بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها

بیت الله اکبری‌مقدم[۱]، عبدالله پیری[۲.*]

[۱]دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، ایران

[۲]دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی قزوین، ایران (عهده‌دار مکاتبات)

تاریخ دریافت: مهر۱۳۸۹. تاریخ داوری: مهر۱۳۸۹. تاریخ پذیرش: فروردین ۱۳۹۰

چکیده

هدف این تحقیق بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بنابراین تعداد ۷۴ شرکت در طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ (دوره زمانی ۵ ساله) با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفت. نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره و دوگانگی از مکانیزم‌های درونی و سرمایه‌گذاران نهادی و سرمایه‌گذاران حقیقی از مکانیزم‌های بیرونی حاکمیت شرکتی در این تحقیق مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین نسبت اعضای غیرموظف هیئت‌مدیره و ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری وجود دارد ولی ارتباط معنادار بین دوگانگی و ساختار سرمایه تأیید نشد. همچنین بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران و سرمایه‌گذاران حقیقی با ساختار سرمایه ارتباط معنادار آماری مشاهده نشد.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، دوگانگی، نسبت مدیران غیر موظف، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران حقیقی.

۱- مقدمه

امروزه ساختار سرمایه[۱] به عنوان مهم‌ترین عامل مؤثر بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها مطرح گردیده و درجه‌بندی شرکت‌ها نیز از لحاظ اعتباری به ساختار سرمایه آنها وابسته است [۲۰]. مودیگلیانی و میلر [۱۸] برای اولین بار بحث ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و بیان کردند که تحت مفروضات خاصی از جمله وجود بازار رقابت کامل، عدم وجود مالیات بر درآمد و عدم وجود هزینه‌های ورشکستگی، ارزش شرکت، مستقل از ساختار سرمایه آن است. مودیگلیانی و میلر در سالهای بعد، با در نظرگرفتن عامل مالیات بر درآمد شرکت، نظریه اولیه خود را مورد تجدید نظر قرار داده و استدلال نمودند که، با توجه به اینکه بدهی برای شرکت‌ها سپر مالیاتی ایجاد می‌کند، پس ترجیحاً از بین منابع مختلف تأمین مالی، از بدهی استفاده می‌کنند. زیرا استفاده بیشتر از بدهی موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد.

تحقیقات قابل توجهی به بررسی تأثیر هزینه‌های نمایندگی در تأمین مالی شرکت‌ها پس از انتشار مقاله جنسن و مک لینگ [۱۷] پرداخته‌اند، تئوری نمایندگی[۲] که مبتنی بر تعارض سهام‌داران و مدیران شرکت است، بر تصمیم‌گیری در خصوص تأمین مالی مؤثر است [۱۹]. از طرفی حاکمیت شرکتی[۳] یکی از سازوکارهای اصلی در کاهش هزینه‌های نمایندگی است و مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی خوب بر بهتر شدن عملکرد و افزایش ارزش شرکت‌ها تأثیرگذار می‌باشد.

هدف مالکان شرکت‌ها حداکثرسازی ثروت است. برای رسیدن به این هدف، بر کار مدیران و نمایندگان خود نظارت می‌کنند تا از روش‌هایی در تأمین مالی استفاده نمایند که آنها را به هدف نهاییِ رسیدن به حداکثر ثروت نزدیک‌تر کند. پس سؤال اصلی این است که آیا مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر دارد؟ با دستیابی به جواب این سؤال می‌توان جهت رسیدن به ساختار سرمایه بهینه اقدامات مطلوب‌تری را انجام داد. سهام‌داران و تصمیم‌گیرندگان اصلی شرکت‌ها نیز به منظور دستیابی به ساختار سرمایه مطلوب، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را مورد توجه قرار خواهند داد.

بنابراین انجام این پژوهش دارای اهمیت و ضرورت خاص نیز می‌باشد. هدف اصلی این پژوهش، بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها است. اینکه کدام یک از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تأثیر بیشتری دارند، در درجه دوم اهمیت قرار دارد. در ادامه این مقاله، مبانی نظری و پیشینه تحقیقات مربوط به

* Abdullah.piri@gmail.com

1- Capital structure

2- Agency Theory

3- Corporate Governance

Archive of SID

www.SID.ir

موضوع حاضر تشریح می‌شود و در بخش‌های بعدی روش‌شناسی پژوهش و یافته‌ها و نتایج تحقیق ارایه میگردد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در این مقاله نسبت مجموع بدهی به دارایی‌های شرکت به عنوان شاخص تعیین ساختار سرمایه می‌باشد. این نسبت نشان می‌دهد که شرکت‌ها در تأمین مالی خود چه مقدار از بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت استفاده می‌کنند. از طرفی حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از مکانیزم‌های کنترلی داخلی و خارجی شرکت‌هاست که به مالکان امکان می‌دهد فعالیت‌های شرکت و خصوصاً فعالیت‌های مدیران شرکت را کنترل نمایند. شرکتی با مکانیزم‌های خوب حاکمیت شرکتی مثل تفکیک نقش‌ها یا تعادل بین اعضای موظف و غیر موظف اثربخشی بیشتری را در نظارت و کنترل مدیران نشان می‌دهد [۷]. مکانیزم‌های داخلی حاکمیت شرکتی در رفتار و عملکرد شرکت‌ها دارای اهمیت زیادی می‌باشند. برای مؤثر واقع شدن این مکانیزم‌ها لازم است که عوامل و مکانیزم‌های خارجی حاکمیت شرکتی نیز از آنها حمایت کنند. تحقیقات بسیاری در تأیید منافع مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مطلوب برای شرکت‌ها انجام شده است. این منافع از طریق دسترسی به تأمین مالی بیشتر، هزینه سرمایه کمتر، عملکرد مطلوب شرکت و برخورد مناسب با همه ذینفعان حاصل می‌شود [۱۱]. در ادبیات موجود، نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره و دوگانگی به عنوان مکانیزم‌های درونی و سهام‌داران نهادی و حقیقی به عنوان مکانیزم‌های بیرونی مطرح می‌باشد. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف در ترکیب هیئت مدیره شرکت‌ها به عنوان افرادی مستقل، موجب کاهش تضاد منافع میان سهام‌داران و مدیران شرکت خواهد شد [۱۳]. بر اساس همین تئوری نقش مدیر عامل بایستی از اعضای هیئت مدیره جدا شود، زیرا اگر یک شخص هم عضو هیئت مدیره شرکت باشد و هم مسئولیت مدیرعاملی را به عهده داشته باشد، بر سایر اعضای هیئت مدیره نفوذ بیشتری خواهد داشت و درنهایت می‌تواند عدم مؤثر بودن اعضای هیئت مدیره را در نظارت و کنترل بر اعمال و رفتار مدیرعامل فراهم نماید [۱۶]. از طرفی سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذارانی حرفه‌ای هستند و تمرکز بلندمدت نسبت به دیگر سهامداران دارند، که این امر موجب می‌شود این سرمایه‌گذاران نظارت و کنترل بیشتری بر اعمال و رفتار مدیران شرکت داشته باشند. سرمایه‌گذاران حقیقی نیز به صورت مستقیم در انتخاب اعضای هیئت مدیره مؤثرند و بر عملکرد مدیران نظارت دارند [۲۴]. تمرکز سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی موجب کاهش تضاد منافع و هزینه‌های نمایندگی می‌گردد [۱۶].

۲-۱. پژوهش‌های خارجی

جنسن [۱۵] بیان کرد که بدهی بیشتر با اندازه بزرگتر هیئت مدیره همراه است و شرکت‌های با درصد بالای مدیران مستقل (غیر موظف) بدهی بیشتری را مورد استفاده قرار می‌دهند. اگر چه برگر و دیگران [۸] نتیجه گرفتند که اندازه بزرگ هیئت مدیره با اهرم مالی پایین همراه است. تحقیقات تجربی آبور [۶] نیز نشان داد که یک رابطه مثبت و معنادار آماری بین ساختار سرمایه با اندازه هیئت مدیره شرکت، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیر ارشد اجرایی (مدیر عامل) وجود دارد. نتایج حاصل از این تحقیق همچنین حاکی است که در شرکت‌های مورد مطالعه، بزرگ بودن اندازه هیئت مدیره، درصد بالای مدیران غیر موظف و دوگانگی مدیر ارشد با نسبت بیشتر بدهی همراه است. از طرفی وِن و دیگران [۲۳] نیز رابطه مثبت بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه و رابطه منفی بین تعداد اعضای غیر موظف در هیئت مدیره با اهرم مالی را یافتند. همچنین آنها نتیجه گرفتند که تعداد زیاد اعضای هیئت مدیره فرآیند تصمیم‌گیری را با مشکل مواجه می‌سازد و موجب افزایش بدهی در شرکت‌ها میگردد. طبق تحقیقات فاسبِرگ [۱۴] نیز شرکت‌های با مدیریت دوگانه بیشتر تمایل به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه دارند. بوک‌پین و آرکو [۹] با استفاده از داده‌های سالهای ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۷ بورس کشور غنا به این نتیجه رسیدند که سهام‌داران مدیریتی به صورت مثبت و معنادار در انتخاب نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام تأثیرگذار است و اندازه هیئت مدیره رابطه مثبت و معنادار آماری با ساختار سرمایه دارد. برگر و دیگران [۸] نتیجه گرفتند که اهرم مالی پایین در شرکت‌های با سهام‌داران عمده همراه نیستند. یعنی در شرکت‌های با تمرکز مالکیت بالا، درجه استفاده از اهرم مالی و نسبت بدهی به دارایی نیز بیشتر است. همچنین برایلس فورد و دیگران [۱۰] نتیجه گرفتند که شرکت‌های با سهام‌داران بلوکی خارجی نسبت بدهی پایین‌تری دارند. پیندادو و دی‌لا توره [۲۱] نیز رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی را یافتند.

نتایج تحقیق تامسون و پیدرسن [۲۲] نشان داد که مالکان بزرگ مثل بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالی شرکت‌ها خیلی تأثیرگذارند. به خصوص، آنها مخالف ریسک بالا، نسبت بدهی پایین‌تر و حقوق صاحبان سهام بالاتری هستند. درای فیلد و دیگران [۱۲] رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی در شرکت‌های اندونزی، مالزی و تایلند یافتند. نتایج این تحقیق بیان کرد که تمرکز مالکیت منجر به مکانیزم‌های نظارتی مؤثرتر می‌شود.

۲-۲. پژوهش‌های داخلی

مشایخ و اسماعیلی [۴] رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیر موظف را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. در این تحقیق تعداد ۱۳۵ شرکت به عنوان نمونه در طی دوره زمانی ۱۳۸۳- ۱۳۸۱ انتخاب شد. نتایج این پژوهش نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره رابطه‌ای وجود ندارد. همچنین تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نقش بااهمیتی ندارند.

رهنمای رودپشتی و اصلانی [۳] ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

Archive of SID

www.SID.ir

بهادار تهران را مورد مطالعه قرار دادند. در تحقیق مذکور با استفاده از اطلاعات انتشار یافته سازمان بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳-۱۳۷۹، رابطه بین تمرکز مالکیت و اندازه شرکت‌ها و ارتباط آنان با روش‌های تأمین مالی (سود انباشته، ایجاد بدهی، انتشار سهام) بررسی شده است. نتایج این تحقیق نشان داده است که با افزایش اندازه شرکت‌ها بر میزان سودآوری به طور معناداری افزوده می‌شود. با افزایش تمرکز مالکیت بر میزان تأمین مالی از طریق ایجاد بدهی نیز به طور معناداری افزوده می‌شود.

نمازی و کرمانی [۵] تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. این تحقیق با استفاده از نمونه آماری شامل ۶۶ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ انجام شد. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که، رابطه معنادار و منفی بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت و رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود دارد. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تأثیر می‌گذارد و در مالکیت خصوصی نیز بهتر است که مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. به طور کلی نتایج این تحقیق نشان داده است که بین ساختار مالکیت و عملکرد آنها رابطه معناداری وجود دارد.

خدادادی و آقاجری] [در تحقیقی به ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های تقسیم سود پرداخته‌اند. این تحقیق با استفاده از مدل‌های رگرسیون کمترین مربعات خطا و مدل لجستیک انجام شده است. نتیجه حاصل از این تحقیق نشان داده است که بین ساختار مالکیت و سیاست تقسیم سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج آزمون لجستیک حاکی از تأثیر معنادار ساختار مالکیت بر سیاست‌های تقسیم سود است.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده قبلی و همچنین سؤال اصلی، این پژوهش دارای چهار فرضیه به شرح زیر است:

فرضیه اول: بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین دوگانگی (هم مدیرعامل و هم عضوهیئت مدیره بودن) و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه سوم: بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

فرضیه چهارم: بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی (شخصی) و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

۴- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر تحقیقی توصیفی است که سعی در توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری دارد و از لحاظ هدف نیز از نوع تحقیقات کاربردی است. همچنین طرح پژوهش از نوع نیمه تجربی و با استفاده از رویکرد پس رویدادی (داده‌های تاریخی) می‌باشد.

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ است و نمونه تحقیق شامل شرکت‌هایی است که تا پایان سال ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند، جزء بانکها و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بیمه نباشند، دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد، طی دوره زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند و اطلاعات مورد نیاز این پژوهش را در دوره زمانی تحقیق به طور کامل ارائه کرده باشند. با توجه به شرایط و محدودیت‌های اعمال شده تعداد ۷۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند.

داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای انجام این پژوهش به دو روش کتابخانه-ای و میدانی بدست آمده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری و تحقیقات انجام شده در زمینه موضوع پژوهش، از کتب و مجلات گردآوری گردید. در بخش میدانی نیز داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و گزارش سالانه هیئت مدیره، یادداشت‌های توضیحی و همچنین با استفاده از اطلاعات موجود در سایت‌های رسمی بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری و محاسبات اولیه مورد نیاز در صفحه گسترده اکسل انجام شد. سپس تجزیه و تحلیل نهایی با استفاده از نرم افزار SPSS و از طریق اجرای الگوی رگرسیون چند متغیره[4] انجام شده است. همچنین روش‌های آماری زیر نیز در الگوی رگرسیونی مورد بررسی قرار گرفتند:

۱) معناداری الگو و ضرایب ، ۲) خود همبستگی بین متغیرهای مستقل و ۳) ضریب تعیین تعدیل شده

معناداری الگو با استفاده از آماره F در جدول ANOVA و معناداری ضرایب از طریق آماره t مورد بررسی قرار گرفت. برای بررسی وجود خود همبستگی بین متغیرهای مستقل از آزمون دوربین واتسون استفاده شد. ضریب تعیین نیز میزان تغییرپذیری متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد. الگوی کلی مورد استفاده در این تحقیق به صورت زیر است:

$$CAPS_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CGMECH_{\mathrm{it}} + \alpha_2 \mathrm{TANGIB}_{\mathrm{it}} + \alpha_3 DPR_{\mathrm{it}} + \alpha_4 \mathrm{SIZE}_{\mathrm{it}} + \varepsilon_0 \quad (۱)$$

در مدل فوق CAPS متغیر وابسته تحقیق است که از تقسیم کل بدهی‌ها (بدهی‌های بلند مدت و کوتاه مدت) بر مجموع دارایی‌های شرکت به دست آمده است.

CGMECH بیانگر متغیر مستقل تحقیق است که در این تحقیق برای آزمون هر یک از فرضیات، از مدل‌های رگرسیونی جداگانه‌ای با در نظر گرفتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی مورد بررسی یعنی، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، دوگانگی، درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران

4- Multiple Regression Model

Archive of SID

www.SID.ir

نهادی و درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی (شخصی) استفاده شده است. در زیر نحوه محاسبه متغیرهای مستقل آورده شده است:

- نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره: از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره بر کل اعضای هیئت مدیره به دست می‌آید. عضو غیر موظف، عضو پاره‌وقت هیئت مدیره است که فاقد مسئولیت اجرایی است.

- دوگانگی : دوگانگی عبارت است از اینکه مدیر عامل، عضو هیئت مدیره شرکت نیز باشد. به عبارت دیگر یکی از اعضای هیئت مدیره، مسئولیت مدیر عاملی شرکت را نیز بر عهده داشته باشد.

- درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط نهادها، شرکت‌های بیمه و بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و نیمه دولتی و مؤسسات سرمایه‌گذاری و در کل اشخاص حقوقی است.

- درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی (شخصی): برابر درصد سهام نگهداری شده توسط کارکنان شرکت، افراد عادی، خانواده‌ها و به طور کلی اشخاص حقیقی است.

در یک تحقیق، اثر تمامی متغیرها را بر یکدیگر نمی‌توان به صورت همزمان مورد مطالعه قرار داد. بنابراین محقق، اثر برخی از متغیرها را کنترل می‌کند. متغیرهای کنترلی تحقیق از نتایج تحقیقات قبلی شناسایی می‌شود [۱]. بر اساس تحقیقات انجام شده، نسبت دارایی‌های مشهود (TANGIB)، درصد سود تقسیمی (DPR) و اندازه شرکت (SIZE) جهت کنترل سایر عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت در نظر گرفته شده است که روش محاسبه آنها به صورت زیر می‌باشد:

- نسبت دارایی‌های مشهود: این نسبت از تقسیم دارایی‌های مشهود (ثابت) بر کل دارایی‌های شرکت بدست آمده است.

- درصد سود تقسیمی: درصد سود تقسیمی عبارت از میزان سود تقسیم شده بین سهام‌داران نسبت به سود خالص شرکت می‌باشد.

- اندازه شرکت: در این پژوهش اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم طبیعی فروش خالص شرکت در پایان سال محاسبه شد.

۵- یافته‌های تحقیق

در گام اول و قبل از آزمون فرضیه‌های تحقیق، برای خلاصه کردن داده‌ها، آمارهای توصیفی داده‌های تحقیق مورد محاسبه قرار گرفت. جدول شماره ۱ شاخص‌های آماری میانگین، حداکثر، حداقل و انحراف معیار متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. همانطور که جدول شماره ۱ نشان می‌دهد؛ میانگین نسبت کل بدهی به مجموع دارایی‌ها ۰/۶۹ و حداکثر و حداقل آن به ترتیب ۱/۱۸ و ۰/۳۹ می‌باشد. میانگین دوگانگی ۰/۸۶ است که نشان می‌دهد اکثر مدیر عامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در هیئت مدیره نیز عضو می‌باشند.

میانگین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره ۰/۵۹۸ و حداکثر و حداقل آن ۰/۸۵ و ۰/۲۰ می‌باشد. میانگین به دست آمده برای درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی (شخصی) به ترتیب ۵۶/۸۳ و ۴۳/۱۶ درصد است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران درصد بیشتری از سهام را در اختیار دارند. درصد سود تقسیمی نیز با توجه به حداکثر و حداقل به دست آمده یعنی ۱۰۴/۵۶ و ۰/۰۰ درصد تفاوت قابل ملاحظه‌ای را در شرکت‌ها نشان می‌دهد.

جدول (۱): آمارهای توصیفی متغیرهای مورد استفاده در تحقیق

نام متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
نسبت کل بدهی به مجموع دارایی‌ها	۰/۶۹	۱/۱۸	۰/۳۹	۰/۱۶
نسبت اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره	۰/۵۹	۰/۸۵	۰/۲۰	۰/۱۵
دوگانگی	۰/۸۶	۱	۰/۰۰	۰/۲۹
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی	۵۶/۸۳	۹۸/۸۰	۳/۲۶	۳۱/۰۴
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی	۴۳/۱۶	۹۶/۷۴	۱/۰۶	۳۱/۰۵
نسبت دارایی مشهود	۰/۱۸	۱/۷۵	۰/۰۴	۰/۲۳
درصد سود تقسیمی	۶۸/۸۳	۱۰۴/۵۶	۰/۰۰	۲۶/۴۶
فروش*	۷۴۲۵۷۸	۶۳۰۲۹۸۰	۵۴۶۶۸	۱۱۹۲۹۹
لگاریتم طبیعی فروش	۱۲/۸۲	۱۵/۶۶	۱۰/۹۱	۱/۰۸

* اعداد به میلیون ریال می‌باشد.

جهت آزمون فرضیه‌های تحقیق، از الگوهای جداگانه‌ای بر اساس مکانیزم‌های مورد بررسی حاکمیت شرکتی یعنی؛ نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره، دوگانگی، درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی استفاده شد.

فرضیه اول: بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول در جدول شماره ۲ منعکس شده است. سطح معناداری الگوی رگرسیونی ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۱۶/۸۲۲ است که نشان می‌دهد الگو در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار می‌باشد. از طرفی سطح معناداری متغیر مستقل (نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره) ۰/۰۰۷ و ضریب آن نیز منفی می‌باشد که نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنادار بین متغیر مستقل با متغیر وابسته است. پس می‌توان گفت که بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

جدول (۲): نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آماره t
عرض از مبداء	۰/۰۰۳	۰/۵۵۱	۳/۰۵۶
نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره	۰/۰۰۷	-۰/۲۵۸	-۲/۸۰۵
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۰۷۰	۰/۱۱۱	۱/۸۴۳
درصد سود تقسیمی	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۷/۴۷۴
اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۴۳	۳/۲۵۰

Durbin-Watson stat: 1/974 — F- stat: 16/822
Sig F- Stat: 0/000 — R square: 0/494
Adjusted R square: 0/464

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیه دوم: بین دوگانگی (هم مدیرعامل و هم عضو هیئت‌مدیره‌بودن) و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم در جدول شماره ۳ منعکس شده است. سطح معناداری الگوی رگرسیونی مربوط به این فرضیه ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۱۳/۸۹۵ است که بیانگر معناداربودن الگو در سطح اطمینان ۹۹ درصد می‌باشد. ولی با توجه به آماره t مربوط به متغیر مستقل (دوگانگی) وجود رابطه معنادار آن با متغیر وابسته تأیید نشد. پس می‌توان گفت که بین دوگانگی و ساختار سرمایه شرکت ارتباط معناداری وجود ندارد.

جدول (۳): نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آمارهt
عرض از مبداء	۰/۰۵۳	۰/۳۴۶	۱/۹۶۹
دوگانگی	۰/۴۶۵	۰/۰۵۸	۱/۱۲۴
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۱۵۷	۰/۰۸۹	۱/۴۲۹
درصد سود تقسیمی	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۷/۰۴۰
اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۴۴	۳/۱۴۰

Durbin-Watson stat: 2/009 F- stat: 13/895
Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/446 Adjusted R square: 0/414

فرضیه سوم: بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون این فرضیه در جدول شماره ۴ نشان داده شده است. سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F مربوط به آن ۱۳/۴۷۸ می‌باشد که حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۹٪ الگو معنادار بوده و می‌توان از آن استفاده کرد. ولی با توجه به آماره t مربوط به متغیر مستقل وجود رابطه معنادار آن با متغیر وابسته را نمی‌توان پذیرفت. پس می‌توان گفت که بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول (۴): نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آمارهt
عرض از مبداء	۰/۰۴۱	۰/۳۶۸	۲/۰۸۶
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۵۷۲	۰/۰۰۰	/۵۶۸
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۲۱۷	۰/۰۸۰	۱/۲۴۵
درصد سود تقسیمی	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۶/۷۹۳
اندازه شرکت	۰/۰۰۲	۰/۰۴۵	۳/۱۵۵

Durbin-Watson stat: 1/957 F- stat: 13/478
Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/439
Adjusted R square: 0/406

فرضیه چهارم: بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی (شخصی) و ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم در جدول ۵ منعکس شده است. با توجه به اینکه سطح معناداری الگو ۰/۰۰۰ و آماره F آن ۱۳/۸۴۶ می‌باشد، می‌توان گفت که الگو مناسب بوده و در سطح اطمینان ۹۹٪ معنادار است. از طرفی با توجه به آماره t مربوط به متغیر مستقل که ۰/۱۴۷ است، وجود رابطه معنادار بین آن با متغیر وابسته تأیید نشد. پس می‌توان گفت که بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد.

جدول (۵): نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آمارهt
عرض از مبداء	۰/۰۰۹	۰/۴۸۷	۲/۶۹۴
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی	۰/۱۴۷	۰/۰۰۰	-۱/۴۶۷
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۱۴۶	۰/۰۹۰	۱/۴۷۰
درصد سود تقسیمی	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۶/۸۸۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۷	/۰۳۹۰	-۱/۴۶۷

Durbin-Watson stat: 2/032 F- stat: 13/846
Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/449
Adjusted R square: 0/416

۶- نتایج آزمون الگوی کلی

پس از آزمون فرضیه‌های تحقیق، الگوی رگرسیونی کلی با درنظر گرفتن مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و متغیرهای کنترلی آزمون شد. که نتایج مربوط به آن در جدول شماره ۶ منعکس شده است. سطح معناداری الگوی کلی ۰/۰۰۰ و آماره F آن نیز ۹/۸۵۰ است که نشان می‌دهد الگوی رگرسیونی چند متغیره کلی نیز معنادار و مناسب بوده و می‌توان از آن استفاده کرد. در الگوی کلی از بین متغیرهای مستقل سطح معناداری نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره ۰/۰۳۶ و سطح معناداری درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی ۰/۰۶۸ می‌باشد که نشان می‌دهد نسبت اعضای غیر موظف در سطح اطمینان ۹۵ درصد و درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی در سطح اطمینان ۹۰ درصد با ساختار سرمایه ارتباط معناداری دارند. ولی با توجه به آماره t متغیرهای مستقل؛ دوگانگی و درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی وجود رابطه معنادار آنها با ساختار سرمایه تأیید نشد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده الگوی کلی ۰/۴۶۲ است و می‌توان گفت که حدود ۴۶ درصد از تغییرات ساختار سرمایه (نسبت بدهی به دارایی) شرکت‌ها توسط یک یا چند تا از متغیرهای مستقل و کنترلی تبیین می‌شود.

جدول (۶): نتایج حاصل از آزمون الگوی کلی

نام متغیر	سطح معناداری	ضریب استاندارد شده	آمارهt
عرض از مبداء	۰/۰۰۴	۰/۵۵۷	۳/۰۲۲
نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره	۰/۰۳۶	-۰/۲۱۱	-۲/۱۴۵
دوگانگی	۰/۶۵۰	۰/۰۲۴	/۴۵۵
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۱۷۸	۰/۰۰۱	۱/۳۶۳
درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران حقیقی	۰/۰۶۸	۰/۰۰۱	۱/۸۵۴
نسبت دارایی‌های مشهود	۰/۰۹۷	۰/۱۰۲	۱/۶۸۴
درصد سود تقسیمی	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۴	-۷//۳۹۸
اندازه شرکت	۰/۰۱۶	۰/۰۳۴	۲/۴۶۹

Durbin-Watson stat: 2/030 F- stat: 9/850
Sig F- Stat: 0/000 R square: 0/515 Adjusted R square: 0/462

Archive of SID

www.SID.ir

۷- بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش چهار فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. در فرضیه اول، رابطه بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره با ساختار سرمایه بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان داد که بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. یعنی بالا بودن نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره باعث کاهش نسبت مجموع بدهی به دارایی‌ها می‌شود. این نتیجه بیانگر آن است که اعضای غیر موظف هیئت مدیره تمایل کمتری به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت دارند. به عبارت دیگر مدیران غیر موظف در تأمین مالی شرکت کمتر از بدهی‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت استفاده می‌کنند. نتیجه این فرضیه با نتیجه تحقیق ون و دیگران [۲۳] مطابقت دارد ولی با نتایج تحقیقات جنسن [۱۵] و آبور [۶] متفاوت می‌باشد که آنها رابطه مثبت بین مدیران غیر موظف با ساختار سرمایه را یافته بودند.

در فرضیه دوم رابطه بین دوگانگی (هم مدیرعامل و هم عضو هیئت مدیره بودن) با ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه حاکی از آن است که بین دوگانگی و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود ندارد. این نتیجه با نتیجه تحقیق آبور [۶] متفاوت می‌باشد. پژوهش مذکور رابطه مثبت و معنادار آماری را بین ساختار سرمایه و دوگانگی مدیر ارشد اجرایی (مدیر عامل) یافته است. همچنین نتیجه این پژوهش با نتیجه تحقیقات فاسبرگ [۱۴] نیز متفاوت می‌باشد که بیان کرده بود، شرکت‌های با مدیریت دوگانه بیشتر تمایل به استفاده از بدهی در ساختار سرمایه دارند.

در فرضیه‌های سوم و چهارم به ترتیب رابطه بین درصد سهام در اختیار سرمایه‌گذاران نهادی و حقیقی (شخصی) با ساختار سرمایه مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از این فرضیه‌ها نشان داد که بین نوع مالکیت (نهادی یا حقیقی) با ساختار سرمایه ارتباط معناداری وجود ندارد. این نتیجه نشان می‌دهد که سهام‌داران نهادی و حقیقی در تعیین ساختار سرمایه تأثیرگذار نیستند. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه‌ها با نتیجه تحقیق تامسون و پیدرسِن [۲۲] متفاوت می‌باشد. آنها در تحقیق خود نشان دادند که مالکان بزرگ مثل بانک‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی در ساختار مالی شرکت‌ها خیلی تأثیرگذار هستند. به طور کلی مقایسه نتیجه این تحقیق با نتایج تحقیقات قبلی نشان می‌دهد که در بیشتر موارد نتیجه تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات گذشته تفاوت قابل ملاحظه‌ای دارد. متفاوت بودن نتایج می‌تواند ناشی از متفاوت بودن چارچوب‌های حاکمیت شرکتی، ساختار مالکیت شرکت‌ها و مسایل مدیریتی و فرهنگی کشورهای مختلف باشد.

۸- منابع و مآخذ

[۱] بازرگان، عباس. سرمد، زهره. حجازی، الهه. **روش‌های تحقیق در علوم رفتاری**، انتشارات آگاه، تهران، ۱۳۸۷.

[۲] خدادادی، ولی. آقاجری، ولی‌الله. **ارزیابی رابطه بین ساختار مالکیت شرکت و سیاست‌های سود سهام در ایران**، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۲، صص ۱۲۶-۱۰۶، ۱۳۸۸.

[۳] رهنمای رودپشتی، فریدون. اصلانی، عظیم. **بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روش‌های تأمین مالی و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، مجله مدیریت، شماره ۷۸، صص۵۳-۴۵، ۱۳۸۷.

[۴] مشایخ، شهناز. اسماعیلی، مریم. **بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران**، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، صص ۴۴-۲۵، ۱۳۸۵.

[۵] نمازی، محمد. کرمانی، احسان. **تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳ ، ۱۳۸۷.

[6] Abor, J. (2007). "Corporate governance and financing decisions of Ghanaian listed firms". *Corporate Governance*, Vol. 7, pp. 83-92.

[7] Bajaj, M., Chan, Y. and Dasgupta, S. (1998)."The relationship between ownership, financing decisions and firm performance: a signalling model". *International Economic Review*, Vol. 39, No. 3, pp. 723-44.

[8] Berger, P.G., Ofek, E. and Yermack, D.L. (1997). "Managerial entrenchment and capital structure decisions". *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, pp. 1411-38.

[9] Bokpin, G.A. and Arko, A.C. (2009)." Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms". *Studies in Economics and Finance*, Vol. 26, No. 4, pp. 246-256.

[10] Brailsford, J., Timothy, B., Oliver, R. and Sandra, L. (2002). "On the relationship between ownership structure and capital structure". *Journal of Accounting and Finance*, Vol. 42, pp. 1-26.

[11] Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. and Lang, L. (2002). "Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings". *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 6, pp. 2741-71.

[12] Driffield, N., Mahmbare, V. and Pal, S. (2007). "How dose ownership structure effect capital structure and firm value? Recent evidence from East Asia". *Economics of Transition*, Vol.15, No.3, pp.535-73.

[13] Fama, E.F. (1980). "Agancy problems and the theory of the firm". *Journal of Political Economy*, Vol. 88, No. 2, PP. 288-307.

[14] Fosberg, R.H. (2004). "Agency problems and debt financing: leadership structure effects". *Corporate Governance*, Vol. 4, No. 1, pp. 31-8.

[15] Jensen, M.C. (1986). "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers". *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-9.

[16] Jensen, M.C. (1993). "The modern industrial revolution exit and the failure of internal control systems". *Journal of Finance*, Vol. 4, No. 3, PP. 831-80.

[17] Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and capital structures". *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360.

[18] Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment". *American Economic Review*, Vol. 68, No. 3, pp. 261-297.

[19] Myers, S. (1977)."Determinants of corporate borrowing". *Journal of Financial Economics*, Vol.5, No.2, pp. 147-175.

[20] Myers, S. and Sussman, N. (2003). "Corporate financing and investment dicisions when firms have information that investors do not have". *Journal of financial economics*, Vol.13, No.2, pp.187-221.

[21] Pindado, J. and de la Torre, C. (2005). "A complementary approach to the financial and strategy views of capital structure: theory and evidence from the ownership structure". *Working Paper,* No. 666167, Social Science Research Network.

[22] Thomsen, S. and Pedersen, T. (2000). "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". *Strategic Management Journal*, Vol. 21, pp. 689-705.

[23] Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). "Corporate governance and capital structure decisions of Chinese listed firms",

Archive of SID

www.SID.ir

Corporate Governance: An International Review, Vol. 10, No. 2, pp. 75-83.

[24] Xia, L.H., Wang, Z.J. and Deng, X.L. (2008). "Ownership, independent directors, agency costs and financial distress: evidence from Chinese listed companies". *Corporate Governance*, Vol. 8, No. 5, pp. 622-636.

Archive of SID

www.SID.ir