ کنند [۱].

انگیزه‌های مدیران برای انجام چنین اقداماتی می‌تواند از دست ندادن مقام، قدرت، پاداش و شهرت باشد. این مساله همچنین به عنوان حکمرانی مدیران نامیده شده است. صاحبنظران، امروزه بهترین راه حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکت‌ها می‌دانند.

حاکمیت شرکتی شامل ویژگی‌هایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود [۳]. این چنین تصور می‌شود که مدیران به دلیل نگرانی‌های امنیت شغلی یا به دلیل ثروت و وضعیت مالی محدودشان، ریسک‌گریز باشند (به‌طور مثال، دریافت وام و ترس از ناتوانی از بازپرداخت اقساط آن نوعی ریسک است). در چنین مواردی، آن‌ها ممکن است از اتخاذ تصمیماتی که بهترین منفعت را به سهامداران می‌رساند، خودداری کنند. مدیران ارشد معمولاً به مدیران رده پایین‌تر انگیزه‌های مالی می‌دهند تا منافع‌شان را با منافع سهامداران منطبق سازند و یک سیستم حاکمیت شرکتی را برای نظارت بر عملکرد مدیریت پیاده سازند. یکی از اهداف ارائه این پاداش‌ها، دلگرم کردن مدیران به استفاده بیش‌تر از بدهی‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش مؤسسه است، به طوری که بدهی‌ها را به عنوان یک منبع و روش ارزان و جذاب تأمین مالی در مقایسه با انتشار سهام به حساب آورند [۲٦]. این موضوع که بدهی می‌تواند به عنوان یک شیوه الزام‌آور برای مدیران جهت جلوگیری از هدردادن منابع به کار رود جزء مباحث و ادبیات مالی شرکت‌ها می‌باشد [۲۲،۳٤،۳٦]. نظر به این‌که ساختارهای حاکمیت شرکتی خوب طراحی شده به عنوان مکانیزم‌های جانشینی در کاهش «مشکلات نمایندگی» به کار می‌روند، مدیران انتظار دارند مؤسساتی که ساختار حاکمیت شرکتی قوی‌تری دارند، سطح بدهی کم‌تری داشته باشند [۱۱].

حاکمیت شرکتی به وسیله بالا بردن سطح فرآیندی که موجب افزایش کنترل و نظارت بر مدیریت می‌شود، موجب کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران شده و این موضوع منجر به کاهش میزان بدهی که یک ابزار نظم‌دهنده می‌باشد، شده و بنابراین سطح بدهی‌های شرکت کاهش می‌یابد. در مورد ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اهرم مالی (جذب بدهی)، دو نظریه متضاد وجود دارد.

اوّلی ادعا می‌کند که افزایش در اهرم (جذب بیش‌تر بدهی) در شرکت‌های دارای ساختار قوی

Arhive of SID

www.SID.ir

حاکمیت شرکتی، یک پیام مثبت به وام‌دهندگان درباره کیفیت مؤسسه ارسال می‌کند و سطح اهرم را زیاد می‌کند. نظریه رقیب دیگر این است که اهرم خودش می‌تواند به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی مؤثر استفاده شود که مدیران را تحت نظم در می‌آورد و آن‌ها را مجبور به اجتناب از اتلاف گردش وجوه نقد مؤسسه به سمت پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی می‌سازد؛ بنابراین، اهرم بالاتر نیاز به یک ساختار حاکمیت شرکتی قوی را کاهش می‌دهد. در نتیجه، با توجه به مطالب فوق، انتظار می‌رود بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اهرم مالی (میزان جذب بدهی) رابطه‌ای وجود داشته باشد ولی در رابطه با نوع رابطه (مثبت یا منفی) ابهام وجود دارد و لذا در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته شده است.

یکی از سؤالات اساسی که در این‌جا پیش می‌آید این است که: آیا بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار رابطه‌ای وجود دارد؟ در صورتی که پاسخ مثبت است، نوع و تأثیر آن چگونه است؟ چه عواملی روی این ارتباط تأثیر می‌گذارند و تأثیر کدام عامل بیش‌تر است؟ هدف اصلی این پژوهش، پاسخ به پرسش‌های بالا است. با پی بردن به نوع رابطه بین میزان استفاده از بدهی‌ها و سازه‌های مؤثر بر آن‌ها می‌توان از آن‌ها به عنوان راهنمایی برای استفاده بهتر از بدهی‌ها جهت تأمین مالی استفاده نمود. نظر به این که تاکنون در ایران پژوهشی در مورد رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و میزان استفاده از بدهی انجام نشده است، این پژوهش می‌تواند راهگشای این موضوع مهم مالی و حسابداری گردد و مدارک تجربی مربوطه‌ای را در این زمینه نیز ارائه نماید. آن‌چه اهمیت و ضرورت توجه به مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و تدوین اصول مناسب برای آن را در بازارهای مالی بیش‌تر می‌کند، این است که فعالیت در عرصه بین‌الملل مستلزم داشتن اصول و قواعد نظام حاکمیت شرکتی و نیز پذیرش قواعد بین‌المللی نظام حاکمیت شرکتی می‌باشد. بنابراین، از نظر جذب سرمایه‌گذاری‌های خارجی و ایجاد امکان برای ورود سرمایه‌های خارجی به کشور، موضوع حاکمیت شرکتی حائز اهمیت فوق‌العاده‌ای می‌باشد [۵]. مسلماً هدف مؤسسات اعتباری و بانک‌ها در دادن وام و اعتبار به هر شرکت، کسب بازدهی متناسب با سرمایه‌گذاری‌شان است. اگر شرکت با توجه به ساختار مناسب حاکمیت شرکتی خود در ایجاد ارزش، موفق باشد، نه تنها سرمایه‌گذاران و افراد داخلی شرکت‌ها، بلکه در سطح وسیع‌تر، جامعه از ایجاد ارزش بهره‌مند خواهد شد.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

فعالان دانش مالی برای نیل به حداکثر سازی ثروت سهامداران، نظریه‌ها و مدل‌های متعددی را توسعه داده‌اند. در این میان نظریه ساختار سرمایه منشأ طیف گسترده‌ای از مطالعات در زمینه دانش مالی است و گاهی از آن به عنوان مهم‌ترین نظریه مالی یاد می‌کنند. از دهه ۵۰ تاکنون، نظریه‌های متعددی به بررسی ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداخته‌اند.

نظریه مودیلیانی ـ میلر، نظریه بودجه‌ای (مالی)، نظریه سلسله مراتبی، نظریه توازی یا بده ـ بستان ایستا، خوش‌بینی مفرط مدیریتی و دریچه‌های فرصت از جمله این نظریه‌ها است. سابقه بنیادین مطالعات ساختار سرمایه به مودیلیانی و میلردر سال ۱۹۵۸ بر

Arhive of SID

www.SID.ir

می‌گردد [۲۷]. فرضیه اصلی مطالعات مودیلیانی و میلر آن است که ارزش شرکت از ساختار سرمایه آن مستقل است. در مقاله‌ای در سال ۱۹٦۳، مودیلیانی و میلر مطالعات اولیه خود را با وارد کردن فرض مالیات تغییر داده و به آن عنوان نظریه بودجه‌ای (مالی) دادند [۲۸]. بر اساس این نظریه آنان نتیجه‌گیری کردند که شرکت‌ها «بدهی» را به سایر منابع تأمین مالی ترجیح می‌دهند، چرا که پرداخت‌های بهره مالیات‌کاه است. بعد از سلسله نقدها و نظرها بر نوشته‌های مودیلیانی و میلر، مطالعات متکی به نظریه توازی ایستا مورد بررسی قرار گرفت.

در این مدل نه تنها مزایای به کارگیری بدهی، بلکه مضار آن یعنی تقبل هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی مورد بررسی قرار گرفت. نظریه سلسله مراتبی بیانگر این موضوع است که شرکت‌ها در استفاده از منابع مالی، سلسله مراتبی را رعایت می‌کنند: نخست از وجوه داخلی، سپس از بدهی و در نهایت وقتی این منابع در اختیار نباشد، اقدام به افزایش سرمایه جدید می‌کنند. بر اساس نظریه خوش‌بینی مفرط مدیریتی، اگر مدیران نسبت به بازده دارایی‌های شرکت بیش از حد خوش‌بین باشند، ترجیح می‌دهند که قسمت عمده دارایی‌ها را از طریق بدهی‌های بلندمدت تأمین مالی نمایند. بر اساس نظریه دریچه‌های فرصت، مدیران در هر زمان با توجه به هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی، به تأمین مالی می‌پردازند. به عنوان مثال اگر قیمت سهام شرکت پایین آمده باشد، آن‌ها ترجیح می‌دهند از طریق انتشار سهام تأمین مالی نکنند [۲]. در مورد ارتباط بین حاکمیت شرکتی و اهرم مالی، دو نظریه متضاد وجود دارد. اولی ادعا می‌کند که افزایش در اهرم شرکت‌های دارای ساختار قوی حاکمیت شرکتی، یک پیام مثبت به وام‌دهندگان درباره کیفیت مؤسسه ارسال می‌کند، که در عوض هزینه استفاده از بدهی‌ها را کم و سطح اهرم را زیاد می‌کند. برگر و همکاران [۱۳]، کرمر و همکاران [۱۷]، کلاک و همکاران [۲٤]، فلوراکیس و اوزکان [۱۹]، این نظریه را تأیید می‌کنند. نظریه رقیب دیگر این است که اهرم خودش می‌تواند به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی مؤثر استفاده شود که مدیران را تحت نظم در می‌آورد و آن‌ها را مجبور به اجتناب از اتلاف گردش وجوه نقد مؤسسه به سمت پروژه‌هایی با ارزش فعلی خالص منفی می‌سازد؛ بنابراین، اهرم بالاتر نیاز به یک ساختار حاکمیت شرکتی قوی را کاهش می‌دهد.

جنسن (۱۹۸٦)، ستولز (۱۹۹۰)، زوییل (۱۹۹٦) این نظریه را تأیید می‌کنند. در متون مالی پیشرفته شرکت‌ها، بحث ساختار سرمایه به‌طور نزدیکی با کار مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸ و ۱۹٦۳) مربوط است.

مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) بیان کردند که در دنیای بدون اصطکاک هیچ تفاوتی بین تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام در رابطه با ارزش شرکت وجود ندارد. بنابراین تصمیمات تأمین مالی فاقد ارزش افزوده هستند. شواهد بدست آمده در دنیای واقعی این موضوع را تأیید نمی‌کنند [۱۰].

رابطه بین سیاست‌های تأمین مالی به ویژه تأمین مالی از طریق بدهی و ساختار مالکیت شرکت بالأخص مالکیت نهادی، در متون مالی از اهمیت بالایی برخوردار است. للند و پایل [۲۵] و جنسن [۲۳] در زمره نخستین پژوهشگرانی بودند که به این موضوع واقف شدند. علاوه بر این، شواهد تجربی نیز بیانگر رابطه بین میزان استفاده از بدهی و مالکیت نهادی می‌باشد. موهد و همکاران [۲۹] و برایلسفورد و همکاران [۱٦] از جمله کسانی بودند که چنین

Arhive of SID

www.SID.ir

رابطه‌ای بین میزان استفاده از بدهی و ساختار مالکیت نهادی را شناسایی کردند.

بژاژ و همکاران [۱۲] به این نتیجه رسیدند که مالکیت با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام دارای رابطه مثبت است. این رابطه به‌طور ضمنی بیانگر این موضوع است که بین ساختار مالکیت و ساختار مالی شرکت‌ها همبستگی وجود دارد.

حاکمیت شرکتی با تصمیمات تأمین مالی و ساختار سرمایه شرکت‌ها همبستگی دارد [۲]. مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، عملکرد بازارهای سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد و اثر قوی بر روی تخصیص منابع دارد [۱۵].

حسن و بوت[۲۰] در مطالعه‌ای با عنوان «تأثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پاکستانی» نشان دادند که اندازه هیئت مدیره و سهامداران نهادی به‌طور قابل ملاحظه‌ای با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، رابطه منفی دارد.

آرپینگ وساوتنر [۱۱] در ارتباط با نمونه تحت بررسی خود دریافتند که مؤسسات هلندی به‌طور قابل ملاحظه‌ای بدهی‌شان را پس از انجام اصلاحات و بهبود در ساختار حاکمیت شرکتی کاهش داده‌اند.

یکی از مهم‌ترین ملاحظاتی که در انتخاب شیوه‌های ممکن برای تأمین مالی در شرکت‌ها باید مورد توجه قرار گیرد، توجه به اثرات جذب بدهی بر بازده حقوق صاحبان سهام است. مخصوصاً هنگامی که سود قبل از بهره و مالیات پایین می‌باشد. از نقطه نظر سود هر سهم، تأمین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام مطلوب‌تر از تأمین مالی از محل بدهی است. از طرف دیگر وقتی که سطح سود قبل از بهره و مالیات بالا است، از نقطه نظر سود هر سهم، تأمین مالی از طریق بدهی خوشایندتر از تأمین مالی از طریق سهام عادی است. با توجه به تئوری سلسله مراتبی در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی، یک شرکت منابع مالی داخلی را نسبت به سایر منابع ترجیح می‌دهد و اگر منابع مالی داخلی موجود نباشد از طریق انتشار بدهی تأمین مالی می‌کند. شرکت‌های سودآور احتمالاً سود انباشته بیش‌تری دارند. بنابراین، یک رابطه منفی بین اهرم و سودآوری گذشته شرکت، انتظار می‌رود [۱۸،۳۱،۳۲]. با توجه به تئوری هزینه نمایندگی، سهامداران یک شرکت اهرمی، به سرمایه‌گذاری در زیر نقطه بهینه تشویق می‌شوند [۳۵]. با این وجود، شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود بیش‌تر، بیش‌تر می‌توانند از این دارایی‌ها به عنوان وثیقه استفاده کنند. دارایی‌های وثیقه شده می‌توانند چنین رفتار فرصت طلبانه‌ای را محدود کنند. بنابراین، یک رابطه مثبت بین دارایی‌های مشهود و بدهی‌ها انتظار می‌رود [۱٤، ۲۱، ۲۳، ۳۳، ۳۵].

نسبت‌های نقدینگی هم اثر مثبت و هم اثر منفی بر روی تصمیمات ساختار سرمایه دارند و بنابراین خالص اثر ناشناخته است. اولاً شرکت‌های با نسبت‌های بالای نقدینگی ممکن است به‌طور نسبی، نسبت‌های بدهی بالاتری به علت توانایی بیش‌ترشان برای ایفای تعهدات کوتاه مدت داشته باشند. این استدلال بیان‌گر یک رابطه مثبت بین نقدینگی و میزان بدهی جذب شده توسط شرکت است.

لذا شرکت‌های دارای دارایی‌های نقدشونده‌تر، ممکن است چنین دارایی‌هایی را به عنوان منابع مالی برای سرمایه‌گذاری در فرصت‌های سرمایه‌گذاری آتی استفاده کنند. بنابراین وضعیت نقدینگی یک شرکت، دارای اثر منفی بر روی میزان جذب بدهی توسط شرکت است. استدلال بیش‌تر در مورد این رابطه

Arhive of SID

www.SID.ir

منفی به وسیله مایرز و راجان [۳۲] ارائه شده است، این دو استدلال می‌کنند زمانی که هزینه‌های نمایندگی نقدینگی بالا هستند، اعتباردهندگان بیرونی، میزان تأمین مالی از طریق بدهی را برای شرکت محدود می‌کنند. بنابراین، یک رابطه منفی بین اهرم و نقدینگی انتظار می‌رود. مشکلات نمایندگی احتمالاً برای شرکت‌های در حال رشد، جدّی‌تر باشد، زیرا این شرکت‌ها در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های آتی دارای انعطاف بیش‌تری هستند.

بنابراین، نرخ رشد موردانتظار بایستی دارای رابطه منفی با اهرم مالی باشد [۱۰]. شواهد قابل توجهی وجود دارد که اندازه شرکت‌ها، نقش مهمی در تصمیمات ساختار سرمایه ایفا می‌کند. شرکت‌های بزرگ تمایل به متنوع سازی دارند و کم‌تر در معرض ورشکستگی قرار می‌گیرند. بنابراین یک رابطه مثبت بین اندازه شرکت و میزان جذب بدهی انتظار می‌رود [۱٤، ۳۵].

فرضیه‌های پژوهش

استقرار مناسب نظام حاکمیت شرکتی، اقدامی اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای مسئولیت پاسخگویی، شفافیت، رعایت انصاف و عدالت و رعایت حقوق همه ذی‌نفعان شرکت‌ها است. با توجه به موج جهانی خصوصی‌سازی و ضرورت اجرای اصل ٤٤ قانون اساسی به منظور رشد و توسعه‌ی اقتصادی کشور بر مبنای عدالت اجتماعی و فقرزدایی، تدوین و به کارگیری معیارها و اصول نظام حاکمیت شرکتی در کشور ما برای توسعه‌ی بازار سرمایه، مهم و اجتناب‌ناپذیر است [۳].

پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهند که فرآیندهای تصمیم‌گیری در مورد میزان استفاده از بدهی در ساختار مالی شرکت، تحت تأثیر گرایش مالکان در به کارگیری بدهی به عنوان شکلی از تأمین مالی است [٦] و میزان بالای بدهی در شرکت می‌تواند نشان‌گر موفقیت نسبی شرکت در تأمین مالی از طریق بدهی باشد. رویه‌های صحیح حاکمیت شرکتی می‌تواند منجر به ایجاد هماهنگی بیش‌تر در راهبری و کنترل شرکت شده و احتمالاً تأمین مالی را برای شرکت تسهیل می‌نماید.

لذا، هدف اصلی از انجام پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی از قبیل تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی که با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت ها از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت های سرمایه پذیر برخوردار هستند و می توانند رویه ها و سیاست های آن ها را تحت تاثیر قرار دهند، اندازه هیئت مدیره و استقلال هیئت مدیره با میزان بدهی استفاده شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. با توجه به مطالب مذکور، این پژوهش دارای چهار فرضیه اصلی به شرح زیر است:

۱ـ تمرکز مالکیت با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. ۲ـ مالکیت نهادی با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. ۳ـ اندازه هیئت مدیره با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. ٤ـ استقلال هیئت مدیره با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

Arhive of SID

www.SID.ir

روش پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش «علّی» یا «پس‌رویدادی» است. در این پژوهش‌ها، امکان دست‌کاری متغیرها توسط پژوهشگر و یا ایجاد شرایط «مصنوعی» و یا آزمایشگاهی توسط وی، بنا به علل متعددی امکان‌پذیر نمی‌باشد [۷]. در این مطالعه با استفاده از روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری مرتبط با موضوع از منابع داخلی و خارجی استخراج گردید. جمع‌آوری داده‌ها از طریق گزارش‌ها و صورت‌های مالی مجامع عمومی عادی و فوق‌العاده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران و استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین صورت گرفت. جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ (دوره ٦ ساله) می‌باشد، که شرایط زیر را داشته باشند: ۱- تا پایان اسفند ماه سال ۱۳۸٤ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و سال مالی آن منتهی به پایان اسفند ماه باشد. ۲- شرکت‌ها نبایستی سال مالی خود را در طی دوره مورد نظر تغییر داده باشند. ۳- اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی ۱۳۸۵ الی ۱۳۹۰ به‌طور کامل ارائه کرده باشد. ٤- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشد. بر اساس شرایط فوق‌الذکر تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب و بررسی شده است.

روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیونی در طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ با استفاده از روش داده‌های تابلویی (ترکیبی) بهره گرفته شد. جهت تحلیل آماری از نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. در این پژوهش رابطه بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و میزان جذب بدهی با استفاده از تحلیل‌های رگرسیونی ترکیبی به‌صورت رابطه (۱) بررسی شده است:

رابطه (۱)

$$LEV_{it} = \propto_{it} + \beta_1 Owncon_{it} + \beta_2 Insown_{it} + \beta_3 Brdsze_{it}\ \beta_4 Brdind_{it} + \beta_5 Size_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 Roa_{it}\ + \beta_8 Liquidity_{it} + \beta_9 TanAss_{it} + \epsilon_{it}$$

که در این رابطه داریم:

LEV_{it}: میزان جذب بدهی در شرکت i در سال t، $\propto_{it}$: عرض ازمبدأ شرکت i در سال t، $Owncon_{it}$: میزان تمرکز مالکیت در شرکت i در سال t، $Insown_{it}$: میزان مالکیت نهادی در شرکت i در سال t، $Brdsze_{it}$: اندازه هیئت مدیره در شرکت i در سال t، $Brdind_{it}$: استقلال هیئت مدیره در شرکت i در سال t، $Size_{it}$: اندازه شرکت i در سال t، $Growth_{it}$: فرصت‌های رشد شرکت i در سال t، Roa_{it}: میزان سودآوری شرکت i در سال t، $Liquidity_{it}$: نقدینگی شرکت i در سال t، $TanAss_{it}$: میزان دارایی‌های مشهود شرکت i در سال t، ϵ_{it}: خطای باقی‌مانده (پسماند) شرکت i در سال t.

متغیرهای پژوهش

۱. مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی به عنوان متغیرهای مستقل پژوهش به شرح زیر می‌باشند:

الف: تمرکز مالکیت: در این پژوهش، مجموع درصد سهام در تملک ۳ سهامدار عمده شرکت به عنوان متغیر تمرکز مالکیت در نظر گرفته شده است.

ب: مالکیت نهادی: مجموع درصد سهام شرکت که متعلق به بانک‌ها، بیمه‌ها، نهادهای مالی، شرکت‌های هلدینگ، سازمان‌ها، نهادها و شرکت‌های دولتی

Arhive of SID

www.SID.ir

می‌باشد. ج: اندازه هیئت مدیره: در این پژوهش، تعداد اعضای هیئت مدیره شرکت به عنوان اندازه هیئت مدیره در نظر گرفته شده است. د: استقلال هیئت مدیره: تعداد اعضای غیرمؤظف (مستقل) در ترکیب هیئت مدیره تقسیم بر تعداد کل اعضای هیئت مدیره، به عنوان استقلال هیئت مدیره لحاظ شده است. ۲. میزان جذب بدهی، متغیر وابسته پژوهش است که از طریق تقسیم کل بدهی‌ها بر کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی بدست می‌آید. ۳. متغیرهای کنترلی ذیل به عنوان سایر عوامل مؤثر بر میزان جذب بدهی لحاظ شده است: الف. اندازه شرکت: این متغیر از لگاریتم طبیعی دارایی‌ها در پایان سال مالی بدست می‌آید. ب. فرصت‌های رشد: این متغیر از طریق تقسیم ارزش بازار سهام بر ارزش دفتری سهام در پایان سال مالی بدست می‌آید. ج. سودآوری: این متغیر از طریق تقسیم سود قبل از بهره و مالیات به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی بدست می‌آید. د. نقدینگی: این متغیر از طریق نسبت جاری یعنی تقسیم دارایی‌های جاری بر بدهی‌های جاری در پایان سال مالی بدست می‌آید. ه. دارایی‌های مشهود: این متغیر از طریق تقسیم خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به کل دارایی‌ها در پایان سال مالی بدست می‌آید.

یافته‌های پژوهش

به‌منظور آزمون پایایی (ایستایی) متغیرهای پژوهش در طی دروه مورد بررسی از آزمون‌های ریشه واحد استفاده شده است. نتایج آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون لوین، لین و چو، در نگاره (۱) نشان می‌دهد که تمام متغیرهای پژوهش اعم از مستقل، کنترلی و وابسته در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند. البته لازم به ذکر است که متغیر اندازه هیئت مدیره در سطح اطمینان ۹۰٪ ایستا بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است.

نگاره ۱. آزمون پایایی متغیرها در طی دوره پژوهش

متغیرها / معیارها	مقدار لوین، لین و چو	احتمال لوین، لین و چو
جذب بدهی	-۲۹/۱۹	۰/۰۰۰
تمرکز مالکیت	-٤۰/۱۳	۰/۰۰۰
مالکیت نهادی	-٤٤/۷۲	۰/۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	-۱/٦۳	۰/۰۵۲
استقلال هیئت مدیره	-۱۲/۰۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	-٤۵/۸۲	۰/۰۰۰
فرصت‌های رشد	-۵٦	۰/۰۰۰
سودآوری	-۳۲/۹۹	۰/۰۰۰
نقدینگی	-۲۱/۱۹	۰/۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	-۱۹/۵۵	۰/۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی آمار توصیفی متغیرها

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) ارائه شده است. نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در نگاره (۲) نشان می‌دهد که در بین متغیرهای مستقل، متغیر اندازه هیئت مدیره دارای کم‌ترین ضریب تغییرات (حاصل تقسیم انحراف معیار بر میانگین) و پراکندگی است و لذا این متغیر در طی دوره پژوهش دارای بالاترین ثبات و پایداری بوده است. بالعکس متغیر مستقل مالکیت نهادی دارای بیش‌ترین ضریب تغییرات است که بیانگر ثبات و پایداری پایین این متغیر در طی دوره پژوهش می‌باشد. متغیر وابسته جذب بدهی در مقایسه با متغیرهای مستقل، به‌طور نسبی دارای ضریب تغییرات

Archive of SID

www.SID.ir

و پراکندگی کم‌تر و در نتیجه ثبات و پایداری بالاتری در طی دوره پژوهش بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که جذب بدهی کم‌تر تحت تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بوده و بایستی تحت تأثیر عوامل دیگری نیز باشد که در این پژوهش از آن‌ها به عنوان متغیرهای کنترلی نام برده شده است.

نتایج آمار توصیفی متغیرهای کنترلی پژوهش در نگاره (۲) نشان می‌دهد که در بین متغیرهای مذکور، متغیر اندازه شرکت دارای کم‌ترین ضریب تغییرات و پراکندگی است و لذا این متغیر در بین متغیرهای کنترلی دارای بالاترین ثبات و پایداری بوده است.

البته پایین بودن پراکندگی این متغیر، بیش‌تر به دلیل استفاده از لگاریتم طبیعی در محاسبه این متغیر است و نه ثبات و پایداری بالای آن. همچنین لازم به ذکر است که در بین متغیرهای کنترلی، فرصت‌های رشد دارای بیش‌ترین ضریب تغییرات یا پراکندگی در طی دوره پژوهش بوده است.

نگاره ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

معیارها / متغیرها	تعداد	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	ضریب تغییرات
جذب بدهی	۷۲۰	۰/۶۳	۰/۶٤	۰/۹٤	۰/۱	۰/۱۵	۰/۲٤
تمرکز مالکیت	۷۲۰	۰/۵	۰/۵۱	۰/۷۹	۰/۲۱	۰/۱۷	۰/۳٤
مالکیت نهادی	۷۲۰	۰/۵۰	۰/۵۰	۰/۹۲	۰/۰۲	۰/۲۱	۰/٤۲
اندازه هیئت مدیره	۷۲۰	۵/۰۹	۵	۷	٤	۰/۳۵	۰/۰۷
استقلال هیئت مدیره	۷۲۰	۰/۵۷	۰/۶۰	۰/۸۶	۰	۰/۱۹	۰/۳۳
اندازه شرکت	۷۲۰	۱۳/۳۲	۱۳/۲۲	۱۸/۳۲	۹/۸	۱/۳۹	۰/۱
فرصت‌های رشد	۷۲۰	۱/۹۹	۱/۵	۹/۳۶	۰/۳۱	۱/٤۵	۰/۷۳
سودآوری	۷۲۰	۰/۱۵	۰/۱٤	۰/۵۳	−۰/۱۳	۰/۰۹	۰/۶
نقدینگی	۷۲۰	۱/۲	۱/۱۹	۲/۵۹	۰/۲۲	۰/۳۹	۰/۳۳
نسبت دارایی‌های مشهود	۷۲۰	۰/۲۶	۰/۲۲	۰/۸۸	۰/۰۲	۰/۱۸	۰/۶۹

منبع: یافته‌های پژوهش

بررسی همبستگی بین متغیرهای پژوهش

همبستگی بین متغیرهای پژوهش در حالت ترکیبی در نگاره (۳) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، در بین متغیرهای مستقل، بیش‌ترین همبستگی بین تمرکز مالکیت و مالکیت نهادی (۰/۹۷) وجود داشته است.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که در دوره پژوهش، اندازه هیئت مدیره بالاترین میزان همبستگی را با شاخص اهرم مالی یعنی جذب بدهی (۰/۱۱) داشته است و در سایر موارد، ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته بسیار ضعیف بوده است.

از نتایج قابل توجه در این مرحله، همبستگی معکوس و نسبتاً بالای سودآوری و نقدینگی با هر میزان جذب بدهی بوده است. این موضوع نشان می‌دهد که در طی دوره ٦ ساله پژوهش، سودآوری و نقدینگی پایین از علل ناتوانی شرکت‌ها در جذب بدهی در ساختار سرمایه شرکت بوده است.

Arhive of SID

www.SID.ir

نگاره ۳. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

متغییرها / معیارها	جذب بدهی	تمرکز مالکیت	مالکیت نهادی	اندازه هیئت مدیره	هیئت مدیره استقلال	اندازه شرکت	فرصت‌های رشد	سودآوری	نقدینگی	نسبت دارایی‌های مشهود
جذب بدهی	۱	۰/۰۸	۰/۰۷	۰/۱۱	-۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۱۲	-۰/٤۹	-۰/٥٦	-۰/۱٤
تمرکز مالکیت		۱	۰/۹۷	-۰/۰۹	۰/۰۳	-۰/۱۱	۰/۰٥	۰/۰۹	۰/۰٥	۰/۰٤
مالکیت نهادی			۱	-۰/۰۸	۰/۰۳	-۰/۰۷	۰/۰٦	۰/۱	۰/۰۳	۰/۰۷
اندازه هیئت مدیره				۱	-۰/۰۹	۰/۰۹	۰/۰٥	-۰/۰۷	-۰/۰٥	۰/۰٦
استقلال هیئت مدیره					۱	۰/۰۲	۰/۰۹	۰/۰۸	-۰/۱۱	۰/۱٤
اندازه شرکت						۱	-۰/۰۸	۰/۱٤	-۰/۱۹	۰/۰۰۱
فرصت‌های رشد							۱	۰/۳۱	-۰/۱۳	۰/۱۱
سودآوری								۱	۰/۳۳	-۰/۰۰۱
نقدینگی									۱	-۰/٤۲
نسبت دارایی‌های مشهود										۱

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌ها

فرضیه اول: تمرکز مالکیت با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. قبل از آزمون فرضیه فوق به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است. ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر به انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر مدل داده‌های تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون F لیمر در نگاره (٤) ارائه شده است. مقدار احتمال آماره F لیمر در نگاره (٤) کم‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ بوده و لذا، برای آزمون فرضیه فوق استفاده از روش داده‌های تلفیقی منتفی است.

نگاره ٤. انتخاب داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تصادفی

رابطه (۱)			مدل
احتمال آماره آزمون	درجه آزادی	مقدار آماره آزمون	نوع آزمون
۰/۰۰۰۰	(٥٩٤ و ۱۱۹)	۱۷/۰٥	F لیمر

منبع: یافته‌های پژوهش

به دلیل عدم انتخاب مدل داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تصادفی به انجام آزمون هاسمن به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی پرداخته شده است. نتیجه آزمون هاسمن در نگاره (۵) ارائه شده است. مقدار احتمال آماره هاسمن در نگاره (۵) کم‌تر از سطح معنی‌داری ۵٪ می‌باشد؛ لذا، دلیل کافی برای رد الگوی اثرات ثابت نداشته و لذا برای آزمون فرضیه اول در سطح کل شرکت‌ها از الگوی اثرات ثابت استفاده می‌شود.

نگاره ۵. انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی

رابطه (۱)			مدل
احتمال آماره آزمون	درجه آزادی خی‌دو	مقدار آماره خی‌دو	نوع آزمون
۰/۰۰۰۰	٦	٦۹/۲۸	هاسمن

منبع: یافته‌های پژوهش

Arhive of SID

www.SID.ir

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر تمرکز مالکیت بر میزان جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها طی دوره پژوهش در نگاره (٦) ارائه شده است.

نتایج نشان می‌دهد که تمرکز مالکیت بر میزان جذب بدهی رابطه نداشته است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی بوده‌اند. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور و همچنین شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود و نقدینگی بیش‌تر، میزان استفاده از بدهی را در ساختار سرمایه خود کاهش داده‌اند.

در مقابل، تأثیر مثبت و معنی‌دار متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد بر میزان جذب بدهی حاکی از آن است که شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای فرصت رشد بیش‌تر در میزان استفاده بیش‌تر از بدهی در ساختار سرمایه موفق بوده‌اند. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین ـ واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، حدود ۸۹٪ از تغییرات میزان جذب بدهی تحت تأثیر تمرکز مالکیت و به ویژه متغیرهای کنترلی پژوهش بوده است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر تمرکز مالکیت بر میزان جذب بدهی در طی دوره پژوهش، فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع نمی‌شود.

نگاره ٦. تأثیر تمرکز مالکیت بر میزان جذب بدهی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/٤۳	۳/۹۷	۰/۰۰۰۱
تمرکز مالکیت	۰/۰٦	۱/۲۷	۰/۲۰٤۹
اندازه شرکت	۰/۰۳	٤/۳۷	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۳	۱۱/۷٤	۰/۰۰۰۰
سودآوری	−۰/۲۹	−۷/۵	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	−۰/۲۱	−۲۳/۸۷	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	−۰/۰۸	−۲/۷۱	۰/۰۰٦۹

ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین ـ واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۹۱	۰/۸۹	۱/٦۵	٤۹/۰٦	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه دوم: مالکیت نهادی با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. قبل از آزمون فرضیه فوق نیز به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است که نتایج حاکی از مناسب بودن مدل اثرات ثابت است. مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر مالکیت نهادی بر میزان جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها طی دوره پژوهش در نگاره (۷) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که مالکیت نهادی بر میزان جذب بدهی رابطه نداشته است. نتایج همچنین نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور و شرکت‌های دارای

Arhive of SID

www.SID.ir

دارایی‌های مشهود و نقدینگی بیش‌تر، میزان استفاده از بدهی را در ساختار سرمایه خود کاهش داده‌اند.

ولی شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای فرصت رشد بیش‌تر در میزان استفاده بیش‌تر از بدهی موفق بوده‌اند.

نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین ـ واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است.

نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، حدود ۸۹٪ از تغییرات میزان جذب بدهی تحت تأثیر مالکیت نهادی و به ویژه متغیرهای کنترلی پژوهش بوده است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر مالکیت نهادی بر میزان جذب بدهی در طی دوره پژوهش، فرضیه دوم پژوهش نیز مورد تأیید واقع نمی‌شود.

نگاره ۷. تأثیر مالکیت نهادی بر میزان جذب بدهی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/٤٥	٤/۱۱	۰/۰۰۰۰
مالکیت نهادی	۰/۰٤	۰/۸٥	۰/۳۹۷۲
اندازه شرکت	۰/۰۳	٤/۳٥	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۳	۱۱/۷۷	۰/۰۰۰۰
سودآوری	-۰/۲۹	-۷/٥٤	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	-۰/۲۱	-۲۳/۸٤	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	-۰/۰۸	-۲/٦۹	۰/۰۰۷۲
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین ـ واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۹۱	۰/۸۹	۱/٦٥	٤۸/۹۸	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه سوم: اندازه هیئت مدیره با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. قبل از آزمون فرضیه فوق نیز به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است که نتایج حاکی از مناسب بودن مدل اثرات ثابت است.

مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر اندازه هیئت مدیره بر میزان جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها طی دوره پژوهش در نگاره (۸) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که اندازه هیئت مدیره نیز بر میزان جذب بدهی رابطه نداشته است.

نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین ـ واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، حدود ۸۹٪ از تغییرات میزان جذب بدهی تحت تأثیر اندازه هیئت مدیره و به ویژه متغیرهای کنترلی پژوهش بوده است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر اندازه هیئت‌مدیره بر میزان جذب بدهی در طی دوره پژوهش، فرضیه سوم پژوهش نیز مورد تأیید واقع نمی‌شود.

Arhive of SID

www.SID.ir

نگاره ۸. تأثیر اندازه هیئت مدیره بر میزان جذب بدهی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/٤٦	۳/٦٥	۰/۰۰۰۳
اندازه هیئت مدیره	۰/۰۰۳	۰/۲	۰/۸۳۷۷
اندازه شرکت	۰/۰۳	٤/۳	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۳	۱۱/۷۹	۰/۰۰۰۰
سودآوری	-۰/۲۹	-۷/٥٤	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	-۰/۲۱	-۲۳/۸	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	-۰/۰۸	-۲/٦۷	۰/۰۰۷۸
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره دوربین ـ واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۹۱	۰/۸۹	۱/٦٦	٤۸/۹۲	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه چهارم: استقلال هیئت مدیره با میزان جذب بدهی توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. قبل از آزمون فرضیه فوق نیز به انتخاب الگوی مناسب برای مدل رگرسیونی پرداخته شده است که نتایج حاکی از مناسب بودن مدل اثرات ثابت است. مدل رگرسیونی ترکیبی اثرات ثابت تأثیر استقلال هیئت مدیره بر میزان جذب بدهی در سطح کل شرکت‌ها طی دوره پژوهش در نگاره (۹) ارائه شده است. نتایج نشان می‌دهد که استقلال هیئت مدیره نیز بر میزان جذب بدهی رابطه نداشته است. نتایج مربوط به آماره F نشان می‌دهد که مدل در حالت کلی معنی‌دار بوده و با توجه به آماره دوربین ـ واتسون، فاقد مشکل خودهمبستگی است. نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که در طی دوره پژوهش، حدود ۸۹٪ از تغییرات میزان جذب بدهی تحت تأثیر استقلال هیئت مدیره و به ویژه متغیرهای کنترلی پژوهش بوده است. با توجه به معنی‌دار نبودن تأثیر استقلال هیئت مدیره بر میزان جذب بدهی در طی دوره پژوهش، فرضیه چهارم پژوهش نیز مورد تأیید واقع نمی‌شود.

نگاره ۹. تأثیر استقلال هیئت مدیره بر میزان جذب بدهی

متغیرها	ضریب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	۰/٤۷	٤/٤۳	۰/۰۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	۰/۰۱	۰/٥۹	۰/٥٥۸۱
اندازه شرکت	۰/۰۳	٤/۳	۰/۰۰۰۰
فرصت‌های رشد	۰/۰۳	۱۱/۸	۰/۰۰۰۰
سودآوری	-۰/۳	-۷/٥٦	۰/۰۰۰۰
نقدینگی	-۰/۲۱	-۲۳/۸۳	۰/۰۰۰۰
نسبت دارایی‌های مشهود	-۰/۰۸	-۲/٦۸	۰/۰۰۷٥
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده	آماره دوربین ـ واتسون	مقدار آماره F	احتمال آماره F
۰/۹۱	۰/۸۹	۱/٦٦	٤۸/۹٤	۰/۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

Arhive of SID

www.SID.ir

نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد که خلاصه نتایج به شرح ذیل است: ۱. هیچ یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر میزان جذب بدهی مؤثر نبوده‌اند. ۲. متغیرهای کنترلی سودآوری، نقدینگی و نسبت دارایی‌های مشهود دارای تأثیر منفی و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی بوده‌اند. این موضوع نشان می‌دهد که شرکت‌های سودآور و همچنین شرکت‌های دارای دارایی‌های مشهود و نقدینگی بیش‌تر، کم‌تر از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده کرده‌اند. ۳. متعیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد دارای تأثیر مثبت و معنی‌دار بر میزان جذب بدهی بوده‌اند. این امر حاکی از آن است که شرکت‌های بزرگ‌تر و دارای فرصت رشد بیش‌تر، بیش‌تر از بدهی در ساختار سرمایه خود استفاده کرده‌اند.

نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر منفی سودآوری بر میزان استفاده از بدهی همراستا با نتایج پژوهش‌های دونالدسون [۱۸]، مایرز [۳۰] و مایرز و ماجلوف [۳۱] است. نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر منفی نسبت دارایی‌های مشهود بر میزان استفاده از بدهی مغایر با نتایج پژوهش‌های بهادوری [۱٤]، هوانگ و سونگ [۲۱]، جنسن و مکلینگ [۲۳]، راجان و زینگالس [۳۳] و تیتمان و وسلز [۳۵] است.

علت این امر هم پایین بودن نسبت دارایی‌های مشهود در شرکت‌های مورد بررسی به استناد نتایج آمار توصیفی این پژوهش است. نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر منفی نقدینگی بر میزان استفاده از بدهی مبتنی بر استدلال مایرز و راجان [۳۲] است. یعنی؛ زمانی‌که هزینه‌های نمایندگی نقدینگی بالا هستند، اعتباردهندگان بیرونی، میزان تأمین مالی از طریق بدهی را برای شرکت محدود می‌کنند. نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر مثبت اندازه شرکت بر میزان استفاده از بدهی همراستا با نتایج پژوهش‌های تیتمان و وسلز [۳۵] و بهادوری [۱٤] است. نتایج این پژوهش در رابطه با تأثیر مثبت فرصت‌های رشد بر میزان استفاده از بدهی مغایر با نتایج پژوهش النّجار و تیلور [۱۰] است. علت این امر پراکندگی نسبتاً زیاد این متغیر به استناد نتایج آمار توصیفی است.

با توجه به وجود رابطه منفی بین سودآوری و میزان استفاده از بدهی، به مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که جهت موفقیت در تأمین مالی بیش‌تر از طریق بدهی‌ها به وضعیت سودآوری جاری توجه داشته باشند.

با توجه به وجود رابطه منفی بین نقدینگی و میزان دارایی‌های مشهود با میزان استفاده از بدهی، به مدیران مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که در تصمیمات تأمین مالی خود به این موضوع یعنی ترکیب بهینه دارایی‌ها توجه داشته باشند. با توجه به وجود رابطه منفی بین سودآوری و میزان استفاده از بدهی، به وام‌دهندگان به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود که جهت اطمینان از بازگشت اصل و فرع سرمایه خود به تقدم و تأخر سودآوری و میزان وام در اختیار شرکت‌ها توجه داشته باشند.

منابع

۱ـ آقایی، محمدعلی و حسن حسنی. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر انگیزه‌های شخصی مدیران و متغیرهای حاکمیت شرکتی بر چسبندگی هزینه‌ها

Arhive of SID

www.SID.ir

در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال ششم، شماره ٤، صص ۱۰۹-۱۲۸.

۲ـ اسلامی بیدگلی، غلامرضا و طهماسب مظاهری. (۱۳۸۸). بررسی نظریه‌های توازی ایستا و سلسله مراتبی در تبیین ساختار سرمایه شرکت‌ها در بورس اوراق بهادارتهران. *تحقیقات حسابداری*، سال اول، شماره ۳، صص ۲۱-٤ .

۳ـ ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان. (۱۳۸۹). بررسی رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد. *مجله دانش حسابداری*، سال اول، شماره۱، صص۷۲-۵۳.

٤ـ حساس‌یگانه، یحیی، رئیسی، زهره و سید مجتبی حسینی. (۱۳۸۸). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه علوم مدیریت ایران*، سال چهارم، شماره۱۳، صص۱۰۰-۷۵.

۵ـ رهبری خرازی، مهسا. (۱۳۸۵). اصول حاکمیت شرکتی. *شرکت اطلاع رسانی بورس*.

٦ـ سید امیری، نادر، تهرانی رضا و وینا ترجمان. (۱۳۸۸). بررسی الگویی برای تعیین ساختار سرمایه در کسب و کارهای خانوادگی (مطالعه موردی: صنعت نساجی و نفت). *توسعه کارآفرینی*، سال اول، شماره۳، صص۱۹۰-۱۵۹.

۷ـ سید عباس‌زاده، میر محمد. (۱۳۸۰). *روش‌های عملی پژوهش در علوم انسانی*. دانشگاه ارومیه، ارومیه.

۸ـ مکرمی، یداله. (۱۳۸۵). اصول نظام راهبری بنگاه. *فصلنامه حسابرسی*، سال هشتم، شماره۳۲، ص ٤۰.

9- Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian listed Firms. *Corporate Governance*, Vol. 7, Pp. 83-92.

10- Al-najjar, B. & Taylor, P. (2008). The Relationship between Capital Structure and Ownership Structure. Managerial *Finance*, Vol. 34, Pp. 919-933.

11- Arping, S., & Sautner, Z. (2010). Corporate Governance and Leverage: Evidence from a Natural Experiment. *Finance Research Letters*, Vol. 7, Pp. 127–134.

12- Bajaj, M., Chan, Y. & Dasgupta, S. (1998). The Relationship between Ownership, Financing Decisions and Firm Performance: A Signaling Model. *International Economic Review*, Vol. 39, Pp. 723-744.

13- Berger, P., Ofek, E. & Yermack, D. (1997*). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions. Journal of Finance*, Vol. 52, Pp. 1411-1438.

14- Bhaduri, S. (2002). Determinants of Corporate Borrowing: Some Evidence from the Indian Corporate Structure. *Journal of Economic and Finance*, Vol. 26, Pp. 200-215.

15- Bokpin, G. A. & Arko, A. C. (2009). Ownership Structure, Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Firms, Empirical Evidence from Ghana. *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, Pp. 246-256.

16- Brailsford, T. J., Oliver, B. R. & Pua, S. L. H. (2002). On the Relation between Ownership Structure and Capital Structure. *Accounting and Finance*, Vol. 42, Pp. 1-26.

17- Cremers, M., Nair, V., & Wei, C. (2004). The Congruence of Shareholder and Bondholder Governance. *NYU Law and Economics Research Paper*, Vol. 04-007, Pp. 1-41.

18- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity*: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. *Harvard Graduate School of Business Administration*, Division of Research, Harvard University, Boston, M.A.

Archive of SID

www.SID.ir

19- Florackis, Ch., & Ozkan, A. (2009). Managerial Incentives and Corporate Leverage: Evidence from the United Kingdom. *Accounting and Finance*, Vol. 49, Pp. 531–553.

20- Hasan A. S. & Butt, A. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, Pp. 50-57.

21- Huang, S. G. & Song, F. M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, Vol. 17, Pp. 1-23.

22- Jensen, M. E. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, Pp. 323-329.

23- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. Journal of Finance Economics, 3, 305-360.

24- Klock, M. S., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2005). Does Corporate Governance Matter to Bondholders? , *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, Pp. 693–719.

25- Leland, H. E. & Pyle, D. H. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, Vol. 32, Pp. 371-378.

26- Mahmoud Agha, M. (2010). Business School. *University of Western Australia*, 35 Stirling Highway, Perth, Australia.

27- Modigiliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance & the Theory of Investment. *American Economic Review*, Vol. 48, Pp. 261-297.

28- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, Vol. 53, Pp. 433-443.

29- Moh'd, M. A., Perry, L. G. & Rimbey, J. N. (1998). The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: A Time Series Cross-Sectional Analysis. *The Financial Review*, Vol.33, Pp. 85-98.

30- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, Vol. 39, Pp. 575-592.

31- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, Pp. 187-221.

32- Myers, S.C. & Rajan, R. G. (1998). The Paradox of Liquidity. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, Pp. 733-771.

33- Rajan, R. G. & Zingales, L. (1995). What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, Vol. 50, Pp. 1421-1460.

34- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*,Vol. 26, Pp. 3–27.

35- Titman, S. & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *Journal of Finance*, Vol. 43, Pp. 1-19.

36- Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *American Economic Review*, Vol. 86, Pp. 1197–1215.

Arhive of SID

www.SID.ir

The Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Debt Absorption Magnitude of Listed Companies in Tehran Stock Exchange

Y. Hassas yeganeh
Assistant Professor of Management and Accounting, Allameh Tabatabaii University, Tehran, Iran
K. Sheykhy
Ph. D. Student in Accounting, Allameh Tabatabaii University, Tehran, Iran
E. Dargahi
Ph. D. Student in Accounting, Tehran University, Tehran, Iran
*** S. M. Parchini parchin**
MSc. Faculty of Economic Science, Mazandaran University, Babolsar, Iran

Abstract
The aim of this research is to investigate the relationship between the corporate governance mechanisms and the debt absorption magnitude of listed companies in Tehran Stock Exchange. In this study, the corporate governance mechanisms include ownership centralization, institutional ownership, director board size, and director board independence. The liabilities to assets ratio is used to measure debt absorption magnitude, and also, company's size, growth opportunity, profitability, liquidity, and tangible assets ratios as control variables. As the research sample, 120 companies are investigated during 2007-2012. The panel regression analysis (with fixed effect) is incorporated to test the hypotheses. The findings indicate that none of the corporate governance mechanisms have an impact on financial leverage. Also, the results show that the profitability, the liquidity and tangible assets ratio have a negative and significant impact on the debt absorption magnitude. However, the size of company and the growth opportunity have a direct impact factor on the debt absorption magnitude.

Keywords: Ownership Centralization, Institutional Ownership, Director Board Size, Director Board Independence, Debt Absorption Magnitude.

Archive of SID

* parchini.mahdi@gmail.com

www.SID.ir