فصلنامه علمی- پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی
سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (ششم) پاییز ۱۳۹۳
تاریخ دریافت: ۹۲/۹/۲ تاریخ پذیرش: ۹۳/۴/۲۲
صص: ۴۸ – ۲۹

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی، بر میانگین موزون هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌ها: مقایسهٔ تحلیلی، براساس اندازهٔ حسابرس، اندازهٔ شرکت‌ها و شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود

ناصرعلی یداله‌زاده طبری[۱]، میلاد امامقلی پور[۲]*

۱- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل، مازندران، ایران
naser_tabari@baboliau.ac.ir
۲- کارشناسی ارشد دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل و عضو باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان بابل، مازندران، ایران
m_emamgholipour@yahoo.com

چکیده

یک نظام حاکمیت شرکتی کارآمد با کیفیت بالای حسابرسی، موجب می‌شود که شرکت‌ها اطلاعات مالی بهتر و شفاف‌تری ارائه کنند و این خود باعث کاهش ریسک اطلاعاتی اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران و در نتیجه تأثیرگذاری بر هزینهٔ سرمایهٔ شرکت می‌شود. در این رابطه، هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۸۴۰ شرکت، طی سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شد. برای بررسی دقیق‌تر موضوع پژوهش، نمونهٔ انتخابی به این نمونه‌های فرعی تقسیم شد: شرکت‌های مورد رسیدگی توسط سازمان حسابرسی و سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران رسمی، شرکت‌های بزرگ و کوچک و شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود. نتایج به دست آمده از برآورد الگوی پژوهش بر روی کل شرکت‌های عضو نمونهٔ آماری، حاکی از آن است که بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی، با هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود ندارد. علاوه بر این، نتایج نشان داده است که در شرکت‌های بزرگ، اندازهٔ بزرگ هیأت مدیره و وجود سهامداران کنترلی می‌تواند موجب کاهش هزینهٔ سرمایهٔ شرکت شود.

واژه‌های کلیدی: حاکمیت شرکتی،کیفیت حسابرسی، میانگین موزون هزینهٔ سرمایه.

*نویسنده مسؤول m_emamgholipour@yahoo.com

Archive of SID
www.SID.ir

مقدمه

رشد روز افزون فعالیت‌های تجاری و بازرگانی واحدهای اقتصادی و حضور فعال آن‌ها در بازار سرمایه از یک طرف و تخصصی شدن ادارهٔ شرکت‌ها و افزایش تعداد سهامداران از طرف دیگر، باعث شد که مالکان مانند گذشته قادر به کنترل و ادارهٔ شرکت‌ها نباشند. بزرگ‌تر شدن اندازهٔ بنگاه‌ها و افزایش تعداد سهامداران شرکت‌ها، که هدف آن‌ها از سرمایه‌گذاری افزایش ثروت شخصی است، انتخاب مدیران حرفه‌ای‌تر و آگاه به مسائل پیچیدهٔ اقتصادی و مالی را برای ادارهٔ شرکت‌ها، امری ضروری کرده است. این امر خود، منجر به بروز پدیدهٔ جدایی مدیریت از مالکیت شده است. با انتخاب مدیران به عنوان نمایندهٔ مالکان (سهامداران) برای ادارهٔ شرکت‌ها، رابطهٔ نمایندگی شکل گرفته است. رابطهٔ نمایندگی، نوعی قرارداد است که بر طبق آن یک یا چند نفر مالک، نماینده یا مدیر را مأمور به اجرای عملیاتی می‌کنند. شکل‌گیری رابطهٔ نمایندگی، منافع متضادی را به همراه دارد که در نتیجه باعث جدایی مالکیت از مدیریت، اهداف متفاوت و عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران خواهد شد. طبق تئوری نمایندگی، برای کاهش مشکلات و هزینه‌های نمایندگی، باید روش‌های کنترلی مناسبی در شرکت‌ها اتخاذ گردد. از این رو، نظام حاکمیت شرکتی[1] به عنوان راه حلی برای کاهش مشکلات و هزینه‌های ناشی از شکل‌گیری روابط نمایندگی، مورد توجه قرار می‌گیرد[۱۹]. حاکمیت شرکتی به مجموعهٔ روابط بین مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان در یک شرکت گفته می‌شود و ساختاری را فراهم می‌کند که از طریق آن اهداف شرکت تدوین می‌شود و ابزار دستیابی به این اهداف و نحوهٔ نظارت بر عملکرد مدیران، مشخص می‌گردد[۲۶]. تعاریفی که از حاکمیت شرکتی موجود است، در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند که دیدگاه‌های محدود آن در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطهٔ بین شرکت و سهامداران محدود شده که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و سهامداران آن‌ها، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان و دارندگان اوراق قرضه وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذی‌نفعان مطرح می‌شود[۹].

گزارش حسابرسی و کیفیت ارایه صورت‌های مالی، نشانهٔ مهمی از سلامت عملکرد شرکت است[۳]. محصول نهایی حسابرسی یک واحد تجاری، گزارشی است که حسابرسان نسبت به صورت‌های مالی صاحبکار ارائه می کنند[۸]. گزارش حسابرسی، وسیله‌ای است که حسابرس، از طریق آن، نظر خود را در باب قابلیت اعتماد صورت‌های مالی، به استفاده‌کنندگان منتقل می‌کند[۱۱]. عکس‌العمل سریع استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی نسبت به نتایج گزارش‌های حسابرسی، برای تصمیم‌گیری صحیح در بازار سرمایه، توجه نهادهای قانون‌گذار و نظارتی، مانند کمیسیون بورس اوراق بهادار[2](SEC) را بیش‌تر به سمت موضوع کیفیت گزارش‌های مالی معطوف ساخت.

شرکت‌ها برای تأمین نقدینگی و منابع مالی مورد نیاز خود، به دو گروه تأمین‌کننده یعنی اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران مراجعه می‌کنند. اعتباردهندگان به

1. Corporate Governance

2. Security Exchange Commission

Archive of SID

www.SID.ir

دنبال اصل و بهرهٔ وام‌های اعطایی خود و سرمایه‌گذاران به دنبال کسب بازده مورد انتظار از فعالیت‌های عملیاتی شرکت‌ها هستند. آن‌ها برای پرداخت منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها، به یکی از مهمترین اقلام مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌ها، یعنی سود حسابداری، توجه می‌کنند. چنانچه سود حسابداری گزارش شده در صورت‌های مالی، کیفیت و شفافیت نداشته باشد، باعث عدم اطمینان اعتباردهندگان و سرمایه گذاران خواهد شد. این عدم اطمینان از یک سو و عدم تقارن اطلاعاتی از سوی دیگر، به ایجاد ریسک اطلاعاتی برای اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران منجر می‌شود. در نتیجه اعتباردهندگان، نرخ بهرهٔ بالاتر و سرمایه‌گذاران، نرخ بازده بالاتر را از مدیران شرکت‌ها طلب خواهند کرد.

با توجه به این‌که نرخ بهرهٔ اعتباردهندگان برای شرکت، نرخ هزینهٔ تأمین مالی از محل بدهی‌ها، و نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای شرکت، نرخ هزینهٔ تأمین مالی از محل حقوق صاحبان سهام محسوب می‌شود، میانگین موزون این دو نرخ هزینه، میانگین موزون هزینهٔ سرمایهٔ(WACC) شرکت را تشکیل می‌دهد. در نهایت، افزایش ریسک اطلاعاتی، باعث افزایش میانگین موزون هزینهٔ سرمایه خواهد شد. میانگین موزون هزینهٔ سرمایه، حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را تأمین کند[۴].

مفهوم هزینهٔ سرمایه هم، مبتنی بر این فرض است که هدف شرکت، به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است[۶]. در نتیجه اگر شرکت، هزینهٔ سرمایه و یا همان نرخ مورد انتظار سرمایه‌گذاران را برآورده نسازد، ارزش سهام شرکت کاهش خواهد یافت[۲]. بنابراین مدیریت در تلاش است تا بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را حداقل به سطح هزینهٔ سرمایه نزدیک کند، تا از این طریق، ارزش واحد تجاری را محفوظ نگه دارد. مدیران شرکت‌ها، برای رسیدن به حداقل هزینهٔ سرمایه و همچنین تحقق سودی ثابت که مورد پذیرش سهامداران باشد، کنترل میانگین موزون هزینهٔ سرمایه(WACC) را مد نظر قرار داده‌اند.

بنابراین کیفیت حسابرسی، که به صورت مستقیم با حاکمیت شرکتی و ساز و کارهای نظارتی در ارتباط است[۲۴]، به صورت همزمان با حاکمیت شرکتی نیرومند و مستحکم در شرکت‌ها می‌تواند بر کیفیت گزارشگری مالی بیفزاید. همچنین، این دو در کنار هم می‌توانند باعث کاهش مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و مالکان شده و در نهایت به کاهش هزینهٔ سرمایه در شرکت‌ها بیانجامند.

با توجه به مبانی نظری فوق، هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی این مسأله است که: مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی وکیفیت خدمات حسابرسان مستقل، چه نقشی در کاهش میانگین موزون هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارند؟ نیز در این رابطه، پرسش دیگری مطرح می‌شود که: آیا بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی با هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌ها، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد؟

ادبیات پژوهش

اشباق[1] و همکاران [۱۲] در مطالعه‌ای به منظور بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی، بر هزینهٔ سرمایهٔ شرکت، نتیجه گرفتند که وجود اقلام تعهدی غیرعادی بزرگ، سبب کاهش شفافیت سود و در نتیجه، افزایش هزینهٔ سرمایهٔ شرکت می‌گردد. همچنین شرکت‌هایی

1. Ashbaugh

Archive of SID

www.SID.ir

که ساختار مالکیتی دارند، مثل سرمایه‌گذاران نهادی، هزینهٔ سرمایهٔ پایین‌تر و شرکت‌هایی که بلوک سهامداران زیادی دارند، هزینهٔ سرمایهٔ بالاتری خواهند داشت. علاوه بر این، یافته‌های آن‌ها نشان داد که یک رابطهٔ معکوس بین هزینهٔ سرمایه و استقلال هیأت مدیره و درصدی از هیأت مدیره که سهام‌دار هستند و نیز استقلال کمیتهٔ حسابرسی، وجود دارد. در نهایت، محققان بیان کردند که شرکت‌هایی با حاکمیت شرکتی قوی‌تر، ریسک نمایندگی پایین‌تری برای سهامداران خود دارند که به کاهش هزینهٔ سرمایهٔ شرکت منجر می‌شود.

رملی[1] [۲۸] به بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی، بر هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار مالزی پرداخت. نتایج نشان داد که حاکمیت شرکتی باعث کاهش هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های مورد مطالعه می‌شود. رگالی و سوانا[2] [۲۹]، به بررسی رابطهٔ بین کیفیت حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایه در شرکت‌های مالی آمریکا پرداختند. نتایج نشان داد که بین شاخص حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد؛ اما سرمایه‌گذاران نهادی و هزینهٔ سرمایه با هم رابطهٔ مثبت و معنی‌داری داشتند.

لین[3] و همکاران [۲۳] در پژوهش خود، تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها را بر هزینهٔ استقراض آن‌ها مورد مطالعه قرار دادند. نتیجهٔ بررسی‌های این محققان، بیانگر رابطهٔ منفی بین وجود سهامداران عمده در ساختار مالکیت شرکت‌ها و هزینهٔ بدهی آنان بود. آن‌ها دریافتند که حقوق کنترلی مازاد سهامداران عمده، انجام تخلف و فعالیت‌های غیر اخلاقی را برای آن‌ها، تسهیل می‌کند. این‌گونه فعالیت‌ها سبب افزایش هزینه‌های نظارتی شده و بانک‌ها در معاملات با این گونه شرکت‌ها با ریسک اعتباری بالاتری مواجه خواهند شد و به دنبال آن هزینهٔ استقراض برای این‌گونه وام‌گیرندگان افزایش خواهد یافت.

افخمی‌راد[4] [۱۰]، در پژوهشی رابطهٔ بین معیارهای حاکمیت شرکتی و هزینهٔ سرمایه را در شرکت‌های بزرگ لیست شده در بورس اوراق بهادار نیوزیلند و سنگاپور مورد آزمون قرار داد. نتایج پژوهش، نشان داد که بین حاکمیت شرکتی و میانگین موزون هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد و حاکمیت شرکتی در کنترل هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌ها نقش بسزایی دارد.

معین‌الدین و همکاران [۲۵]، تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر تصمیم‌گیری‌های مالی، و هزینهٔ حقوق صاحبان سهام ۹۴ شرکت ایرانی را در سال‌های ۲۰۱۱-۲۰۰۷ مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از آن بود که بین حاکمیت شرکتی و سیاست تقسیم، رابطهٔ مثبت و معنی‌دار و بین حاکمیت شرکتی و نسبت بدهی‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین نتایج نشان داد که رابطهٔ منفی و معنی‌داری بین حاکمیت شرکتی، هزینهٔ بدهی، هزینهٔ حقوق صاحبان سهام و میانگین موزون هزینهٔ سرمایه وجود دارد. علاوه بر این، یافته‌های پژوهش نشان داد که مهمترین عامل در سیستم حاکمیت شرکتی، نفوذ مدیر عامل است.

چن و همکاران [۱۵] نیز در پژوهشی تأثیر کیفیت حسابرسی بر مدیریت سود و هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های دولتی و خصوصی چین را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج به‌دست آمده، نشان داده است که بین کیفیت

1. Ramly
2. Regalli and Soana
3. Lin
4. Afkhami Rad

Archive of SID

www.SID.ir

حسابرسی و اظهارنظر تعدیل شدهٔ حسابرسان مستقل، رابطهٔ مثبت و معنی‌دار، و بین سرمایه‌گذاران نهادی و اظهارنظر تعدیل شدهٔ حسابرسان، رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین، نتایج حاکی از آن است که بین کیفیت حسابرسی و مدیریت سود، رابطهٔ معنی‌داری نیست، اما بین سرمایه‌گذاران نهادی و مدیریت سود، رابطهٔ منفی و معنی داری وجود دارد.

کارجالِینن[1] [۲۲] در پژوهش خود، تأثیر کیفیت حسابرسی را بر روی هزینهٔ بدهی شرکت‌های فنلاندی مورد مطالعه قرار داد. محقق برای سنجش کیفیت حسابرسی شرکت‌ها، از سه معیارِ: انجام حسابرسی توسط ۴ مؤسسهٔ بزرگ حسابرسی، حسابرسی توسط حسابرسان خبره و حضور بیش از یک حسابدار رسمی در ساختار مؤسسهٔ حسابرسی، استفاده کرده است. نتایج حاصل از بررسی داده‌ها، بیانگر آن بود که بین نرخ بهرهٔ بدهی شرکت‌ها و معیارهای اول و دوم کیفیت حسابرسی، رابطهٔ معکوس و معنی‌داری وجود دارد. اما بین معیار سومِ کیفیت حسابرسی و نرخ استقراض، رابطهٔ معنی‌داری مشاهده نشد.

پیوت و میسونیر[2] [۲۷]، تأثیر دو متغیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی را بر روی هزینه‌های بدهی شرکت‌های لیست شده در بورس اوراق بهادار فرانسه، مورد آزمون قرار دادند. در این پژوهش، درصد مدیران غیرموظف هیأت مدیره، سرمایه‌گذاران نهادی و کمیتهٔ پاداش متشکل از مدیران غیراجرایی، مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را تشکیل می‌دهند. یافته‌ها نشان داد که کیفیت ساز و کارهای حاکمیت شرکتی، اثر کاهشی قابل توجهی بر هزینه‌های بدهی شرکت‌های مورد مطالعه داشته است، اما هیچ رابطهٔ معنی‌داری بین کیفیت حسابرسی و هزینه‌های مربوط به تأمین مالی شرکت‌ها، مشاهده نشد.

احمدپور و همکاران[۱] طی پژوهشی، تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینهٔ تأمین مالی از طریق بدهی را، در میان ۱۱۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داده است که بین استقلال اعضای هیأت مدیره و هزینهٔ بدهی، رابطهٔ مثبت و معنی‌دار و بین دوگانگی مدیرعامل و هزینهٔ استقراض شرکت، رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد. همچنین وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آن‌ها تأثیر کاهشی معنی‌داری بر هزینهٔ بدهی شرکت‌های عضو نمونه دارد، در حالی که کیفیت حسابرسی چنین تأثیری ندارد.

نوروش و مجیدی[۷]، برای بررسی رابطهٔ بین کیفیت سود و هزینهٔ سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از مدل تعدیل شدهٔ جونز برای محاسبهٔ کیفیت سود استفاده کردند و نتیجه گرفتند که بین کیفیت سود و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ معکوس و معنی‌داری وجود دارد.

حاجیها و سبحانی[۲۱]، در بررسی رابطهٔ بین کیفیت حسابرسی و هزینهٔ سرمایه در میان ۹۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از نسبت سود به قیمت تعدیل شدهٔ صنعت، به عنوان شاخصی برای هزینهٔ سرمایه و از معیارهای اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی، تخصص صنعت حسابرس و دورهٔ تصدی حسابرس به عنوان شاخص کیفیت حسابرسی استفاده کردند و نتیجه گرفتند که اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی، تخصص صنعت حسابرس و دورهٔ تصدی حسابرس، به مدت چهار سال، هزینهٔ سرمایه را کاهش می‌دهد.

1. Karjalainen
2. Piot and Missonier

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیه‌های پژوهش

به منظور بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی، بر میانگین موزون هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با توجه به مبانی نظری بیان شده در قسمت‌های قبل، فرضیه‌های زیر برای آزمون در نظر گرفته می‌شود:

فرضیهٔ اول: بین اندازهٔ هیأت مدیره و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ دوم: بین استقلال اعضای هیأت مدیره و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ سوم: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ چهارم: بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ پنجم: بین تعداد بلوک سهامداران عمده و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ ششم: بین وجود سهامداران کنترلی و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

فرضیهٔ هفتم: بین کیفیت حسابرسی و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

این فرضیه‌ها، علاوه برکل شرکت‌های نمونهٔ آماری، بر روی نمونه‌های فرعی زیر نیز آزمون خواهند شد:

۱. شرکت‌هایی که توسط مؤسسات حسابرسی با کیفیت بالا و نیز مؤسسات حسابرسی با کیفیت پایین، مورد رسیدگی قرار می‌گیرند؛

۲. شرکت‌های بزرگ و کوچک؛

۳. شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود.

روش پژوهش

جامعه و نمونهٔ آماری، روش نمونه‌گیری و نمونه‌های فرعی پژوهش

در پژوهش حاضر، برای این‌که نمونهٔ پژوهش نماینده‌ای مناسب از جامعهٔ آماری مورد نظر باشد، از روش غربالگری(حذفی) استفاده شده و برای این منظور، معیارهایی در نظر گرفته شده است که اگر یک شرکت همهٔ آن‌ها را احراز کرده باشد، در جامعهٔ آماری وارد می‌شود. این معیارها از این قرار است:

۱. قبل از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۰ در بورس فعال باشند.

۲. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، شرکت‌ها در طی دورهٔ مورد مطالعه، تغییر دورهٔ مالی نداده باشند و پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفند باشد.

۳. به منظور همگن بودن اطلاعات، جزو شرکت-های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری‌های مالی شامل بیمه و بانک نباشند.

پس از در نظر گرفتن معیارهای بالا و طی مراحل مذکور، ۲۲۱ شرکت، به عنوان جامعهٔ آماری پژوهش برگزیده شدند. در ادامه با استفاده از فرمول کوکران[1][۱۶]، حداکثر حجم نمونه تعیین شد که نتیجهٔ آن چنین است:

$$n = \frac{\left(Z_{\frac{a}{2}}\right)^2 . p.q.N}{N.\varepsilon^2 + \left[\left(Z_{\frac{a}{2}}\right)^2 . pq\right]} =$$

$$\frac{(1/96)^2 \times 0/5 \times 0/5 \times 221}{[221 \times (0/05)^2] + [(1/96)^2 \times 0/5 \times 0/5]} = 140$$

در فرمول فوق:

n = حجم نمونه، که بعد از انجام محاسبات برابر با ۱۴۰ است.

N = اندازهٔ جامعهٔ آماری، برابر با ۲۲۱ است.

1. Cochran

Archive of SID

www.SID.ir

$Z_{\frac{a}{2}}$= متغیر استاندارد توزیع نرمال، که در سطح اطمینان ۰/۹۵، برابر با ۱/۹۶ است.

p = نسبت موفقیت، که برابر ۰/۵ در نظر گرفته شده است.

q = نسبت عدم موفقیت، که برابر ۰/۵ در نظر گرفته شده است.

ε = حداکثر اشتباه یا خطای برآورد که برابر با ۵ درصد است.

بنابراین، از بین شرکت‌های عضو جامعهٔ آماری پژوهش، تعداد ۱۴۰ شرکت، در سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ به صورت تصادفی انتخاب شده است. لازم به ذکر است، پژوهش حاضر، علاوه بر بررسی موضوع بر روی نمونه‌ای کلی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، آن را بر روی نمونه‌های فرعی نیز به شرح زیر، مورد آزمون قرار می‌دهد:

۱- تقسیم شرکت‌های مورد مطالعه، به شرکت‌هایی که صورت‌های مالی آن‌ها توسط مؤسسات حسابرسی با کیفیت بالا(سازمان حسابرسی) و مؤسسات حسابرسی با کیفیت پایین(سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران رسمی ایران) مورد رسیدگی قرار می‌گیرند: فرض بر این است که مؤسسات حسابرسی بزرگ‌تر نسبت به مؤسسات حسابرسی کوچک، حسابرسی‌های با کیفیت‌تری انجام می‌دهند. همچنین مؤسسات حسابرسی بزرگ در مقایسه با مؤسسات حسابرسی کوچک، نظارت اثربخش‌تری را بر فرآیند گزارشگری مالی انجام می‌دهند[۱۷]. به همین منظور، در این پژوهش، سازمان حسابرسی، به خاطر کارکنان زیاد و قدمت بیش‌تر به عنوان مؤسسهٔ حسابرسی بزرگ و با کیفیت حسابرسی بالا، و سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران رسمی ایران، به عنوان مؤسسات حسابرسی کوچک و با کیفیت پایین، در نظر گرفته می‌شوند. با ملاحظهٔ جدول(۱) مشخص می‌شود، ۱۸۹ سال-شرکت(۲۲/۵ درصد) از صورت‌های مالی شرکت‌های مورد مطالعه، توسط مؤسسات حسابرسی بزرگ(سازمان حسابرسی ایران) مورد بررسی قرار گرفته است و ۷۷/۵ درصد از صورت‌های مالی، توسط مؤسسات حسابرسی کوچک(سایر مؤسسات حسابرسی) مورد رسیدگی قرار گرفته است.

جدول (۱) توزیع فراوانی شرکت‌ها برحسب کیفیت و اندازهٔ حسابرس مستقل

وضعیت	تعداد	درصد
کیفیت بالا (بزرگ)	۱۸۹	۲۲/۵
کیفیت پایین (کوچک)	۶۵۱	۷۷/۵

۲- تفکیک شرکت‌های مورد مطالعه به شرکت‌های بزرگ و کوچک: شرکت‌های بزرگ‌تر ظرفیت بیش-تری برای تأمین مالی منابع مورد نیاز خود دارند و می-توانند سود بیش‌تری را به دست آورند. این قضیه برای شرکت‌های بزرگ‌تر که تعداد سهامداران بیشتری نسبت به شرکت‌های کوچک‌تر دارند نیز صادق است؛ بنابراین این احتمال وجود دارد که در شرکت‌های بزرگتر به علت تنوع سهامداران، کنترل کمتری بر مدیریت شرکت اعمال گردد. از این رو مدیران می-توانند به اقدامات فرصت طلبانه‌ای دست بزنند تا ارزش شرکت را در بازار به نحو مطلوب نشان دهند. در این پژوهش، برای تفکیک شرکت‌های مورد مطالعه به شرکت‌های بزرگ و کوچک، از میانگین کل دارایی شرکت‌های موجود در هر صنعت در دورهٔ زمانی

Archive of SID

www.SID.ir

پژوهش استفاده می‌شود. همانطور که جدول(۲) نشان می‌دهد، تعداد شرکت‌های بزرگ برابر با ۳۵ شرکت است که ۲۵ درصد شرکت‌های مورد مطالعه را تشکیل می‌دهد.

جدول (۲) توزیع فراوانی شرکت‌ها برحسب اندازهٔ آنها

وضعیت	تعداد	درصد
بزرگ	۳۵	۲۵
کوچک	۱۰۵	۷۵

۳- تفکیک شرکت‌های مورد مطالعه به شرکت‌های هموارساز سود و غیرهموارساز سود: تیرومن و تیتمان[1] [۳۰] در پژوهش خود دریافتند که مدیران از طریق هموارسازی سود، می‌توانند از طریق سودهای موقت و گذرا، بر تعیین ارزش بازار شرکت‌ها تأثیر بگذارند. بنابراین در این پژوهش برای تفکیک شرکت‌ها به دو گروه هموارساز و غیرهموارساز سود، از شاخص ایکل[2] [۲۰] استفاده می‌شود. این شاخص به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$D_{\mathrm{f}} = {CV_{\Delta I}}/{CV_{\Delta S}}$$

که در این مدل:

D_{f} = شاخص هموارسازی سود، برای شرکت i در بازهٔ زمانی پژوهش و بیانگر نسبت ضریب تغییر تغییرات سود به ضریب تغییر تغییرات فروش است؛

ΔI= تغییرات سود که برابر است با سود سال جاری منهای سود سال قبل؛

ΔS= تغییرات فروش که برابر است با فروش سال جاری منهای فروش سال قبل.

اگر $D_{\mathrm{f}} < 1$ باشد، شرکت سود خود را هموار کرده و اگر $D_{\mathrm{f}} \geq 1$ باشد، شرکت سود خود را هموار نکرده است.

با توجه به این‌که ممکن است مدیران در سطوح مختلف سود آن را هموار نمایند، بنابراین در این پژوهش، شاخص ایکل در سطوح مختلف سود، نظیر سود ناخالص، سود عملیاتی و سود خالص، تعیین شده و چنانچه شرکت‌ها در یکی از این سه سطح، سود را هموار نموده باشند، به عنوان شرکت‌های هموارساز در نظر گرفته می‌شوند.

در این پژوهش از شاخص ایکل استفاده می‌شود، چون:

الف. شاخص ایکل به جای استفاده از اطلاعات یک سال، از اطلاعات مربوط به یک دورهٔ زمانی چند ساله استفاده می‌کند.

ب. شاخص ایکل به جای این‌که تأثیر هر متغیر هموار کننده را جداگانه در نظر بگیرد، تأثیر چند متغیر را به صورت همزمان در نظر می‌گیرد[۱۴].

در جدول(۳) تعداد و درصد شرکت‌های هموار ساز و غیرهموارساز سود، در سطوح مختلف سود به تصویر کشیده شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود در مجموع، تعداد ۸۹ شرکت یا به عبارتی ۶۳/۶ درصد از شرکت‌ها حداقل در یکی از سطوح، سود را هموار کرده‌اند و در مقابل، ۵۱ شرکت(۳۶/۴ درصد) در هیچکدام از طبقات، سود را دستکاری نکرده‌اند.

1. Trueman and Titman
2. Eckel

Archive of SID

www.SID.ir

جدول (۳) توزیع فراوانی شرکت‌ها برحسب شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز، به تفکیک طبقات سود

طبقات سود	تعداد شرکت های مورد بررسی	تعداد		درصد	
		هموارساز	غیرهموارساز	هموارساز	غیرهموارساز
سود ناخالص	۱۴۰	۵۴	۸۶	۳۸/۶	۶۱/۴
سود عملیاتی	۱۴۰	۵۹	۸۱	۴۲/۱	۵۷/۹
سود خالص	۱۴۰	۷۱	۶۹	۵۰/۷	۴۹/۳
کل	۱۴۰	۸۹	۵۱	۶۳/۶	۳۶/۴

روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

پژوهش حاضر، از لحاظ هدف، کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش، از نوع توصیفی-همبستگی است. مدل آماری مورد استفاده در این پژوهش، مدل رگرسیونی چند متغیره است. به منظور تخمین مدل‌های تحقیق، از روش داده‌های تلفیقی استفاده شده است. در این روش، داده‌های سری زمانی و مقطعی، با هم ترکیب می‌شوند. این روش برای مواردی که نمی‌توان مسائل را به صورت سری زمانی یا مقطعی بررسی کرد، مورد استفاده قرار می‌گیرد. استفاده از تکنیک داده‌های تلفیقی نسبت به روش‌های مقطعی و سری‌های زمانی، دو مزیت عمده دارد: یکی این‌که به محقق این امکان را می‌دهد تا ارتباط بین متغیرها و حتی واحدها را در طول زمان در نظر بگیرد و به بررسی آن‌ها بپردازد. مزیت و توانایی دیگر این روش، بهره‌مندی از تأثیرات انفرادی واحدها است که قابل مشاهده و اندازه‌گیری نیستند[۱۳].

برای تخمین کارای یک مدل رگرسیونی، با استفاده از داده‌های تلفیقی، لازم است که با کاربرد آزمون‌هایی مناسب، یکی از مدل‌های اثرات مشترک، اثرات ثابت و اثرات تصادفی را انتخاب کرد. به همین منظور، ابتدا برای انتخاب یکی از دو مدل اثرات مشترک و اثرات ثابت، از آزمون F لیمر استفاده می‌شود. در صورت انتخاب مدل اثرات ثابت، برای انتخاب از بین دو مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی، آزمون هاسمن انجام می‌گیرد. اگر نتایج آزمون F لیمر، استفاده از روش اثرات مشترک را تأیید کند، دیگر نیازی به آزمون هاسمن نیست و مدل با استفاده از روش اثرات مشترک تخمین زده می‌شود.

متغیرهای پژوهش و نحوهٔ محاسبهٔ آنها

متغیر وابسته

میانگین موزون هزینهٔ سرمایه: هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌ها، دو جزء دارد: هزینهٔ بدهی و هزینهٔ حقوق صاحبان سهام عادی شرکت. در این پژوهش، هزینهٔ سرمایهٔ به‌کار گرفته شده توسط شرکت، از میانگین موزون این دو جزء به‌دست می‌آید. فرمول محاسباتی میانگین موزون هزینهٔ سرمایه(WACC) به این شکل است:

$$WACC = W_d \times K_d(1-t) + W_e \times K_e$$

که در آن:

WACC = نرخ میانگین موزون هزینهٔ سرمایه؛

w_d = درصد مشارکت بدهی‌های بهره‌دار در کل سرمایه؛

w_e = درصد مشارکت حقوق صاحبان سهام عادی در کل سرمایه؛

Archive of SID

www.SID.ir

k_d = نرخ هزینهٔ بدهی‌های بهره‌بردار قبل از کسر مالیات؛

k_e = نرخ هزینه حقوق صاحبان سهام عادی و

t = نرخ مالیات شرکت است.

جهت محاسبهٔ نرخ واقعی مالیات سالانهٔ هر یک از شرکت‌های مورد بررسی(t)، از نسبت مالیات پرداختی به سود قبل از مالیات استفاده شده است.

$$t = \frac{\text{مالیات پرداختی}}{\text{سود قبل از مالیات}}$$

نیز برای محاسبهٔ نرخ هزینهٔ بدهی‌های بهره‌دار قبل از کسر مالیات (k_d)، از نسبت هزینه‌های تأمین مالی مربوط به این بدهی‌ها به مجموع بدهی‌های بهره‌دار سال قبل (بدهی‌های جاری بهره‌دار + بدهی‌های بلندمدت) استفاده شد.

$$k_d = \frac{\text{هزینه‌های تأمین مالی}}{\text{بدهی‌های جاری بهره‌دار} + \text{بدهی‌های بلندمدت}}$$

به منظور اندازه‌گیری نرخ هزینهٔ حقوق صاحبان سهام عادی(k_e)، از مدل رشد گوردون استفاده شده است:

$$K_s = \frac{D_0(1+g)}{p_0} + g$$

که در آن:

D_0 = سود نقدی هر سهم در سال گذشته،

P_0 = قیمت بازار هر سهم در ابتدای سال و

g = نرخ رشد سود تقسیمی سالانه است که با فرض پایدار بودن نسبی نسبت انباشت سود و بازده ارزش ویژه(بازده حقوق صاحبان سهام)، به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$g = \text{نرخ انباشت سود سهام} \times ROE$$

$$\text{نرخ انباشت سود سهام} = 1 - \frac{\text{سود نقدی هر سهم}}{\text{سود هر سهم}}$$

درصد مشارکت هر یک از اجزا(هزینهٔ بدهی و هزینهٔ حقوق صاحبان سهام عادی) در کل منابع سرمایه، به صورت زیر محاسبه می‌شود:

ارزش دفتری بدهی‌های بهره‌دار+ ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی= جمع منابع

قیمت بازار هر سهم × تعداد سهام عادی منتشره= ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی

بدهی‌های جاری بهره‌دار+ بدیهی‌های بلندمدت= ارزش دفتری بدهی‌های بهره‌دار

$$w_d = \frac{\text{ارزش دفتری بدهی‌های بهره‌دار}}{\text{جمع منابع}}$$

$$w_e = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام عادی}}{\text{جمع منابع}}$$

متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی هستند که به صورت زیر تعریف و محاسبه می‌شوند:

۱. اندازهٔ هیأت مدیره: به عنوان تعداد اعضای موجود در هیأت مدیرهٔ شرکت تعریف می‌شود.

۲. استقلال اعضای هیأت مدیره: مدیران غیرموظف در شرکت، عضو پاره وقت هیأت مدیره هستند و در شرکت دارای مسئولیت اجرایی نیستند. در این پژوهش، از نسبت اعضای غیرموظف هیأت مدیره به کل اعضای هیأت مدیره، به عنوان استقلال اعضای هیأت مدیره استفاده می‌شود.

۳. دوگانگی مسئولیت مدیرعامل: اگر مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره نیز باشد، به این وضعیت، دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل گفته می‌شود و در این حالت مدیرعامل اختیارات بیش‌تری دارد. با توجه به این‌که در ایران، در بسیاری از شرکت-

Archive of SID

www.SID.ir

ها مدیرعامل در سمت نایب رئیس هیأت مدیره فعالیت می‌کند و در چنین شرکت‌هایی اغلب رئیس هیأت مدیره غیرموظف است، لذا در این پژوهش، این که مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره هم باشد یا خیر، به عنوان یک متغیر مستقل در نظر گرفته شده است. بنابراین، در صورتی که در شرکتی مدیرعامل، رئیس یا نایب رئیس هیأت مدیره باشد، از متغیر مصنوعی یک و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده می‌شود.

٤. درصد مالکیت سهامداران نهادی: سرمایه‌گذاران نهادی، با توجه به مالکیت بخش قابل توجهی از سهام شرکت‌ها، از نفوذ قابل ملاحظه‌ای در شرکت‌های سرمایه‌پذیر برخوردارند و توان بالقوهٔ تأثیرگذاری بر فعالیت‌ها و سیاست‌های مدیران دارند. در این پژوهش سهامدارن نهادی، با توجه به مصوبهٔ مورخ ۱۳۸۶/۰۶/۲۸ هیأت مدیرهٔ سازمان بورس و اوراق بهادار در خصوص تعریف سرمایه‌گذاران نهادی، اندازه‌گیری می‌شود که تعریف آن به این شرح است:

«سرمایه‌گذار نهادی، موضوع بند ۲۷ مادهٔ یک قانون بازار اوراق بهادار جمهوری اسلامی ایران، عبارتند از:

۱. بانک‌ها و بیمه‌ها؛

۲. هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار؛

۳. هر شخص حقیقی یا حقوقی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال از ارزش اسمیِ اوراق بهادارِ در دست انتشارِ ناشر را خریداری کند؛

۴. سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی؛

۵. شرکت‌های دولتی و

۶. اعضای هیأت مدیره و مدیران ناشر یا اشخاصی که کارکرد مشابه دارند»[۵].

۵. تعداد بلوک سهامداران عمده: مهمترین عامل اثرگذار بر کنترل و ادارهٔ شرکت‌ها، ترکیب مالکیت و به خصوص میزان تمرکز مالکیت سهام شرکت‌ها در دست سهامداران عمده است. بنابراین در این پژوهش، تعداد سهامدارانی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال ارزش اسمیِ کل سهام منتشرهٔ شرکت را در اختیار داشته باشند، به عنوان تعداد بلوکهٔ سهامداران عمده یا تمرکز مالکیت محسوب می‌شوند.

٦. وجود سهامداران کنترلی: سهامدار کنترلی، شخص یا شرکتی است که مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهام دارای حق رأی شرکت را در اختیار دارد. این سهامدار می‌تواند با توجه به در اختیار داشتن مالکیت بیش از نیمی از شرکت، به طور قابل توجهی بر شرکت نظارت داشته و در واقع می‌تواند بر شرکت اعمال مدیریت نماید. بنابراین، چنانچه شخص یا شرکتی، مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهامِ دارای حق رأی شرکت را در اختیار داشته باشد، برای آن از متغیر مصنوعی یک و در غیر این صورت از متغیر مصنوعی صفر استفاده می‌شود.

۷. کیفیت حسابرسی: دی آنجلو، کیفیت حسابرسی را چنین تعریف می‌کند: احتمال کشف و گزارش تحریفاتِ مهم در صورت‌های مالی. همچنین او معتقد است که مؤسسات حسابرسی بزرگ، خدمات حسابرسی را با کیفیت بالاتری ارائه می‌کنند. همچنین، او در پژوهش خود به این نتیجه دست یافت که مؤسسات حسابرسی بزرگ‌تر، انگیزهٔ بیش‌تری برای گزارش صادقانه دارند و خدمات حسابرسی با کیفیت‌تری ارائه می‌کنند، زیرا آن‌ها علاقه‌مندند که به شهرت بیش‌تری در بازار کار دست یابند و از آنجا که

Archive of SID

www.SID.ir

صاحبکاران زیادی دارند، نگران از دست دادن آن‌ها نیستند[۱۸]. از این رو در این پژوهش، سازمان حسابرسی، به خاطر داشتن کارکنان زیاد و قدمت بیش‌تر، به عنوان مؤسسهٔ حسابرسی بزرگ و با کیفیت حسابرسی بالا (متغیر مصنوعی یک) و سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران رسمی ایران، به خاطر داشتن کارکنان کمتر و قدمت کمتر، به عنوان مؤسسات حسابرسی کوچک و با کیفیت حسابرسی پایین(متغیر مصنوعی صفر) در نظر گرفته می‌شوند.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش به صورت زیر تعریف و محاسبه می‌شوند:

۱. اندازهٔ شرکت: با استفاده از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

۲. اهرم مالی: با استفاده از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

۳. شاخص سودآوری: با استفاده از نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، محاسبه می‌شود.

٤. شاخص رشد شرکت: از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری کل بدهی‌ها بر ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت سنجیده می‌شود.

۵. نرخ بازده دارایی‌ها: با استفاده از نسبت سود خالص شرکت به کل دارایی‌ها اندازه گرفته می‌شود.

٦. نسبت جاری: نسبت دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری است.

۷. نسبت پوشش هزینهٔ بهره: از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات(سود عملیاتی) بر هزینه‌های مالی(بهره) حاصل می‌شود.

۸. دارایی‌های ثابت مشهود: از تقسیم ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات بر کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. این مدل، بدین صورت است:

$$WACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 BRDSIZE_{it} + \beta_2 BRDIND_{it} + \beta_3 DUAL_{it} + \beta_4 OWNER_{it} + \beta_5 BLOCK_{it} + \beta_6 CONTROL_{it} + \beta_7 AUD_{it} + \beta_8 SIZE_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} BTM_{it} + \beta_{11} GROWTH_{it} + \beta_{12} ROA_{it} + \beta_{13} CURRENT_{it} + \beta_{14} INTCOV_{it} + \beta_{15} PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل:

$WACC_{it}$ = میانگین موزون هزینهٔ سرمایهٔ شرکت i در سال t؛

$BRDSIZE_{it}$ = تعداد اعضای هیأت مدیرهٔ شرکت i در سال t؛

$BRDIND_{it}$ = نسبت اعضای غیرموظف در هیأت مدیرهٔ شرکت i در سال t؛

$DUAL_{it}$ = دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل شرکت i در سال t؛

$OWNER_{it}$ = درصد مالکیت سهامداران نهادی شرکت i در سال t؛

$BLOCK_{it}$ = تعداد بلوک سهامداران عمدهٔ شرکت i در سال t؛

$CONTROL_{it}$ = وجود یا عدم وجود سهامداران کنترلی برای شرکت i در سال t؛

AUD_{it} = متغیر کیفیت حسابرسی شرکت i در سال t؛

$SIZE_{it}$ = اندازهٔ شرکت i در سال t؛

LEV_{it} = اهرم مالی شرکت i در سال t؛

Archive of SID

www.SID.ir

BTM_{it} = نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در سال t؛

$GROWTH_{it}$ = شاخص رشد شرکت i در سال t؛

ROA_{it} = نرخ بازده دارایی‌های شرکت i در سال t؛

$CURRENT_{it}$ = نسبت جاری شرکت i در سال t؛

$INTCOV_{it}$ = نسبت پوشش هزینهٔ بهرهٔ شرکت i در سال t؛

PPE_{it} = ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات(دارایی‌های ثابت مشهود) شرکت i در سال t؛

ε_{it} = جزء خطای مدل برای شرکت i در سال t؛

β_0= ضریب ثابت(عرض از مبدأ) و β_1 تا β_{15}= ضرایب متغیرهای مستقل و کنترلی هستند.

آزمون‌های آماری

در ابتدا برای بررسی این‌که آیا در برآورد مدل از روش اثرات مشترک استفاده شود یا اثرات ثابت، از آزمون F لیمر استفاده شد. نتایج آزمون F لیمر برای همهٔ نمونه‌های آماری(کل و فرعی) که در جدول(۴) ارائه شده است، روش اثرات ثابت را در سطح خطای کمتر از ۱ درصد تأیید کرد. بنابراین، برای بررسی این مسأله که آیا تخمین مدل با اثرات ثابت مناسب است یا اثرات تصادفی، از آزمون هاسمن استفاده شد. با توجه به این‌که سطح خطای آمارهٔ هاسمن در همهٔ نمونه‌ها بیش‌تر از ۵ درصد است، مناسب‌ترین روش برای تخمین مدل رگرسیونی دوم، روش اثرات تصادفی است.

یافته‌های پژوهش

جدول (٤) آزمون‌های آماری مدل رگرسیونی پژوهش برای کل نمونهٔ آماری و نمونه‌های فرعی

نمونه‌ها	نوع آزمون	آمارهٔ‌آزمون	درجهٔ آزادی	سطح معنی‌داری	نتیجهٔ آزمون
کل نمونهٔ آماری	F لیمر	۲/۱۶۵۴	۱۳۹/۶۸۵	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۱۸/۴۲۶۰	۱۵	۰/۲۴۰۹	روش اثرات تصادفی
سازمان حسابرسی(کیفیت بالا)	F لیمر	۲/۸۲۰۴	۳۴/۵۱	۰/۰۰۰۴	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۲۰/۲۹۳۸	۱۴	۰/۱۲۱۱	روش اثرات تصادفی
سایر مؤسسات حسابرسی (کیفیت پایین)	F لیمر	۲/۰۹۶۷	۱۱۵/۵۲۱	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۱۲/۱۰۰۲	۱۴	۰/۵۹۸۳	روش اثرات تصادفی
شرکت‌های بزرگ	F لیمر	۳/۸۳۹۱	۳۴/۱۶۰	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۸/۵۲۱۸	۱۵	۰/۹۳۴۸	روش اثرات تصادفی
شرکت‌های کوچک	F لیمر	۱/۹۰۰۲	۱۰۴/۵۱۰	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۷/۱۱۸۱	۱۵	۰/۹۵۴۳	روش اثرات تصادفی
شرکت‌های هموارساز	F لیمر	۲/۱۶۸۴	۸۸/۴۳۰	۰/۰۰۰۰	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۱۶/۹۸۰۱	۱۵	۰/۳۲۰۱	روش اثرات تصادفی
شرکت‌های غیرهموارساز	F لیمر	۲/۱۴۴۶	۵۰/۲۴۰	۰/۰۰۰۱	روش اثرات ثابت
	هاسمن	۱۵/۳۵۴۳	۱۵	۰/۴۲۶۲	روش اثرات تصادفی

Archive of SID

www.SID.ir

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش که با استفاده از روش اثرات تصادفی بر روی نمونه‌های آماری پژوهش انجام شده، در جدول(۵) ارائه شده است. در ادامه، نتایج آزمون هر یک از فرضیه‌های پژوهش با توجه به تقسیم‌بندی نمونه‌ها ارائه می‌شود.

فرضیهٔ اول: بین انداهٔه هیأت مدیره و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیهٔ اول نشان داده است که بین اندازهٔ هیأت مدیره و هزینهٔ سرمایه در نمونه‌های فرعی سازمان حسابرسی، سایر مؤسسات حسابرسی، شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های غیرهموارساز سود، به ترتیب در سطوح خطای کمتر از ۵ درصد، ۱۰ درصد، ۱۰ درصد و ۱۰ درصد، رابطهٔ منفی(۰/۰۰۸۸۳-، ۰/۰۳۰۶-، ۰/۰۶۶۳- و ۰/۰۳۲۰-)[1] و معنی‌داری وجود دارد. اما به دلیل سطح خطای بیش از ۱۰ درصد در سایر نمونه‌های آماری پژوهش(کل شرکت‌ها، شرکت‌های کوچک و شرکت‌های هموارساز)، رابطهٔ معنی‌داری بین تعداد اعضای موجود در هیأت مدیرهٔ شرکت‌ها و هزینهٔ تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام، مشاهده نشده است. بنابراین فرضیهٔ اول فقط برای نمونه‌های فرعی بالا مورد تأیید است.

فرضیهٔ دوم: بین استقلال اعضای هیأت مدیره و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ دوم بیانگر آن است که از نظر آماری، رابطهٔ معنی‌داری بین استقلال اعضای هیأت مدیره و میانگین موزون هزینهٔ سرمایه در همهٔ نمونه‌های آماری پژوهش وجود ندارد. در نتیجه، این فرضیه تأیید نمی‌شود.

فرضیهٔ سوم: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیهٔ سوم، حاکی از آن است که بین تصدی پست مدیرعاملی و رئیس یا نائب رئیس هیأت مدیره توسط یک نفر، به عنوان دوگانگی مدیرعامل و هزینهٔ تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام در همهٔ نمونه‌های آماری پژوهش، رابطهٔ معنی‌داری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیهٔ سوم هم رد می‌شود.

فرضیهٔ چهارم: بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیهٔ چهارم، فقط برای نمونهٔ آماری شرکت‌های بزرگ، حاکی از آن است که بین درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و هزینهٔ سرمایه در سطح خطای کمتر از ۱ درصد، رابطهٔ مثبت(۰/۲۵۱۵) و معنی‌داری وجود دارد. اما برای سایر نمونه‌ها(کل شرکت‌ها، سازمان حسابرسی، سایر مؤسسات حسابرسی، شرکت‌های کوچک و شرکت-های هموارساز و غیرهموارساز)، بین درصد سهام نگهداری شده توسط صندوق‌های بازنشستگی، بانک-ها، شرکت‌های بیمه، سازمان تأمین اجتماعی، شرکت-های سرمایه‌گذاری و بنیادها و نهادهای انقلاب اسلامی به عنوان سرمایه‌گذاران نهادی و میانگین موزون هزینهٔ سرمایه به دلیل سطح خطای بیش‌تر از ۱۰ درصد، رابطهٔ معنی‌داری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیهٔ چهارم پژوهش فقط برای شرکت‌های بزرگ مورد تأیید است.

۱. اعداد داخل پرانتز، ضرایب متغیر مستقل مربوطه هستند.

Archive of SID

www.SID.ir

فرضیهٔ پنجم: بین تعداد بلوک سهامداران عمده و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج آزمون این فرضیه، فقط برای شرکت‌هایی که توسط سایر مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی و بررسی قرار گرفته‌اند، نشان داده است که بین تعداد بلوک سهامداران عمده و هزینهٔ سرمایه در سطح خطای کمتر از ۱۰ درصد رابطهٔ منفی(۰/۰۰۳۸-) و معنی‌داری وجود دارد. اما نتایج آزمون این فرضیه برای سایر نمونه‌های پژوهش(کل شرکت‌ها، سازمان حسابرسی، شرکت‌های بزرگ و کوچک و شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز) نشان داده است که بین تعداد سهامدارانی که بیش از ۵ درصد یا بیش از ۵ میلیارد ریال ارزش اسمی کل سهام منتشرهٔ شرکت را در اختیار دارند و هزینهٔ تأمین مالی از طریق اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران، رابطهٔ معنی‌داری وجود ندارد. بنابراین، فرضیهٔ پنجم فقط برای شرکت‌هایی که توسط سایر مؤسسات حسابرسی مورد رسیدگی قرار می‌گیرند، تأیید می‌شود.

فرضیهٔ ششم: بین وجود سهامداران کنترلی و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

نتایج آزمون فرضیهٔ ششم، حاکی از آن است که بین وجود سهامداران کنترلی و هزینهٔ سرمایه در نمونه‌های سازمان حسابرسی و شرکت‌های بزرگ، در سطح خطای کمتر از ۱ درصد، رابطهٔ منفی(۰/۰۸۰۸- و ۰/۲۱۵۳-) و معنی‌داری وجود دارد. اما به دلیل سطح خطای بیش از ۱۰ درصد در سایر نمونه‌های آماری پژوهش(کل شرکت‌ها، سایر مؤسسات حسابرسی، شرکت‌های کوچک و شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز)، رابطهٔ معنی‌داری بین مالکیت بیش از ۵۰ درصد سهامِ دارای حق رأی شرکت توسط شخص یا شرکتی و هزینهٔ تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام، مشاهده نشده است. بنابراین فرضیهٔ ششم، فقط برای نمونه‌های سازمان حسابرسی و شرکت‌های بزرگ تأیید می‌شود.

فرضیهٔ هفتم: بین کیفیت حسابرسی و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ معنی‌داری وجود دارد.

آزمون فرضیهٔ هفتم نشان می‌دهد که بین کیفیت حسابرسی و هزینهٔ تأمین مالی از طریق اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران، در همهٔ نمونه‌های آماری پژوهش(کل شرکت‌ها، شرکت‌های بزرگ و کوچک و شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز)، رابطهٔ معنی‌داری وجود ندارد. در نتیجه، فرضیهٔ هفتم هم رد می‌شود.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول (۵) نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر روی کل نمونهٔ آماری

متغیرها/ نمونه‌های آماری	کل نمونهٔ آماری	نمونه‌های فرعی تحقیق					
		براساس اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی		اندازهٔ شرکت‌ها		شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود	
		سازمان حسابرسی	سایر مؤسسات حسابرسی	شرکت‌های بزرگ	شرکت‌های کوچک	هموارساز سود	غیرهموارساز سود
عرض از مبدأ	۰/۳۱۸۵***	۰/۶۴۷۱***	۰/۳۳۳۶***	−۰/۶۲۷۵***	۰/۰۵۸۸	۰/۱۶۶۱	۰/۳۳۳۱***
اندازهٔ هیأت مدیره	−۰/۰۲۰۳	−۰/۰۸۸۳**	−۰/۰۳۰۶*	−۰/۰۶۶۳*	−۰/۰۱۲۱	−۰/۰۱۰۱	−۰/۰۳۲۰**
استقلال اعضای هیأت مدیره	۰/۰۱۲۱	۰/۰۴۴۰	۰/۰۰۹۴	−۰/۰۲۱۳	۰/۰۲۵۸	۰/۰۲۷۹	−۰/۰۰۴۲
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	−۰/۰۰۰۸	۰/۰۲۳۵	−۰/۰۰۸۷	۰/۰۲۰۶	−۰/۰۱۰۲	۰/۰۰۱۰	−۰/۰۱۳۷
درصد مالکیت سهامداران نهادی	−۰/۰۰۰۵	−۰/۰۷۷۵	۰/۰۱۱۶	۰/۲۵۱۵***	−۰/۰۴۴۶	۰/۰۳۰۹	۰/۰۰۳۰
تعداد بلوک سهامداران عمده	−۰/۰۰۱۹	−۰/۰۰۱۶	−۰/۰۰۳۸*	−۰/۰۰۴۴	۰/۰۰۲۵	−۰/۰۰۰۲	−۰/۰۰۲۵
وجود سهامداران کنترلی	−۰/۰۰۹۲	−۰/۰۸۰۸***	−۰/۰۰۴۸	−۰/۲۱۵۳***	۰/۰۰۹۰	−۰/۰۲۱۲	−۰/۰۰۸۸
کیفیت حسابرسی	۰/۰۰۵۵	−	−	۰/۰۴۴۰	−۰/۰۱۴۱	−۰/۰۰۸۰	۰/۰۲۸۵
اندازهٔ شرکت	۰/۰۰۳۴	−۰/۰۰۶۲	۰/۰۰۴۵	۰/۰۷۲۵***	۰/۰۰۷۳	۰/۰۰۳۰	۰/۰۰۴۹
اهرم مالی	۰/۰۱۶۷	۰/۲۴۲۲***	۰/۰۱۳۴	−۰/۰۵۸۰**	۰/۱۶۵۷***	۰/۰۵۲۳	۰/۰۰۱۴
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	−۰/۰۱۶۱***	−۰/۰۳۹۱***	−۰/۰۱۴۹**	۰/۰۲۲۵	−۰/۰۰۹۲*	−۰/۰۰۷۶	−۰/۰۱۶۸**
شاخص رشد شرکت	۰/۰۰۶۰	−۰/۰۴۹۳	۰/۰۰۸۲	۰/۰۵۳۱**	۰/۰۱۶۵	۰/۰۰۷۱	۰/۰۰۸۷
بازده دارایی‌ها	۰/۱۵۰۸***	۰/۵۹۰۷***	۰/۱۴۱۱***	۰/۱۸۶۶**	۰/۲۲۰۵***	−۰/۰۲۰۸	۰/۲۶۹۹***
نسبت جاری	−۰/۰۷۵۶*	۰/۰۱۳۱	−۰/۰۱۴۳	−۰/۰۲۹۶	۳/۰۲۰۰***	۰/۰۰۲۶	۲/۱۳۰۰
نسبت پوشش هزینهٔ بهره	-۵/۴۹۰۰	۰/۰۱۱۱	-۷/۴۴۰۰	۷/۶۱۰۰	۰/۰۰۰۱	-۹/۴۶۰۰**	۶/۱۳۰۰
دارایی‌های ثابت مشهود	−۰/۰۲۳۱	۰/۰۰۹۶	−۰/۰۸۱۵*	−۰/۰۶۹۴	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۱۵	−۰/۱۲۵۵***
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۳۱۰	۰/۱۳۴۵	۰/۰۳۷۱	۰/۴۲۹۸	۰/۰۶۰۹	−۰/۰۰۰۰۳۹	۰/۱۵۲۶
آمارهٔ F	۲/۷۹۰۳	۲/۰۹۸۵	۲/۷۸۹۶	۴/۲۱۵۲	۳/۷۱۷۲	۰/۹۹۸۶	۴/۶۶۲۶
سطح معنی‌داری آمارهٔ F	۰/۰۰۰۳	۰/۰۱۹۶	۰/۰۰۰۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۵۴۹	۰/۰۰۰۰
آمارهٔ دوربین-واتسون	۱/۷۹۰۰	۲/۱۵۴۳	۱/۷۱۹۷	۲/۳۶۰۳	۱/۸۱۱۰	۱/۷۷۲۵	۱/۸۹۹۲

*** معنی‌داری در سطح خطای کمتر از ۱درصد، ** معنی‌داری در سطح خطای کمتر از ۵ درصد و * معنی داری در سطح خطای کمتر از ۱۰ درصد را نشان می‌دهد.

همان‌طور که در جدول(۵) مشاهده می‌شود، مقدار آمارهٔ F برابر با ۲/۷۹۰۳ و سطح معنی‌داری آن برابر با ۰/۰۰۰۳ است. از آنجا که سطح معنی‌دار کمتر از سطح خطای ۱ درصد است، بیانگر کفایت کلی مدل رگرسیونی است. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۰۳۱۰ است که مقدار خوبی نیست و برازش مناسبی را از تغییرات متغیر هزینهٔ سرمایه توسط متغیرهای توضیحی ارائه نمی‌کند. مقادیر آمارهٔ دوربین-واتسون محاسبه شده بین ۱,۵ و ۲,۵ قراردارند. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که اجزای اخلال مدل در دورهٔ مورد بررسی، مستقل هستند. به عبارت دیگر، مقادیر اجزای اخلال مدل، تصادفی بوده و فرض وجود خودهمبستگی بین متغیرها رد می‌شود.

ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد رسیدگی قرار می‌گیرند(۱۳/۴۵ درصد)، بزرگ‌تر از ضریب تعیین تعدیل شدهٔ شرکت-هایی است که توسط سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران مورد رسیدگی قرار می‌گیرند(۳/۷۱ درصد)؛ همچنین ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌های بزرگ(۴۲/۹۸ درصد) بیش‌تر از ضریب تعیین تعدیل شدهٔ شرکت‌های کوچک است(۶/۰۹ درصد) و ضریب تعیین تعدیل شده در شرکت‌های غیرهموارساز سود(۱۵/۲۶ درصد)، بزرگ‌تر از ضریب تعیین تعدیل شدهٔ شرکت‌های هموارساز سود است(۰/۰۰۳۹- درصد) که این موضوع نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی مورد رسیدگی قرار می‌گیرند و نیز در شرکت‌های بزرگ و

Archive of SID

www.SID.ir

غیرهموارساز سود، رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی با هزینهٔ سرمایه قوی‌تر است.

نتیجه‌گیری

حاکمیت شرکتی، مجموعهٔ روابطِ بین مدیریت، هیأت مدیره، سهامداران و سایر ذی‌نفعان در یک شرکت است که ساختاری را فراهم می‌کند تا از طریق آن، اهداف شرکت تدوین و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوهٔ نظارت بر عملکرد مدیران مشخص شود. از طرف دیگر، حسابرسان مستقل می‌توانند با اطمینان دادن به سهامداران در مورد کیفیت صورت‌های مالی تهیه شده، هزینه‌های نمایندگی را کاهش داده و به سهامداران این امکان را بدهند که بر مبنای صورت‌های مالی حسابرسی شده، قراردادهایی دقیق، روشن و کارا با مدیران تنظیم نمایند. بنابراین، نظام حاکمیت شرکتیِ قوی و کیفیت بالای حسابرسی موجب می‌شوند تا شرکت‌ها اطلاعات مالی با کیفیت و شفاف‌تری ارائه نمایند که از طریق آن ریسک اطلاعاتی اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران کاهش یافته و در نتیجه هزینهٔ سرمایهٔ شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهند. هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینهٔ سرمایهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و بدین منظور، با استفاده از فرمول کوکران، نمونه‌ای به میزان ۱۴۰ شرکت در سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۹۰ انتخاب شد. برای بررسی دقیق‌تر موضوع پژوهش، نمونهٔ انتخابی به نمونه‌های فرعی شرکت‌های مورد رسیدگی توسط سازمان حسابرسی و سایر مؤسسات حسابرسی عضو جامعهٔ حسابداران رسمی، شرکت‌های بزرگ و کوچک و در نهایت شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود تقسیم گردید. از اندازهٔ هیأت مدیره، استقلال اعضای هیأت مدیره، دوگانگی مدیرعامل، درصد مالکیت سهامداران نهادی، تعداد بلوک سهامداران عمده و وجود یا عدم وجود سهامداران کنترلی، به عنوان مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و از اندازهٔ حسابرس به عنوان کیفیت حسابرسی و همچنین به عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده است. در پژوهش حاضر، با استفاده از آزمون‌های آماری F لیمر و هاسمن، روش اثرات تصادفی برای برازش مدل رگرسیونی انتخاب گردید.

با توجه به نتایج به‌دست آمده از آزمون فرضیه‌های پژوهش، می‌توان بیان کرد که حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی، تأثیر معنی‌داری بر هزینهٔ سرمایهٔ کل شرکت‌های عضو نمونهٔ آماری ندارند. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که نظارت مؤثر هیأت مدیره و سرمایه‌گذاران کنترلی، نهادی و عمده و همچنین انجام حسابرسی با کیفیت بالا، بر هزینهٔ تأمین مالی از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام تأثیری ندارد و موجب کاهش هزینهٔ تأمین مالی نمی‌شود. نتایج به‌دست آمده با نتایج پژوهش‌های پیوت و میسونیر[۲۷] مطابق و با نتایج پژوهش‌های اشباق و همکاران[۱۲]، رگالی و سوانا[۲۹]، لین و همکاران[۲۳]، چن و همکاران[۱۵] و حاجیها و سبحانی[۲۱] مخالف است.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر روی نمونه‌های فرعی، حاکی از آن است که مورد حسابرسی قرار گرفتن شرکت‌ها توسط سازمان حسابرسی و سایر مؤسسات حسابرسی و بزرگی هیأت مدیره در شرکت‌های بزرگ و غیرهموارساز سود، باعث کاهش میانگین موزون هزینهٔ سرمایه برای این شرکت‌ها خواهد شد. همچنین وجود سهامدارانی بیش از ۵ درصد سهام شرکت‌ها را در اختیار دارند، در شرکت‌هایی که حسابرس کوچک دارند، باعث کاهش هزینهٔ تأمین

Archive of SID

www.SID.ir

مالی می‌شود؛ همچنین وجود سهامداران کنترلی در شرکت‌های بزرگ که حسابرس بزرگ دارند، باعث کاهش هزینهٔ تأمین مالی از طریق اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاران می‌شود، اما درصد بالای مالکیت نهادی در شرکت‌های بزرگ، هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها را افزایش می‌دهد.

نتایج آزمون متغیرهای کنترلی نشان داده است که در کل شرکت‌های عضو نمونهٔ آماری، بین بازده دارایی‌ها و هزینهٔ سرمایه رابطهٔ مثبت و معنی‌دار، و اما بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت جاری با هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون متغیرهای کنترلی بر روی نمونه‌های فرعی نشان می‌دهد که نسبت بالای بدهی برای شرکت‌های مورد رسیدگی توسط سازمان حسابرسی، بر هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها تأثیر افزایشی دارد. اما برای شرکت‌های مورد رسیدگی توسط سایر مؤسسات، نسبت بدهی، تأثیری بر هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها ندارد. نسبت بالای بدهی برای شرکت‌های بزرگ باعث کاهش هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها می‌شود؛ اما برای شرکت‌های کوچک، منجر به افزایش هزینهٔ سرمایهٔ آن‌ها خواهد شد. در شرکت‌های غیرهموارساز سود، بین بازده دارایی‌ها و هزینهٔ سرمایه، رابطهٔ مثبت و معنی‌داری وجود دارد. اما در شرکت‌های هموارساز سود، این رابطه معنی‌دار نیست. خلاصهٔ نتایج پژوهش در جدول(۶) ارائه شده است:

جدول (٦) خلاصهٔ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش

متغیرهای مستقل تحقیق	متغیر وابسته: میانگین موزون هزینهٔ سرمایه													
	نمونه‌های فرعی تحقیق													
	کل نمونهٔ آماری		براساس اندازهٔ مؤسسهٔ حسابرسی				اندازهٔ شرکت‌ها				شرکت‌های هموارساز و غیرهموارساز سود			
			سازمان حسابرسی		سایر مؤسسات حسابرسی		شرکت‌های بزرگ		شرکت‌های کوچک		هموارساز سود		غیرهموارساز سود	
	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه
اندازهٔ هیأت مدیره	رد	---	تأیید	منفی	تأیید	منفی	تأیید	منفی	رد	---	رد	---	تأیید	منفی
استقلال اعضای هیأت مدیره	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---
درصد مالکیت سهامداران نهادی	رد	---	رد	---	رد	---	تأیید	مثبت	رد	---	رد	---	رد	---
تعداد بلوک سهامداران عمده	رد	---	رد	---	تأیید	منفی	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---
وجود سهامداران کنترلی	رد	---	تأیید	منفی	رد	---	تأیید	منفی	رد	---	رد	---	رد	---
کیفیت حسابرسی	رد	---	-	-	-	-	رد	---	رد	---	رد	---	رد	---

منابع

[۱] احمدپور، احمد؛ محمد کاشانی پور و محمدرضا شجاعی. (۱۳۸۹). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینهٔ

[۲] تأمین مالی از طریق بدهی(استقراض). *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۷ (۶۲)، صص ۳۲-۱۷.

[۳] پناهیان، حسین و میثم عرب زاده. (۱۳۸۷). بررسی و شناسایی مدل‌های هزینهٔ سرمایه و عوامل مؤثر بر هزینهٔ سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران. *بصیرت*، ۱۵ (۴۰)، صص ۱۰۳-۸۵.

[۴] رحیمیان، نظام‌الدین؛ نرگش رضاپور و حسین اخضری. (۱۳۹۰). نقش مالکان نهادی در کیفیت

Archive of SID

www.SID.ir

حسابرسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *دانش حسابرسی*، ۱۱ (۴۵)، ص ۶۸-۸۱.

[۵] ریموندپی، نوو. (۱۳۷۸). مدیریت مالی. ترجمه و اقتباس علی جهانخانی و علی پارسائیان. تهران: سمت.

[۶] شرکت اطلاع رسانی بورس. (۱۳۸۷). قوانین و مقررات بازار سرمایه.

[۷] عباسی، احمدرضا. (۱۳۸۲). بررسی رابطهٔ بین هزینهٔ سرمایه با سطح افشای اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامهٔ کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی تهران.

[۸] نوروش، ایرج و علیرضا مجیدی. (۱۳۸۴). بررسی رابطهٔ بین کیفیت سود و هزینهٔ سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری برق*، شمارهٔ ۴۳.

[۹] نیکخواه آزاد، علی. (۱۳۷۹). بیانیهٔ مفاهیم بنیادی حسابرسی. تهران، کمیتهٔ تدوین رهنمودهای حسابرسی-سازمان حسابرسی، نشریهٔ شماره ۱۲۱.

[10] Abor, J. and Biekpe, N. (2005). Does corporate governance affect the capital structure decisions of Ghanaian SMEs?. *Working paper*.

[11] Afkhami Rad, S. (2014). The Relationship between Corporate Governance Practices and Cost of Capital in Large Listed Companies of New Zealand and Singapore. PhD Dissertation in Finance Department, The University of Waikato.

[12] Al-Thuneibat, A.A., Khamees, A.B., and Al-Fayoumi, N.A. (2007). The Effect of Qualified Auditors' Opinions on Share Prices: Evidence from Jordan. *Managerial Auditing Journal,* 23(1), pp. 84-101.

[13] Ashbaugh, H., Collins, D.W., and LaFond, R. (2004). Corporate Governance and the Cost of Equity Capital. *Working Paper*.

[14] Baltagi, B. (1995). Econometric Analysis of Panel Data. 1st Edition, New York: John Wiley & Sons Press.

[15] Black, F. (1993). Choosing Accounting Rules. *Accounting Horizons,* 7, pp.1-17.

[16] Chen, H., Chen, J.Z., Lobo, G.J., and Wang, Y. (2011). Effects of Audit Quality on Earnings Management and Cost of Equity Capital: Evidence from China. *Contemporary Accounting Research,* 28(3), pp. 892-925.

[17] Cochran, W. G. (1977). Sampling Techniques. New York: John Wiley & Sons.

[18] Davidson, R., Goodwin-Stewart, J., and Kent, P. (2005). Internal Governance Structures and Earnings Management. *Accounting & Finance,* 45(2), pp. 241-267.

[19] DeAngelo, L.E. (1981). Auditor Size and Audit Quality. Journal *of Accounting and Economics,* 3(3), pp. 183-199.

[20] Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research,* 46(5), pp. 1143-1181.

[21] Eckel, N. (1981). The Income Smoothing Hypothesis Revisited. *Abacus,* 17(1), pp. 28-40.

[22] Hajiha, Z., and Sobhani, N. (2012). Audit Quality and Cost of Equity Capital: Evidence of Iran. *International Research Journal of Finance and Economics,* 94, pp. 161-171.

[23] Karjalainen, J. (2011). Audit Quality and Cost of Debt Capital for Private Firms: Evidence from Finland. *International Journal of Auditing,* 15(1), pp. 88-108.

[24] Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., and Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics,* 100(1), pp. 1-23.

[25] Lin, Z.J., and Liu, M. (2009). The Impact of Corporate Governance on Auditor Choice: Evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation,* 18(1), pp. 44-59.

[26] Moeinadin, M., Dehghan Dehnavi, H., and Mirbafghi, M.H. (2013). Impact of Corporate Governance Mechanisms on the Financial Decisions and Cost of Equity of the Firms Listed on the Tehran Stock Exchange. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business,* 5(7), pp. 449-464.

Archive of SID

www.SID.ir

[27] Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). (2004). OECD Principles of Corporate Governance. OECD, Paris.

[28] Piot, C., and Missonier, F. (2007). Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies. *Working Paper*.

[29] Ramly, Z. (2012). Impact of Corporate Governance Quality on the Cost of Equity Capital in an Emerging Market: Evidence from Malaysian listed firms. *African Journal of Business Management,* 6(4), pp. 1733-1748.

[30] Regalli, M., and Soana, M.G. (2012). Corporate Governance Quality and Cost of Equity in Financial Companies. *International Journal of Business Administration,* 3(2), pp. 2-16.

[31] Trueman, B., and Titman, S. (1988). An Explanation for Accounting Income Smoothing. *Journal of Accounting Research,* 26, pp. 127-139.

Archive of SID

www.SID.ir