بررسی‌های حسابداری و حسابرسی Quarterly Journal of The Iranian Accounting and Auditing Review
دانشکدهٔ مدیریت دانشگاه تهران
دورهٔ ۲۴، شمارهٔ ۲
تابستان ۱۳۹۶
صص. ۲۲۰- ۱۹۷

بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمزه دیدار[۱]، خدیجه بیکی[۲]

چکیده: تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه به سبب تأثیر آن بر ارزش شرکت از مشکل‌ترین وظایفی است که مدیران هر شرکتی با آن مواجه می‌شود. از طرفی استقرار نظام حاکمیت شرکتی به اجرای اثربخش وظایف هیئت‌مدیره و رعایت الزامات قانونی کمک مؤثری می‌کند. هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این ارزیابی از طریق اندازه‌گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس ۶۹ عامل انجام گرفته است. برای آزمون، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دورهٔ زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) استفاده شده است. در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده‌های تلفیقی انجام گرفته است. نتایج پژوهش بیان‌کنندهٔ این است که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطهٔ مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل‌کننده ندارد.

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، سطح بدهی، کیفیت حاکمیت شرکتی، مازاد بازده سهام، متغیر تعدیل‌کننده.

۱. استادیار حسابداری، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران
۲. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکدهٔ اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹٤/۱۱/۱۸
تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹٦/۰۲/۱٦
نویسندهٔ مسئول مقاله: حمزه دیدار
E-mail: h.didar@urmia.ac.ir
DOI: 10.22059/acctgrev.2017.200297.1007242

Archive of SID
www.SID.ir

مقدمه

هدف اصلی حسابداری، ارائهٔ اطلاعات سودمند برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان است. استفاده‌کنندگان می‌توانند بر اساس این اطلاعات، وضعیت فعلی بنگاه‌های اقتصادی را تفسیر کرده و وضعیت آتی آن را پیش‌بینی کنند و نسبت به اتخاذ تصمیم‌های مناسب اقدام نمایند (اسکات، ۲۰۰۳). یکی از مشکلات سرمایه‌گذاران، کارایی ضعیف بازارهای سرمایه و عدم اطمینان از کسب بازده مورد انتظار است. همواره در این موقعیت، گروهی از افراد به‌دلیل دسترسی به اطلاعات بیشتر نسبت به دیگران بازده غیرعادی بیشتری کسب می‌کنند.

همواره ترکیب ساختار بهینهٔ سرمایه و مدیریت ریسک شرکت‌ها یکی از چالش‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی بوده است. چنانچه در این ترکیب میزان بدهی‌ها نامناسب باشد، ریسک درماندگی شرکت افزایش می‌یابد. اگر میزان حقوق صاحبان سهام نامتعادل باشد، موجب افزایش هزینهٔ سرمایه می‌شود.

از سوی دیگر، یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است که خود به‌تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند.

امروزه اگر شرکت‌ها بخواهند از مزایای جهانی‌شدن سرمایه بهره‌مند شوند و قابلیت آن را داشته باشند که سهام خود را در بورس‌های معتبر دنیا عرضه کرده و از این طریق سرمایه‌های کم‌هزینه و بلندمدتی را جذب کنند، عواملی از جمله برنامهٔ منظم و مدونی تحت نظام حاکمیت شرکتی ضرورت دارد. تصمیمات تأمین مالی، یکی از تصمیمات استراتژیک در ادارهٔ شرکت‌هاست که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد (حسن و بوث، ۲۰۰۹). با توسعهٔ شرکت‌های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت‌مدیرهٔ شرکت‌ها، این سؤال به‌صورت جدی‌تر مطرح می‌شود: مدیرانی که در واقع مالک شرکت نیستند، چگونه می‌توانند پیگیر منافع سهامداران (مالکان مؤسسه) باشند؟ با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیئت‌مدیره، توجه به نظام حاکمیت شرکتی به‌صورت چشمگیری افزایش یافته است. برای این منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و افزایش شفافیت اطلاعات در شرکت‌های سهامی ضروری است (معین‌الدین، اردکانی، یزدی و میمند، ۱۳۹۲).

نظام حاکمیت شرکتی در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل است. در این ساختار نه تنها منافع سهامداران تضمین می‌شود، بلکه شرکت در مقابل اشخاصی نظیر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و در نهایت جامعه نیز پاسخگو است (سجادی، ۱۳۸۸). از سوی دیگر، همان‌طور که در بالا بیان شد، تصمیم‌گیری

Archive of SID

www.SID.ir

دربارهٔ ساختار سرمایه به‌معنای نحوهٔ تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش و بازده شرکت تأثیرگذار است. هر مدیری به‌عنوان نمایندهٔ صاحبان سهام، باید تلاش کند ساختار سرمایهٔ شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم نماید که هزینهٔ سرمایهٔ شرکت به حداقل برسد و در نتیجه، ارزش شرکت و بازده سهامداران حداکثر شده و انتظار سهامداران برآورده شود (محسنی، ۱۳۷۷). با توجه به مباحث مطرح شده، ضرورت تحقیقی که بتواند اهمیت نظام حاکمیت شرکتی را بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده شرکت‌ها بررسی کند، به خوبی احساس می‌شود. این تحقیق در پی یافتن پاسخی به این پرسش است که آیا کیفیت حاکمیت شرکتی، بر رابطهٔ بین سطح بدهی و مازاد بازده شرکت، اثر تعدیل‌کننده‌ای دارد؟

پیشینهٔ نظری پژوهش

ساختار سرمایه و مازاد بازده سهام

مهم‌ترین دلیل مؤثر در انتخاب سرمایه‌گذاری، توجه سرمایه‌گذار به عوامل ریسک و بازده است. بازده میزان عایدات سرمایه‌گذار در آخر دوره بر میزان سرمایه‌گذاری آغاز دوره تعریف می‌شود، اما با توجه عوامل مختلف تأثیرگذار در بازده سرمایه‌گذاری‌ها، پیش‌بینی دقیق بازدهی یک سرمایه‌گذاری ممکن نیست، بنابراین سرمایه‌گذار مجبور به تخمین و تحمل ریسک است. یکی از عواملی که ریسک و بازده هر بنگاه اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد، ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه به میزان استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تأمین مالی دارایی‌ها در هر واحد تجاری اطلاق می‌شود. هر شرکتی برای تأمین مالی و دستیابی به وجوه مورد نیاز در فرصت‌های سرمایه‌گذاری، سه منبع اصلی دارد که اجزای آن شامل سود انباشته، انتشار سهام جدید و استقراض است (بریگام و دیویس، ۲۰۰۴).

استفادهٔ بیش از حد از بدهی‌ها، میزان تعهدات شرکت را سنگین‌تر کرده و موجب افزایش ریسک مالی و ورشکستگی آن می‌شود. بی‌تناسب‌بودن ماندهٔ حقوق صاحبان سهام در شرکت و افزایش بیش از حد آن، موجب افزایش هزینهٔ سرمایهٔ شرکت و نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می‌شود. در هر دو حالت، تقاضا برای خرید سهام شرکت کاهش‌یافته و کاهش قیمت و بازده را به‌دنبال دارد (هووانگ و ووتی، ۲۰۰۳).

ترکیب ساختار بهینهٔ استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار تأمین مالی شرکت، موجب افزایش ارزش شرکت و بازده سهامداران می‌شود. شواهد تجربی مطالعات مراداوغلو و وتینگتون (۲۰۰۱) و آسکویت و مالینز (۱۹۸۶) حاکی از آن بود که ساختار سرمایه قابلیت زیادی برای تفسیر پیش‌بینی بازده غیرعادی سهام دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

ریسک یا همان عدم اطمینان، موجب تحقق نتیجه‌ای متفاوت با نتیجهٔ مورد انتظار می‌شود. تفاوت در نتیجهٔ مورد انتظار هم به این معناست که بازدهی متفاوت با بازده مورد انتظار کسب خواهد شد؛ پس می‌توان انتظار داشت با استفاده از عواملی که ریسک و بازده را تحت تأثیر قرار می‌دهند، مثل ساختار سرمایه (به‌دلیل اینکه بازارها کارا نیستند و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار وجود دارد)، می‌توان بازدهی متفاوت با بازده مورد انتظار کسب کرد که این همان کسب بازده مازاد در بازار است (نیکومرام، رهنمای رودپشتی وزنجیردار، ۱۳۸۵).

در نتیجه می‌توان انتظار داشت که استفادهٔ بیشتر از بدهی در ترکیب ساختار سرمایهٔ هر شرکتی، ریسک بیشتری را برای آن شرکت به همراه خواهد داشت و در چنین وضعیتی می‌توان انتظار داشت بازدهی واقعی شرکت از بازده پرتفولیو کل بازار بیشتر باشد؛ چراکه شرکت به تناسب ریسک بیشتری که پذیرفته، انتظار دارد بازده بیشتری از بازده عادی خود کسب کند؛ بنابراین می‌توان اظهار داشت، هرچه در ترکیب ساختار سرمایه بدهی بیشتر باشد، ریسک بیشتر شده و درنتیجه مازاد بازده به‌وجود آمده برای شرکت نیز بیشتر خواهد بود.

حاکمیت شرکتی و رابطهٔ بین ساختار سرمایه ومازاد بازده سهام

در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می‌توان به‌صورت شبکه‌ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شرکت و عدهٔ زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذی‌نفعان دیده می‌شود. بررسی کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی، نشان می‌دهد تمام آنها ویژگی‌های مشترک و معینی دارند که یکی از مهم‌ترین آنها پاسخگویی است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). این دیدگاه بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و سایر ذی‌نفعان تأکید دارد. نظام حاکمیت شرکتی، به‌عنوان نظام مرتبط‌کنندهٔ چند شاخهٔ علمی از قبیل، حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی، موجب ترغیب و تقویت استفادهٔ کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب نفع‌های خود می‌شود. از سوی دیگر، اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب اختصاص بهینهٔ منابع، افزایش شفافیت، ارتقای کیفیت افشای اطلاعات و در نهایت رشد توسعهٔ اقتصادی شود (کوسه، جان و سنبت، ۱۹۹۸). در واقع، هدف نهایی نظام راهبری شرکت‌ها این است که ضمن کاهش‌دادن مشکل نمایندگی و همسو کردن منافع کارگمار با منافع کارگزار، منافع تمام گروه‌های ذی‌نفع در شرکت‌ها و واحدهای را نیز تأمین کند (معین‌الدین و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین از جنبهٔ نظری، انتظار می‌رود که ویژگی‌های یک الگوی حاکمیت شرکتی مناسب، موجب تعدیل نوسانات بازار و وضعیت اقتصادی و اجتماعی موجود در جامعه بر شرکت شود و با اعمال صحیح

Archive of SID

www.SID.ir

آن می‌توان انتظار داشت، نتایج واقعی بسیار نزدیک به نتایج مورد انتظار باشد و یکباره بازده مازاد و غیرمتعارفی در بازار برای گروهی از سهامداران به‌وجود نیاید؛ چراکه حاکمیت شرکتی با هدف برآورده‌کردن نیاز تمام ذی‌نفعان که شامل کل جامعه است، شمول‌یافته و در پی آن است تا با برقراری روابط موزون بین تمام ذی‌نفعان، به‌دنبال حداکثرکردن ثروت کل شود. از این رو، می‌توان انتظار داشت استقرار این سازوکارها بتواند کیفیت افشای اطلاعات را افزایش داده و موجب کاهش شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شود و جریان‌های ناهموار موجود در سطح محیط تصمیم‌گیری را بکاهد و با تأثیر بر آنها بتواند از وقوع نتایج دور از انتظار که دست‌یافتن به بازده مازاد هم می‌تواند یکی از این نتایج باشد، جلوگیری کند. بدین ترتیب، حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می‌آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین شده و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوهٔ نظارت بر عملکرد مدیران معلوم می‌شود. عوامل حاکمیت شرکتی به‌منظور تعیین ساختار بهینهٔ سرمایه بر مدیران نظارت می‌کنند و می‌توانند بر تصمیم آنها در این خصوص اثرگذار باشند. ساختار بهینهٔ سرمایه در هر شرکت موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد و به‌دنبال آن می تواند موجب جلب رضایت تمام ذی‌نفعان شرکت شود. عوامل تشکیل‌دهندهٔ حاکمیت شرکتی نیز، به‌دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت‌ها هستند. پس ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی به‌دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت و جلب رضایت تمام ذی‌نفعان شرکت است؛ بنابراین می‌توان گفت، به‌طور کلی حاکمیت شرکتی، هم بر ساختار سرمایه و هم بر مازاد بازده تأثیرگذار خواهد بود.

پیشینهٔ تجربی پژوهش

پژوهش‌های زیادی دربارهٔ ساختار سرمایه و مازاد بازده و حاکمیت شرکتی وجود دارد، اما تا کنون هیچ پژوهش تجربی‌ای در زمینهٔ تأثیر ساختار سرمایه بر مازاد بازده با اثر کیفیت حاکمیت شرکتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده، صورت نگرفته است. از این رو، در ادامه به پژوهش‌های مشابه و سایر پژوهش‌های انجام‌شده در زمینهٔ ساختار سرمایه و مازاد بازده و حاکمیت شرکتی اشاره می‌شود.

ماسولیس (۱۹۸۳) به بررسی تغییرات در اهرم مالی بر تغییرات در بازده سهام با استفاده از روش رگرسیون و تحلیل همبستگی پرداخت. نتایج تحقیق وی حاکی از آن بود که تغییرات در اهرم مالی به‌طور مثبتی با تغییرات در بازده سهام مرتبط است.

ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳) در تحقیقی با عنوان «ارتباط تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام» به بررسی کلیهٔ روش‌های تأمین مالی خارجی پرداخت و دریافت که تغییرات خالص تأمین

Archive of SID

www.SID.ir

مالی خارجی با بازده سهام مورد انتظار رابطهٔ منفی دارد. آنها نتیجه گرفتند که پیش‌بینی بازده آتی سهام تا حد زیادی بستگی به ساختار سرمایه دارد.

مراداغلو و سیواپرساد (۲۰۰۸) به بررسی رابطهٔ اهرم مالی و فاکتورهای ریسک بر بازده‌های سهام با استفاده از روش رگرسیون و تحلیل همبستگی پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که اهرم مالی پرتفولیوها بهتر از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها (CAPM) می‌تواند متغیرهای بازده سهام را توضیح دهد.

چانگ (۲۰۰۷) با استفاده از مدل چندگانه توانستند تأثیر همزمان ساختار سرمایه و بازدهی سهام را در بازار سهام تایوان در بازهٔ زمانی ۲۰۰۵-۱۹۹۸ بر شرکت‌های غیرمالی بررسی کنند. آنها با حل همزمان مدل به این نتیجه رسیدند که بازده مورد انتظار بر نسبت بدهی تأثیر معنادار و منفی دارد.

مکنالتی، دوگلاس و جادج (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی توسعهٔ تحقیقات کیفی در زمینهٔ حاکمیت شرکتی بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۲۰۱۱ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در این بازه، میزان افشای حاکمیت شرکتی بیشتر دربارهٔ هیئت‌مدیره بوده است.

الباسام (۲۰۱۴) به بررسی شاخص‌های افشای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها در عربستان پرداخت و رابطهٔ معناداری را بین شاخص‌های افشای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها گزارش کرد.

ایمران خان و واسیم (۲۰۱۶)، به بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد اندازهٔ هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیر عامل، ساختار پاداش و ROA بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت‌مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازهٔ شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد.

کایو و ریپامونتی (۲۰۱۶) به بررسی رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی بر هر دو بخش حقوق صاحبان سهام و بدهی در ساختار سرمایه مؤثر است.

گلوریا و مانتوانی (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی رابطهٔ بین ویژگی‌های مالکیت شرکت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطهٔ معناداری میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد، اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطهٔ قوی و معناداری برقرار است.

عبادی دولت‌آبادی (۱۳۸۱) در تحقیقی با عنوان «بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، به این نتیجه رسید که

Archive of SID

www.SID.ir

تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر قیمت سهام بیشتر است. همچنین افزایش سرمایه در مقایسه با استقراض بانکی تأثیر بیشتری بر بازدهی سهام می‌گذارد.

حساس‌یگانه، رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) به بررسی کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و به این منظور، از پرسشنامه‌ای که حاوی ۲۵ سؤال دربارهٔ کیفیت حاکمیت شرکتی بود، بهره بردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد، رابطهٔ معناداری وجود ندارد.

خواجوی، ولی‌پور و حاکمی (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه گرفتند اهرم مالی بر بازده غیرعادی انباشته تأثیر معناداری ندارد.

حسن‌زاده، بادآور نهندی و بابایی (۱۳۹۱) به بررسی رابطهٔ بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزودهٔ اقتصادی پرداختند. آنان از هشت عامل برای بررسی سازوکار حاکمیت شرکتی بهره بردند. نتایج تحقیق نشان داد از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی‌شده در این پژوهش، چهار سازوکار (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند و سه سازوکار دیگر حاکمیت شرکتی (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزودهٔ اقتصادی ارتباط دارد.

خدامی‌پور، هوشمند و محمدرضاخانی (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازدهی غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که نتایج پژوهش آنان نشان داد بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی آتی سهام رابطهٔ مثبت و معناداری وجود دارد.

معین‌الدین و همکارانش (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی، در رابطهٔ بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت نقش میانجی ندارد؛ ضمن آن که بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطهٔ معناداری وجود دارد.

گرد، محمدی و گل‌دوست (۱۳۹۴) به بررسی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده پرداختند و برای بیان ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به شش عامل استناد کردند. تحلیل آماری پژوهش با بهره‌مندی از روش رگرسیون بر اساس داده‌های تابلویی برآورد شده

Archive of SID

www.SID.ir

است. یافته‌های پژوهش، رابطهٔ منفی و معناداری را بین مالکیت نهادی، اتکا بر بدهی و استقلال هیئت‌مدیره با سطح وجه نقد نگهداری‌شده نشان می‌دهد. همچنین بر اساس یافته‌ها، رابطهٔ معناداری بین تمرکز مالکیت، دورهٔ تصدی مدیرعامل و دوگانگی وظیفهٔ مدیرعامل با سطح وجه نقد نگهداری‌شده وجود ندارد.

عباس‌زاده، حصارزاده، نوقابی و عارفی‌اصل (۱۳۹۴) به بررسی فراتحلیل حاکمیت شرکتی و مدیریت سود پرداختند. آنان تنها از طریق بررسی دوعامل هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد نوع و علامت اقلام تعهدی، به‌منزلهٔ متغیر تعدیل‌کنندهٔ روابط میان اندازهٔ هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و مدیریت سود عمل می‌کنند و مدل اقلام تعهدی و نوع سیستم حاکمیت شرکتی، موجب تعدیل روابط میان استقلال و اندازهٔ هیئت‌مدیره و مدیریت سود می‌شوند.

حسن‌زاده، پاک‌مرام، بابایی و بناب (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و برای بررسی سازوکارهای حاکمیت شرکتی از چهار شاخص استفاده کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و مرجع حسابرسی نیز، تعداد بندهای بعد از بند اظهارنظر را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، مالکان نهادی و مرجع حسابرسی، تعداد بندهای عدم توافق را کاهش داده و استقلال هیئت‌مدیره نیز به افزایش تعداد بندهای عدم توافق منجر شده است.

حیدرزاده و یزدانی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطهٔ بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی پرداختند. در این پژوهش بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و بازده مورد انتظار سهام، به‌عنوان متغیرهای مستقل؛ ساختار سرمایه به‌عنوان متغیر وابسته و اندازهٔ شرکت، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. در پژوهش آنان، شواهد گردآوری شده از طریق نمونهٔ آماری بر پایهٔ تئوری احتمالات، از چهار فرضیه پشتیبانی کرده است؛ بدین معنا که ساختار سرمایه بر متغیرهای مستقل بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و اندازهٔ شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد؛ بر متغیر بازده مورد انتظار سهام تأثیر مثبت و معنادار می‌گذارد و بر متغیرهای نظام راهبری شرکتی، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی، بی‌تأثیر است.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیهٔ اول: افزایش سطح بدهی تأثیر مثبت و معناداری بر مازاد بازده دارد.

فرضیهٔ دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر رابطهٔ بین سطح بدهی و مازاد بازده دارد.

Archive of SID

www.SID.ir

روش‌شناسی پژوهش

جامعهٔ آماری تحقیق، کلیهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ از این رو تنها شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بودند برای نمونه انتخاب شدند:

۱. تا پایان اسفند ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هرسال باشد.
۲. شرکت‌های مد نظر طی دورهٔ پژوهش، فعالیت مستمر داشته باشند و سهام آنها معامله شده باشد.
۳. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دورهٔ پژوهش تغییر داده باشند.
۴. اطلاعات مالی موردنیاز برای انجام این پژوهش را در دورهٔ زمانی اجرای پژوهش (۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) به‌طور کامل ارائه کرده باشند.
۵. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانکی و واسطه‌گری‌های مالی نباشند.

بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق ۱۰۳ شرکت در دورهٔ زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ حائز شرایط بالا بودند و برای بررسی انتخاب شدند.

مدل‌های پژوهش

در ادامه، مدل آماری مربوط به هریک از فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود:

مدل مربوط به فرضیهٔ اول:

مدل ۱) $$R_{it} - R_m = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل مربوط به فرضیهٔ دوم:

مدل ۲) $$R_{it} - R_m = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG_{it} CS_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 BETA_{it} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} معرف بازده سهام؛ R_m بازده بازار؛ $R_{it} - R_m$ مازاد بازده؛ $SIZE$ اندازهٔ شرکت؛ CG حاکمیت شرکتی و $BETA$ ریسک سیستماتیک است.

متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته

متغیر وابسته، مازاد بازده سهام است که طبق تحقیق فخاری و روحی (۱۳۹۲) و خدامی‌پور همکارانش (۱۳۹۲) از تفاوت بازده واقعی سالانه (R_{it}) و بازده پرتفوی بازار سالانه (R_{mt})

Archive of SID

www.SID.ir

به‌دست می‌آید. بازدهی واقعی هر سهم عادی در پایان هرسال با توجه به نوسان قیمت سهام، سود نقدی، سود سهمی و افزایش سرمایه از رابطهٔ زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{it} = \frac{P_{it}(1+\alpha+\beta) + D_{it} - P_{it-1} - \mathrm{C}\,\alpha}{P_{it-1} + \mathrm{C}\,\alpha}$$ رابطهٔ ۱)

که در آن، R_{it} بازده واقعی سهم i در دورهٔ t، P_{it} قیمت سهم i در دورهٔ t، $P_{it-۱}$ قیمت سهم i در دورهٔ t− ۱، D_{it} سود نقدی پرداختی هر سهم در دورهٔ t، α درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آوردهٔ نقدی سهامداران، β درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و C مبلغ اسمی پرداخت‌شده از سوی سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آوردهٔ نقدی است.

بازده پرتفوی بازار هم از شاخص قیمت و بازده نقدی استفاده می‌شود که طبق رابطهٔ ۲ محاسبه می‌شود:

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt}}$$ رابطهٔ ۲)

که در آن I_{mt} شاخص قیمت و بازده نقدی در سال t و $I_{mt-۱}$ شاخص قیمت و بازده نقدی در سال t− ۱ است.

و درنهایت بازده مازاد سالانهٔ سهام هر شرکت به‌کمک رابطهٔ ۳ به‌دست می‌آید.

$$\text{بازده مازاد} = R_{it} - R_{mt}$$ رابطهٔ ۳)

متغیر مستقل

ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند؛ اما از آنجا که این پژوهش به‌دنبال بررسی تأثیر سطح بدهی بر مازاد بازده است؛ پس تنها از نسبت بدهی ساختار سرمایه که در ایجاد مازاد بازدهی برای شرکت نقش دارد، استفاده شده است؛ چراکه بخش مربوط به حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌ها بازدهی مازاد ایجاد نخواهد کرد. مراداوغلو و ویتینگتون (۲۰۰۱) نشان دادند درجهٔ اهرم مالی و نسبت بدهی از عوامل تأثیرگذار بر بازده مازاد به‌شمار می‌روند، پس در این پژوهش برای محاسبهٔ ساختار سرمایه طبق پژوهش مراداوغلو و ویتینگتون (۲۰۰۱) که تأثیر آن بر مازاد بازده سنجیده می‌شود، از نسبت کل بدهی‌ها به‌کل دارایی‌ها استفاده خواهد شد.

Archive of SID

www.SID.ir

متغیر تعدیل‌گر

متغیر تعدیل‌کنندهٔ تحقیق حاضر، کیفیت حاکمیت شرکتی (CG) است که طبق آیین‌نامهٔ نظام راهبری شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ و همچنین بر اساس تحقیق حساس یگانه (۱۳۸۵) و الباسام (۲۰۱۴)، به‌کمک ۶۹ عامل اندازه‌گیری می‌شود؛ به‌طوری که اگر هریک از عوامل مصداق داشته باشند، امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر لحاظ خواهد شد. در پایان از روش‌شناسی کدگذاری و انباشت کدها به‌منظور عملیاتی کردن متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی استفاده می‌شود. بر اساس این روش به هر یک از عوامل شصت‌ونه‌گانهٔ حاکمیت شرکتی امتیاز صفر یا یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام‌شده) اختصاص می‌یابد که از جمع زدن این امتیازها، نمرهٔ حاکمیت شرکتی بر اساس درصد به‌دست می‌آید این ۶۹ مورد به هفت زیرمجموعه، شامل هیئت‌مدیره، کمیته‌های هیئت‌مدیره، افشا و شفافیت، کنترل‌های داخلی و حقوق سهامداران دسته‌بندی می‌شود. عوامل تعیین‌کنندهٔ کیفیت حاکمیت شرکتی و امتیازهای مربوط به هر زیرمجموعه از این عوامل در جدول ۱ آمده است.

جدول ۱. عوامل تشکیل‌دهندهٔ کیفیت حاکمیت شرکتی

عنوان	عوامل مربوطه
۱. هیئت‌مدیره	۱. آیا نقش رئیس و مدیر عامل شرکت‌ها از هم تفکیک شده است؟
	۲. آیا رئیس هیئت‌مدیره مستقل است؟
	۳. آیا اکثریت مدیران غیر اجرایی هستند؟
	۴. آیا مدیران به وضوح به اجرایی و غیر اجرایی طبقه‌بندی شده‌اند؟
	۵. آیا بیوگرافی هیئت‌مدیره افشا شده است؟
	۶. آیا عضویت هیئت‌مدیره در مدیریت سایر شرکت‌ها افشا شده است؟
	۷. آیا هیئت مدیره به‌عنوان عضو هیئت‌مدیره در بیش از پنج شرکت فعالیت نمی‌کند؟
	۸. آیا تمام جلسه‌های هیئت‌مدیره افشا شده است؟
	۹. آیا سابقهٔ جلسه‌های شخصی هیئت‌مدیره افشا شده است؟
	۱۰. آیا تعداد اعضای هیئت‌مدیره به حداقل تعداد مقرر در پیش‌نویس آیین‌نامهٔ راهبری شرکتی (۷ نفر) رسیده است؟
	۱۱. آیا اعضای هیئت‌مدیره حداقل تعداد سهامی را که باید تا پایان همکاری در اختیار داشته باشند، در اختیار دارند؟
	۱۲. آیا قبل از برگزاری جلسه، دستور کار جلسهٔ هیئت‌مدیره در اختیار مدیران قرار می‌گیرد؟

Archive of SID

www.SID.ir

ادامهٔ جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۱. هیئت‌مدیره	۱۳. آیا اعضای هیئت‌مدیره برای دورهٔ دوساله انتخاب می‌شوند؟
	۱۴. آیا هیئت‌مدیره طرح‌های استراتژیک شرکت و مسائل پیش روی شرکت را در سال، حداقل در یک جلسه بررسی می‌کند؟
	۱۵. آیا برنامه‌هایی برای آموزش مستمر کلیهٔ اعضای هیئت‌مدیره در سال تدوین می‌شود؟
	۱۶. آیا مدیران شرکت تحت پوشش بیمهٔ مسئولیت برای پرداخت غرامت‌های احتمالی، قرار دارند؟
جمع امتیاز بخش ۱	**۱۶**
۲. کمیتهٔ حسابرسی	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا اعضای مدیر غیرموظف در کمیته به تعداد کافی است؟
	۴. آیا هویت رئیس هیئت‌مدیرهٔ کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا کمیته حداقل پنج عضو دارد؟
	۷. آیا هویت اعضای کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۹. آیا سابقهٔ جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۱۰. آیا اعضای کمیتهٔ حسابرسی در کمتر از سه کمیتهٔ حسابرسی شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس فعالیت دارند؟
	۱۱. آیا کمیته حداقل شش بار در سال جلسه تشکیل می‌دهد؟
جمع امتیاز بخش ۲	**۱۱**
۳. کمیتهٔ مدیریت ریسک	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا اعضای مدیر غیرموظف در کمیته به تعداد کافی است؟
	۴. آیا هویت رئیس کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا هویت اعضای کمیته افشا شده است؟
	۷. آیا جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا سابقهٔ جلسه‌های کمیته افشا می‌شوند؟

Archive of SID

www.SID.ir

ادامهٔ جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۳. کمیتهٔ مدیریت ریسک	۹. آیا بعد از هر جلسهٔ کمیته، نتایج جلسه به جلسهٔ بعدی هیئت‌مدیره گزارش می‌شود؟
	۱۰. آیا کمیته حداقل سه عضو دارد؟
	۱۱. آیا کمیته حداقل چهار بار در سال جلسه تشکیل می‌دهد؟
	۱۲. آیا کمیته، خطرهای پیش روی شرکت را افشا می‌کند؟
	۱۳. آیا شرکت دارای روش‌های کنترل روشن برای مدیریت ریسک است؟
جمع امتیاز بخش ۳	**۱۳**
۴. کمیتهٔ جبران خدمات یا حقوق و مزایا	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا کمیته حداقل پنج عضو دارد؟
	۴. آیا هویت رئیس کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا هویت اعضای این کمیته افشا شده است؟
	۷. آیا جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا سابقهٔ جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۹. آیا کمیته در سال حداقل، چهار جلسه برگزار می‌کند؟
جمع امتیاز بخش ٤	**۹**
۵. افشا و شفافیت	۱. آیا ساختار مالکیت شرکت افشا شده است؟
	۲. آیا جزئیات پاداش هیئت‌مدیره افشا شده است؟
	۳. آیا وام‌های شرکت افشا شده است؟
	۴. آیا عملکرد شرکت افشا شده است؟
	۵. آیا اهداف و استراتژی‌های شرکت افشا شده‌اند؟
	۶. آیا فعالیت‌های اصلی شرکت افشا شده‌اند؟
	۷. آیا سیاست‌های تقسیم سود افشا شده‌اند؟
	۸. آیا معاملات با اشخاص وابسته افشا شده است؟
	۹. آیا موارد استثنا از پیش‌نویس آیین‌نامه راهبری شرکتی افشا شده است؟
جمع امتیاز بخش ۵	**۹**

Archive of SID

www.SID.ir

ادامهٔ جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۶. کنترل‌های داخلی	۱. آیا نتیجهٔ حسابرسی اثربخش بودن سیستم کنترل‌های داخلی شرکت، افشا شده است؟
	۲. آیا صورت‌های مالی توسط هیئت‌مدیره و مدیرعامل امضا می‌شود؟
	۳. آیا شرکت بیانیه‌ای دربارهٔ خروج از استانداردهای حسابداری تهیه می‌کند؟
	۴. آیا شرکت پیش‌نویسی برای حاکمیت شرکتی فراهم می‌کند؟
جمع امتیاز بخش ٦	**٤**
۷. حقوق سهامداران و مجمع عمومی	۱. آیا مجمع عمومی حداقل سالی یکبار تشکیل می‌شود؟
	۲. آیا دستور کار مجمع در وب سایت شرکت منتشر شده است؟
	۳. آیا سهامداران میتوانند شخص دیگری را ب جای خود در جلسات مجمع عمومی بفرستند؟
	۴. آیا تاریخ تشکیل مجمع را ازقبل آگهی می‌نمایند؟
	۵. آیا نتایج نشست بلافاصله به اطلاع سایت بورس اعلام می‌شود؟
	۶. آیا مجمع در ظرف ۶ ماه بعد از پایان سال مالی تشکیل می‌شود؟
	۷. آیا شرکت مشارکت‌های اجتماعی اش را افشامی کند؟
جمع امتیاز بخش ۷	**۷**
جمع کل	**٦٩**

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر است:

الف) ریسک سیستماتیک: از آنجا که ریسک سیستماتیک از عوامل مؤثر بر مازاد بازده است، در این پژوهش از این متغیر به‌عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود؛ زیرا بازده و ریسک دو عامل وابسته به هم هستند، در نتیجه ریسک سیستماتیک می‌تواند به‌عنوان متغیر کنترلی به‌کار گرفته شود. در پژوهش عجمی و پورعلی (۲۰۱۴) ریسک سیستماتیک به‌عنوان عامل معنادار بر بازده انباشتهٔ سهام نشان داده شد. ریسک سیستماتیک از رابطهٔ زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)}$$ رابطهٔ ۴)

برای محاسبهٔ بتا، بازده ماهانهٔ شرکت‌ها و بازار استفاده می‌شود تا برای یک سال هر شرکت، یک بتا به‌دست آید.

Archive of SID

www.SID.ir

ب) اندازهٔ شرکت: به‌طور نظری، رابطهٔ میان اندازهٔ شرکت و اهرم مالی نامشخص است. ایستاتیه و رودریگز (۲۰۰۶) نشان دادند شرکت‌های بزرگ‌تر، به‌دلیل تنوع بیشتر در ساختار، احتمال ورشکستگی کمتر و کاهش هزینه‌های دریافت بدهی، تمایل دارند که از نسبت اهرم بیشتری بهره ببرند. یافته‌های تحقیق کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) حاکی از آن است که بین اندازه و نسبت بدهی رابطهٔ مثبت و معناداری وجود دارد. در این پژوهش برای سنجش اندازهٔ شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

با بررسی این دو شاخص می‌توان گفت، تفاوت بین میانه و میانگین بین دو متغیر مازاد بازده و ریسک سیستماتیک زیاد است، یعنی این دو متغیر نسبت به سایر متغیرها توزیع پراکنده‌تری دارند که باعث شده انحراف معیار بیشتری نیز داشته باشند. در مورد متغیر حاکمیت شرکتی که متغیر تعدیلی این پژوهش است، می‌توان اظهار داشت میانهٔ داده‌های مربوط به این متغیر کمتر از میانگین آن است، یعنی مقدار امتیاز محاسبه‌شده برای بیشتر داده‌ها کمتر از میانگین است که نشان‌دهندهٔ رتبهٔ پایین اکثر شرکت‌ها در کشور از نظر حاکمیت شرکتی است. از طرفی، میانگین پایین این متغیر هم دال بر کسب امتیازهای پایین شرکت‌های بورس کشور نسبت به این متغیر است. مقدار ماکزیمم آن نیز، گویای این است که هیچ شرکتی حتی نتوانسته ۵۰ درصد از امتیازهای اختصاص داده‌شده را کسب کند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	ماکسیمم	مینیمم	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
ساختار سرمایه	۰/۵۹۴۳	۰/۶۱۹۵	۰/۸۹۲۳	۰/۰۱۲۳۶	۰/۱۸۹۴	۱۱۳۳
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۲۱۲۰	۰/۱۸۸۴	۰/۴۹۲۷	۰/۰۷۲۴	۰/۰۸۰۹	۱۱۳۳
مازاد بازده	۱/۹۳۱۶	−۰/۲۷۶۸	۸/۲۲۶۷	−۱/۲۷۴۳	۱/۰۰۰۰	۱۱۳۳
اندازهٔ شرکت	۲۷/۰۵۸۷	۲۶/۹۵۵۴	۳۲/۲۴۳۰	۲۳/۳۲۷۴	۱/۵۰۸۹	۱۱۳۳
ریسک سیستماتیک	۰/۰۲۲۳	−۰/۰۱۲۱۳۹	۷/۶۷۴۹	−۱۲/۳۷۶۸	۱/۰۳۹۴	۱۱۳۳

Archive of SID

www.SID.ir

آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش

آزمون F لیمر برای تشخیص تلفیقی یا ترکیبی بودن فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور تشخیص از بین الگوی داده‌های ترکیبی یا تابلویی، از آزمون تشخیصی F لیمر استفاده شد که بر اساس نتایج آن، باید از مدل تابلویی استفاده کرد. از آنجا که در الگوهای تابلویی، باید نوع الگو از بین اثرهای ثابت و تصادفی مشخص شود، آزمون هاسمن به اجرا درآمد که نتایج آن نشان‌دهندهٔ انتخاب الگوی اثرهای ثابت است. نتایج این دو آزمون در جدول ۵ مشاهده می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

فرضیه‌ها	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن		
	مقدار آماره	احتمال آماره	روش	مقدار آماره	احتمال آماره	نتیجه
فرضیهٔ اول	۲/۰۹۲۵	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۴۹/۴۲۳۱	۰/۰۰۰۰	رد الگوی اثرهای تصادفی
فرضیهٔ دوم	۱/۹۲۱۹	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۳۷/۱۷۰۵	۰/۰۰۰۰	رد الگوی اثرهای تصادفی

بررسی وجود ناهمسانی و خودهمبستگی در فرضیه‌های پژوهش

یکی از فروض کلاسیک رگرسیون که باید قبل از اجرای آزمون نهایی فرضیه‌ها بررسی شود، آزمون ناهمسانی واریانس‌هاست. برای این منظور از آزمون LR که نشان‌دهندهٔ ناهمسانی واریانس در جزء اخلال مدل‌های آزمون در فرضیه‌های پژوهش است، استفاده می‌شود. از این رو برای تخمین مدل، روش EGLS به‌کار برده شده است.

یکی دیگر از مراحل بررسی برقراری فروض کلاسیک رگرسیون قبل از آزمون‌های نهایی فرضیه‌های پژوهش، بررسی خودهمبستگی مدل‌های آزمون است. برای آزمون فرض عدم خودهمبستگی، از آزمون وولدریج استفاده شد و نتایج آن نشان داد، مدل‌های استفاده‌شده در فرضیه‌ها، مشکل خودهمبستگی دارند که برای رفع این مشکل، از پارامتر مجازی AR(۱) برای آزمون تمام فرضیه‌های پژوهش در مدل نهایی رگرسیون استفاده شد. بعد از بررسی و رفع مشکلات مربوط به برقراری فروض کلاسیک و تعیین الگوی نهایی نحوهٔ آزمون فرضیه‌های پژوهش، اجرای نهایی آزمون‌های آماری و نتایج آنها به شرح زیر به‌دست آمد.

فرضیهٔ اول: بین ساختار سرمایه و مازاد بازده تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد

نتایج مربوط به‌احتمال آمارهٔ F (۰/۰۰۰۱) نشان می‌دهد مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آمارهٔ دوربین واتسون (۲/۰۷)، مشکل خودهمبستگی آن رفع شده است. علاوه‌بر آن، نتایج

Archive of SID

www.SID.ir

مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد در دورهٔ پژوهش، ۰/۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. همچنین ساختار سرمایه بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۱۷ و احتمال ۰/۰۲، تأثیر مثبت و معناداری بر مازاد بازده دارد. این بدان معناست که اگر ساختار سرمایه تغییر کند، مازاد بازده با ضریب ۰/۱۷ تغییر خواهد کرد. همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی ریسک سیستماتیک و اندازهٔ شرکت به ترتیب با احتمال ۰/۰۰۴ و ۰/۰۰۰۱ و ضرایب ۰/۰۶ و ۰/۴ بر مازاد بازده، مثبت و معنادار است.

جدول ٤. نتایج آزمون فرضیهٔ اول

متغیرها	ضرایب	مقدار آمارهٔ F	احتمال آمارهٔ F
ساختار سرمایه	۰/۱۷۱۸	۲/۳۱۳۲	۰/۰۲
ریسک سیستماتیک	۰/۰۶۰۲	۲/۸۵۷۶	۰/۰۰۴
اندازهٔ شرکت	۰/۴۳۸۲	۱۴/۵۳۵۹	۰/۰۰۰۰
متغیر ثابت	−۰/۱۶۳۵	−۵/۷۸۱۸	۰/۰۰۰۰
متغیر مجازی AR(۱)	−۰/۱۶۳۵۰۶	−۵/۷۸۱۸۵۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۹		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۲۱		
آمارهٔ دوربین واتسون	۲/۰۷		
آمارهٔ F	۳/۶۳۸۲		
احتمال آمارهٔ F	۰/۰۰۰۰		

فرضیهٔ دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بین ساختار سرمایه و مازاد بازده نقش تعدیل‌کننده دارد

نتایج مربوط به‌احتمال آمارهٔ F (۰/۰۰۰۱) نشان می‌دهد مدل در حالت کلی معنادار است و با توجه به آمارهٔ دوربین واتسون (۲/۰۷)، مشکل خودهمبستگی ندارد. علاوه‌بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد در دورهٔ پژوهش ۰/۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. متغیر ساختار سرمایه با ضریب رگرسیونی ۰/۳۲ و احتمال آمارهٔ ۰/۰۵ در پژوهش تأثیر مثبت و معناداری دارد، اما تأثیر متغیر مستقل دوم، یعنی حاکمیت شرکتی با ضریب رگرسیونی ۰/۸ و احتمال آمارهٔ ۰/۲ در پژوهش مثبت و بی‌معناست. همچنین اثر متغیر حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه با احتمال آمارهٔ ۰/۳ به‌عنوان متغیر تعدیلی در پژوهش منفی و بی‌معناست، یعنی اثر تعدیل‌کنندگی ندارد. تأثیر متغیرهای کنترلی ریسک سیستماتیک و اندازهٔ شرکت به‌ترتیب با احتمال ۰/۰۰۴ و ۰/۰۰۰۱ و ضرایب ۰/۰۶ و ۰/۴ بر مازاد بازده مثبت و معنادار است.

Archive of SID

www.SID.ir

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیهٔ دوم

متغیرها	ضرایب	مقدار آمارهٔ F	احتمال آمارهٔ F
ساختار سرمایه	۰/۳۲۷۰	۱/۸۷۷۶	۰/۰۵
حاکمیت شرکتی	۰/۸۸۵۴	۱/۲۵۱۶	۰/۲۱
حاکمیت شرکتی × ساختار سرمایه	−۱.۰۳۳۵	−۰.۹۷۹۲	۰/۳۲
ریسک سیستماتیک	۰/۰۶۹۹	۲/۸۳۱۷	۰/۰۰۴۷
اندازهٔ شرکت	۰/۴۲۳۱	۱۲/۳۰۰	۰/۰۰۰۰
متغیر ثابت	−۰.۱۶۳۸	−۵.۷۹۴۴	۰/۰۰۰۰
متغیر مجازی AR(۱)	−۰.۲۸۲۳۹۴	−۸.۲۲۶۶۵۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۲۹		
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۲۱		
آمارهٔ دوربین واتسون	۲/۰۷		
آمارهٔ F	۳/۵۸۲۸		
احتمال آمارهٔ F	۰/۰۰۰۰		

نتیجه‌گیری

هدف از این تحقیق، در مرحلهٔ اول بررسی رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده سهام بود که نتایج به‌دست‌آمده از آزمون فرضیهٔ اول نشان داد بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، رابطهٔ مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه با مبانی نظری نیز همخوانی دارد، چراکه شرکت‌ها با پذیرش بدهی بیشتر، ریسک بیشتری (ریسک پرداخت اصل و فرع بدهی) را می‌پذیرند و در قبال پذیرش این ریسک، انتظار کسب بازدهی بیشتری دارند که نتایج این فرضیه نیز مبین آن است. این نتایج با یافته‌های خدامی‌پور و همکاران (۱۳۹۲) نیز همخوانی دارد؛ آنها به بررسی رابطهٔ بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی رابطهٔ معناداری وجود دارد.

هدف نهایی و اصلی تحقیق، بررسی تأثیر نقش تعدیل‌کنندگی متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطهٔ بین ساختار سرمایه و مازاد بازده بود که با توجه به نتایج به‌دست‌آمده از آزمون‌های انجام شده به تأیید نرسید. یکی از دلایل رد این فرضیه می‌تواند کسب رتبهٔ پایین اکثر شرکت‌های بورسی از متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی باشد. با توجه به ۶۹ عامل تعیین کیفیت استخراج‌شده از آیین‌نامهٔ نظام راهبری مصوب برای شرکت‌های بورسی، متأسفانه مشاهده شد

Archive of SID

www.SID.ir

موارد مندرج در آیین‌نامه به‌ندرت در شرکت‌ها رعایت می‌شود. همچنین به جرئت می‌توان گفت برخی موارد این آیین‌نامه نظیر کمیته‌های هیئت‌مدیره، در بیشتر شرکت‌های بورسی شکل نگرفته یا افشا نشده است که یکی از دلایل رعایت‌نشدن آن، می‌تواند نبود سازوکار نظارتی مناسب و کارآمد برای اعمال صحیح حاکمیت شرکتی بر شرکت‌ها باشد.

در مبانی نظری پژوهش بیان شد که حاکمیت شرکتی بر مدیران به‌منظور تعیین ساختار سرمایهٔ مطلوب نظارت می‌کند و می‌تواند بر تصمیم‌گیری آنها در این خصوص اثرگذار باشد؛ پس به‌طور کلی طبق مبانی نظری، انتظار داشتیم حاکمیت شرکتی، هم بر ساختار سرمایه و هم بر مازاد بازده تأثیرگذار باشد، اما در پژوهش حاضر این فرضیه تأیید نشد که دلیل آن را می‌توان در پایین بودن امتیاز کسب‌شده توسط شرکت‌های بورس در خصوص این متغیر جست‌وجو کرد.

نتایج این پژوهش نشان داد اعمال اصلاحات مستقیم در زمینهٔ حاکمیت شرکتی در ایران ضروری است و می‌تواند مؤثر باشد. البته با استناد به نتایج پژوهش، به‌طور کلی می‌توان گفت حاکمیت شرکتی در شرکت‌های ایرانی، بازار سرمایه و محافل علمی، هنوز در ابتدای راه است و با مفهومی که در آیین‌نامه‌های مصوب از آن یاد می‌شود، فاصلهٔ بسیاری دارد.

فهرست منابع

اسلامی بیدگلی، ج. (۱۳۸۸). ارتباط بین ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامهٔ بورس اوراق بهادار*، (۸)، ۱۱۵-۹۱.

حساس یگانه، ی.، رئیسی، ز.، حسینی، م. (۱۳۸۸). رابطهٔ بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ علوم مدیریت ایران*، (۱۳)، ۱۰۰-۷۵.

حساس یگانه، ی. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. *مجلهٔ حسابرس*، (۳۲)، ۳۹-۳۲.

حسن‌زاده، ر.، بادآور نهندی، ی.، بابایی، ق. (۱۳۹۱). بررسی رابطهٔ بین برخی مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزودهٔ اقتصادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامهٔ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۹ (۲)، ۱۶-۱.

حسن‌زاده، ر.، پاک‌مرام، ع.، بابایی، ق.، فریادی بناب، ع. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳(۲)، ۱۷۲-۱۵۵.

حیدرزاده، ع.، یزدانی، م. (۱۳۹۵). بررسی رابطهٔ بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی. *همایش ملی پژوهش‌های مدیریت و علوم انسانی*. خرداد ۱۳۹۵.

Archive of SID

www.SID.ir

خدامی‌پور، ا.، هوشمند زعفرانیه، ر.، محمدرضاخانی، و. (۱۳۹۲). اثر ساختار سرمایه بر بازده سهام غیر طبیعی، با توجه به سطح تمرکز در صنعت. *مجلهٔ راهبرد مدیریت مالی*، ۱(۳)، ۱۴۶-۱۳۱.

خواجوی، ش.، ولی‌پور، ه.، حاکمی، ب. (۱۳۸۹). اثر بازده تجمعی بر ساختار سرمایهٔ شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۳ (۵)، ۶۵-۵۳.

سجادی، ع. (۱۳۸۸). نظریهٔ نمایندگی در نظام راهبری شرکتی. *فصلنامهٔ حقوق*، ۳۹ (۴)، ۲۷۶-۲۵۷.

عبادی دولت‌آبادی، م. (۱۳۸۱). *بررسی اثر روش‌های تأمین مالی بر عملکرد و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران*. پایان نامهٔ کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

عباس‌زاده، م.ر.، حصارزاده، ر.، نوقابی، م.، عارفی اصل، س. (۱۳۹۴). بررسی فراتحلیل حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۱)، ۸۴-۵۹.

فخاری، ح.، روحی، ق. (۱۳۹۲). اثر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها. *مجلهٔ دانش حسابداری*، ۴(۱۴)، ۴۹-۲۷.

کردستانی، غ.، نجفی، م. (۱۳۸۷). مروری بر نظریهٔ ساختار سرمایه. *ماهنامهٔ حسابدار*، (۱۹۸)، ۴۸-۴۰.

گرد، ع.، محمدی، م.، گل‌دوست، م. (۱۳۹۴). بررسی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۲)، ۲۷۸-۲۶۳.

محسنی دمنه، ق. (۱۳۷۷). *بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینهٔ سرمایه و بازدهی سهام در بازار سرمایهٔ ایران*. پایان‌نامهٔ کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).

معین‌الدین، م.، اردکانی، س.، فاضل یزدی، ع.، زین‌الدین، ل. (۱۳۹۳). تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطهٔ بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با روش مدل سازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجلهٔ دانش سرمایه‌گذاری*، ۳(۹)، ۱۳۳-۱۰۱.

نیکومرام، ه، رهنمای رودپشتی، ف و زنجیردار، م. (۱۳۸۵). تبیین رابطهٔ ریسک و نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل شرطی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهشی. *مجلهٔ مطالعات مالی*، ۱ (۳)، ۷۷-۵۱.

Abbaszadeh, M.R., Hesarzadeh, R., Noghabi, M. & Arefi Asl, S. (2014). A Review of Corporate Governance and Earnings Management in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 22(1), 59-84. (*in Persian*)

Ajami, E. & Poor Ali, M.R. (2014). Effect of Capital Structure on Cumulative Abnormal Returns in the Companies Listed in T.S.E. *International*

Archive of SID

www.SID.ir

Journal of Advanced Studies in Humanities and Social Science, 2(1), 16-25.

Albassam, W. (2014). *Corporate governance, voluntary disclosure and financial performance: ban empirical analysis of Saudi listed firms using a mixed-methods research design*. PhD thesis, University of Glasgow.

Asquith, P. & Mullins, W. (1986). Equity issues and offering dilutin. *Journal of Financial Economics,* 15(1-2), 61-89.

Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2004). *Intermediate Financial Management*. 8th Edition. Mason, OH: South-Western College.

Chang, L. (2007). *Valuing Intellectual Capital and Firm`s Performance: Modifying Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) in Taiwan IT industry*. Thesis for the degree of doctoral of Business Administration, AGENO School of Business, Golden Gate Univercity.

Di Gloria, S. & Mantovani, G.M. (2017). On the Shareholders' Composition of the Company and the Governance Mechanisms of the Firm. Can this Contribute to the Firm Performance (Including the Capacity to Attract Capital and Bank Allowances)? *Ca' Foscari University in Venice – Department of Management; EM Strasbourg - Business School*. January 28, 2017.

Ebadi Dolat-Abadi, M.K. (2002). *The effect of financing methods on yields and stock prices of firms listed in the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis, University of Mazandaran. (*in Persian*)

Eslami Bidgoli, G. (2009). The relationship between capital structure of listed companies in Tehran Stock Exchange systemic risk. *Quarterly Stock Exchange*, (8), 91-115. (*in Persian*)

Fakhari, H. & Roohi, Q. (2013). The effect was maintained cash and working capital management on excess stock returns. *Journal of Accounting*, 4(14), 27-94. (*in Persian*)

Gord, A., Mohammadi, M. & Golghoost, M. (2014). Investigating the features of c.orporate governance and cash held in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 22(2), 263-278. (*in Persian*)

Archive of SID

www.SID.ir

Hasan, A. & Butt, S. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.

Hasanzadeh, R. & Badavar Nahandi, Y. & Babaei, G. (2012). The study of the relationship between some of the mechanisms of corporate governance with value created for equity holders and economic value added in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 19(2), 1-16. (*in Persian*)

Hasanzadeh, R., Pak Maram, A., Babaei, Gh. & Faryadi Bonab, A. (2015). Investigating the Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 23(2), 155-172. (*in Persian*)

Hassas Yegane, Y. (2006). Corporate governance in Iran. *Auditor magazine*, 32, 39-32. (*in Persian*)

Hassas Yegane, Y., Raeesi, Z. & Hosseini, M. (2009). The relationship between corporate governance and performance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Iran Management Sciences*, 4(13), 75-100. (*in Persian*)

Heidarzadeh, A. & Yazdani, M. (2015). Review the relationship between returns, corporate governance and the dynamics of capital structure in the form of a mathematical model. *National Conference on Management and Humanities Research*. June 2015.

Huang, H. & Vu Thi, T. (2003). *The Determinants of Capital Structure in Shipping Companies: Case Studies of Brostrom and Concordia AB*. Unpublished Master's Thesis, University of Gothenburg, Gothenburg.

Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(11), 119-133.

Istaitieh, A. & Rodriguez, J. M. (2006). Factor-product markets and firm's capital structure: A literature review. *Review of Financial Economics*, 15(1), 49-75.

John, K. & Senbet, L.W. (1998). Corporate Governance and board Effectiveness. *Journal of Banking Finance,* 20, 371- 403.

Archive of SID

www.SID.ir

Khajavi, Sh & Valipoor, H. & Hakimi, B. (2010). The effect of cumulative abnormal returns on the capital structure of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Studies*, 3(5), 53-65. (*in Persian*)

Khodamipoor, A., Hooshmand, R. & Mohamadrezakhani, V. (2013). Effect of capital structure on abnormal stock returns, considering the level of concentration in the industry. *Journal of Accounting, University of Azahral*. 1(3), 131-146. (*in Persian*)

Kurdistani, G. & Najafi, M. (2008). A review of the theory of capital structure. *Monthly accountant*, 198, 40-48. (*in Persian*)

Massulis, R. W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Financial*, 38(1), 107-126.

McNulty, T. Zattoni, A. & Douglas, T. (2013). Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies, *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183- 198.

Moein-ud-Din, M., Ardekani, S., Fadhel Yazdi, A. & Zinedine, L. (2013). The Impact of Corporate Governance on the relationship between capital structure and corporate value with structural equation modeling approach in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of investment knowledge*, 3(9), 101- 133. (*in Persian*)

Mohseni Damnah, Gh. (1998). *Investigating the Impact of Capital Structure on Capital Cost and Return on Equity in Iran's Capital Market*. Master's Thesis. Imam Sadiq University. (*in Persian*)

Moradoglu, G. & Wittington, M. (2001). Predicability of UK stock returns by using debt ratios. *Working Paper,* City University London.

Muradoglu, G. & Sivaprasad, SH. (2007). An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns. *Available at:* http//ssrn.com/abstract= 948393.

Nikoomaram, H. & Rahnama Rudposhti, F. & Zanjirdar, M. (2006). Explaining the relationship between risk and expected rate of return using a conditional model of pricing of declining capital assets. *Journal of Financial Studies*, 1(3), 51-77. (*in Persian*)

Archive of SID

www.SID.ir

Richardson, S. & Sloan, A. (2003). *External Financing and Financing and Future Stock Returns, the Rodney.* Whrite Center for Financial Research. from: www.ssrn.com/abstract=285008.

Ripamonti, A. & Kayo, E. (2016). Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution. *Mackenzie Management Review*, 17(5), 85-109.

Sajjadi, A. (2009). Representation Theory in Corporate Governance. *Journal of Faculty of Law and Political Science*, 39 (4), 257-276. (*in Persian*)

Scott, W.R. (2003). *Financial Accounting Theory*. Published by Prentice Hall.

Archive of SID

www.SID.ir