

بررسی ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران

فرزاد کریمی^{۱*}، مهدی اشرفی^{**}

* استادیار و عضو هیات علمی دانشگاه آزاد اسلامی مبارکه

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی مبارکه

چکیده

تحقیق حاضر به منظور فراهم آوردن شواهدی در ارتباط با نقش نظام راهبری شرکتی از این منظر که آیا سازو کارهای درونی و بیرونی نظام راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت تأثیر دارد، صورت پذیرفته است. بدین جهت، نمونه‌ای مشتمل بر ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی هشت ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۰) انتخاب و بررسی گردید. برای آزمون فرضیه‌ها از تجزیه و تحلیل رگرسیون چند متغیره با استفاده از روش داده‌های تابلویی استفاده شده است. معیار مورد استفاده جهت سازو کارهای نظام راهبری شرکتی عبارتند از: درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره، تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره و مالکیت نهادی. متغیرهای کنترلی تحقیق نیز عبارتند از: اندازه شرکت، سودآوری و قابلیت مشاهده دارایی‌ها. نتایج به دست آمده نشان‌دهنده وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه است، ولی میان درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری مشاهده نگردید. یافته‌های جنبی تحقیق نشان می‌دهد که میان متغیر اندازه شرکت

و ساختار سرمایه، ارتباطی منفی و معنادار میان قابلیت مشاهده دارایی‌ها و ساختار سرمایه ارتباطی مثبت و معنادار وجود دارد و سودآوری نیز رابطه‌ای معکوس و معنادار با ساختار سرمایه دارد.

واژه‌های کلیدی: نظام راهبری شرکت، ساختار سرمایه، مالکیت نهادی.

۱- مقدمه

خصوصی سازی، پیشرفت تکنولوژی، آزاد سازی بازارهای مالی، گسترش نقش واسطه‌های مالی و جریان انتقال حاکمیت به سوی نهادهای سرمایه گذاری، از جمله مهمترین تحولاتی است که بازار سرمایه را متأثر ساخته است. این تحولات همراه با تنوع ایجاد شده در شیوه‌های تأمین مالی شرکت‌ها، تأثیر پذیری عملکرد و رشد آنها از مجموعه این تغییرات سبب گردیده است در سال‌های اخیر، مفهوم نظام راهبری شرکتی و ابعاد گسترده آن بخش مهمی از مطالعات متخصصان و کارشناسان را به خود اختصاص دهد. «نظام راهبری شرکتی^۱ مجموعه روابط میان مدیریت اجرایی، هیأت مدیره، سهام داران و سایر طرف‌های مربوط در یک شرکت است که با هدف ایجاد ساختاری مناسب موجب تنظیم اهداف شرکت شده و راه‌های دستیابی به آن اهداف و نظارت بر عملکرد را نیز تعیین می کند» [۴]. این مبحث بر پایه تئوری نمایندگی و نیز توجه به مسئولیت‌های اجتماعی مدیران و سهام داران عمده استوار است. بنابراین نظام راهبری شرکتی با نشانه گرفتن اولین گروه ذی نفعان در شرکت‌ها؛ یعنی هیأت مدیره و مالکان نهادی شرکت به دنبال آن است که هیأت مدیره و سهامداران در دستیابی به بازده سرمایه گذاری شان اطمینان کسب کنند. استقرار مناسب ساز و کارهای نظام راهبری شرکت، اقدامی

اساسی برای استفاده بهینه از منابع، ارتقای پاسخ‌گویی، شفافیت، رعایت انصاف و حفظ حقوق همه ذی نفعان شرکت‌هاست. اصولاً نظام راهبری شرکت در صدد رفع تضاد منافع میان مدیریت و سهامداران است؛ مسأله‌ای که باعث تحمیل هزینه‌های بسیاری (هزینه‌های نمایندگی^۲) به شرکت‌ها می شود.

یکی از حوزه‌هایی که در آن نحوه تأثیر گذاری نظام راهبری شرکتی بر فرآیند تصمیم‌گیری در شرکت‌ها قابل بررسی است، تصمیم‌گیری‌های مرتبط با ساختار سرمایه است که تا کنون کمتر مورد توجه قرار گرفته است. با توجه به این که یکی از مهمترین تصمیماتی که در یک سازمان اتخاذ می گردد، نحوه تأمین مالی از محل انتشار سهام یا دریافت وام (ایجاد بدهی) است و این موضوع تعیین‌کننده ترکیب سرمایه شرکت است که هر کدام از این دو راه کار که انتخاب شود، تأثیرات متفاوتی بر شرکت می گذارد، لذا بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی همچون ساختار هیأت مدیره بر ساختار سرمایه از اهمیت بسزایی برخوردار است.

از دیگر سازو کارهای نظام راهبری شرکتی که ممکن است بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیر گذار باشد، حضور سهامداران نهادی^۳ در ترکیب مالکیت شرکت‌هاست که در دهه‌های اخیر به یکی از مهمترین اجزای بازار سرمایه در اکثر کشورهای جهان

2. Agency Costs

3. Institutional Shareholding

1. Corporate Governance

ندارد، بنابراین، تصمیمات تأمین مالی مورد توجه مدیریت قرار نمی گیرند.

ون و همکاران [۱۹] در تحقیقی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه در شرکتهای چینی پذیرفته شده در بورس" ارتباطی مثبت میان اندازه هیأت مدیره و ساختار سرمایه کشف نمودند. نتایج این تحقیق نشان داد که هیأت مدیره‌های بزرگتر، به خصوص زمانی که از طرف مراجع قانونی تحت کنترل بیشتری قرار دارند، به منظور افزایش ارزش شرکت، سیاست ایجاد سطوح بالاتری از بدهی را دنبال می کنند.

آبر و بیگپ [۹] در پژوهشی با عنوان "نظام راهبری شرکتی و تصمیم گیری‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار غنا" ارتباط میان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌های کوچک و متوسط غنایی را با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون بررسی کردند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود ارتباطی منفی میان اندازه هیأت مدیره و نسبت اهرم مالی گردید و اثبات نمود که هیأت مدیره بزرگتر عموماً با سطح بدهی پایین تری همراه است.

فلوراکیس [۱۲] با انتخاب نمونه ای از ۸۹۷ شرکت انگلیسی طی سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ به بررسی تأثیر سازو کارهای مختلف نظام راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی پرداخت. وی از دو عامل به عنوان نماینده هزینه‌های نمایندگی استفاده نمود: نسبت فروش به دارایی‌ها و نسبت هزینه‌های عملیاتی به فروش. یافته‌های وی عبارتند از:

۱- مالکیت مدیران، پاداش مدیران، و تمرکز مالکیت با هزینه‌های نمایندگی دارای رابطه معناداری هستند.

تبدیل شده اند؛ طوری که حجم بزرگی از سرمایه گذاری‌های انجام شده در کشورها توسط این نهادها صورت گرفته است. از این رو، این سرمایه گذاران وجوه عظیمی را تحت مدیریت خود دارند و نقش بسزایی را در فرآیند توسعه یافتگی جوامع ایفا می کنند.

سهامداران نهادی به واسطه برخورداری از توانایی‌های خاص در نظارت و کنترل مدیریت شرکت‌ها، به یکی از مهمترین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی تبدیل شده اند و در تعیین خط مشی‌های مالی و عملیاتی شرکت‌ها اثر زیادی دارند.

با توجه به مطالب فوق، هدف از انجام این پژوهش، بررسی ارتباط میان سازو کارهای نظام راهبری شرکتی با ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران است؛ موضوعی که می تواند اثربخشی سازو کارهای نظام راهبری شرکتی را بر یکی از اساسی ترین تصمیمات راهبردی در یک شرکت؛ یعنی ساختار سرمایه بررسی نماید. در ادامه، ابتدا ادبیات و پیشینه تحقیق بررسی و سپس فرضیه‌ها و روش آزمون آنها ارائه می گردد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها و پیشنهادها نیز پایان بخش مقاله خواهد بود.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

مودیلیانی و میلر [۱۵] نخستین افرادی بودند که مبحث ساختار سرمایه را مورد توجه قرار دادند و در مقاله ای با عنوان "هزینه سرمایه، تأمین مالی شرکت و تئوری سرمایه گذاری" عنوان نمودند که ساختار سرمایه در تعیین ارزش شرکت و عملکرد آتی آن نامربوط است. آنها معتقد بودند که در یک جهان بدون اختلاف نظر و ناسازگاری هیچ تفاوتی میان بدهی و سرمایه در ارتباط با ارزش شرکت وجود

که در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین کیفیت سود و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تعداد اعضای غیرموظف هیأت مدیره رابطه‌ای وجود ندارد، اما رابطه‌ای غیرخطی بین اقلام تعهدی و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مشاهده شده است. همچنین تعداد مدیران غیرموظف و درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکتی محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش بااهمیتی ندارند.

حساس یگانه و همکاران [۱] در تحقیقی تجربی با عنوان "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت" با استفاده از داده‌های مربوط به ۶۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ به آزمون این ارتباط پرداختند. به طور کلی، نتایج این تحقیق بیانگر وجود یک رابطه مثبت بین سرمایه گذاری نهادی و ارزش شرکت و مؤید فرضیه نظارت کارآمد است. ایشان نتایج تحقیق را این گونه تفسیر نمودند که سرمایه گذاران نهادی با توجه به انگیزه‌هایی که برای بهبود عملکرد شرکت‌های سرمایه پذیر دارند، نظارتی کارآمد بر آن‌ها اعمال نموده، مدیران این شرکت‌ها را به اتخاذ تصمیمات بهینه و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت ترغیب می‌کنند.

نوروش و همکاران [۸] در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" تأثیر مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی را بر هزینه‌های نمایندگی این شرکت‌ها در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۵ بررسی کردند. در این تحقیق، هزینه‌های نمایندگی

۲- نسبت استقراض از سیستم بانکی به جمع بدهی‌ها و نسبت بدهی کوتاه مدت به جمع بدهی‌ها و همچنین تعداد اعضای غیر موظف هیأت مدیره از ساز و کارهای تقلیل دهنده نمایندگی بودند.

۳- تأثیر گذاری ساز و کارهای داخلی نظام راهبری شرکتی بر هزینه‌های نمایندگی با توجه به فرصت‌های رشد متفاوت خواهد بود. برای مثال، نتایج نشان داد که مالکیت مدیران در شرکت‌های با رشد بالا به نسبت سایر شرکت‌ها یک ساز و کار مؤثرتر برای حل مشکل نمایندگی است.

حسن و بوت [۱۳] تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی را بر ساختار سرمایه بررسی کردند. در این تحقیق از سه متغیر اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و عضویت مدیر عامل در هیأت مدیره به عنوان شاخص‌های سنجش نظام راهبری شرکت و از درصد سهام متعلق به مدیران و سهام داران نهادی به عنوان معیارهای سنجش ساختار مالکیت استفاده گردید. نتایج این پژوهش نشان داد که اندازه هیأت مدیره و سهامداری مدیریتی به شکلی منفی و معنادار با نسبت اهرم مالی در ارتباط است، در حالی که عضویت مدیر عامل در هیأت مدیره و ترکیب هیأت مدیره هیچ اثر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین یافته‌های تحقیق گویای رابطه‌ای مثبت، ولی غیر معنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه بود.

مشایخ و اسماعیلی [۶] در تحقیقی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با توجه به آیین نامه اصول راهبری برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۳ بررسی کردند. نتایج این پژوهش حاکی از این است

فرضیه سوم: بین درصد مالکیت نهادی با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

۴- جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری در این پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که طی سال ۱۳۸۰-۱۳۸۷ در بورس حضور داشته اند. نمونه تحقیق از طریق روش تصادفی ساده انتخاب می گردد و شامل همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که دارای شرایط زیر بوده اند:

۱- در طی دوره تحقیق در بورس حضور داشته باشند.

۲- سال مالی آنها به پایان اسفند ختم شود.

۳- در طی دوره تحقیق وقفه عملیاتی نداشته باشند.

۴- جزء شرکتهای سرمایه گذاری و تأمین مالی و لیزینگ نباشند.

۵- اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

برای محاسبه تعداد نمونه از فرمول کوکران [۱۱] استفاده شده است. برای به دست آوردن حداکثر تعداد نمونه، p و q برابر $۰/۵$ و خطای برآورد نیز $۱۰٪$ در نظر گرفته شده است.

تابعی از تعامل بین فرصت‌های رشد شرکت و جریان‌های نقدی آزاد تعریف و از شاخص Q توپین به عنوان معیاری برای اندازه گیری فرصت‌های رشد استفاده شده است. از بین سازو کارهای کنترل هزینه نمایندگی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و نسبت بدهی به عنوان متغیرهای مستقل بررسی شده است. یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی با هزینه‌های نمایندگی است. از طرفی، نتایج تحقیق با فرض وجود ارتباط بین نسبت بدهی شرکت‌ها با هزینه نمایندگی، مطابقت ندارد.

۳- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به هدف تحقیق، فرضیه‌های این پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: بین نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

(۱)

$$\frac{q \times N \times [Z_{\alpha/2}]^2 \times p}{(N-1) \times \epsilon^2 + [[Z_{\alpha/2}]^2 \times p \times q]} = \frac{[1/96]2 \times 0.5 \times 0.5 \times 454}{453 \times (0.1)^2 + [[1.96]2 \times 0.5 \times 0.5]} \cong 80$$

یکی از اعضای هیأت مدیره به طور همزمان مسؤولیت مدیر عاملی شرکت را نیز برعهده گرفته است. برای نشان دادن این موضوع از متغیرهای مجازی (صفر و یک) استفاده شده است؛
۳- درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی در پایان سال؛

متغیرهای کنترل نیز در این تحقیق عبارتند از:

- ۱- اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل دارایی‌های هر شرکت؛
- ۲- سودآوری (نرخ بازده دارایی‌ها): نسبت سود خالص هر شرکت به جمع دارایی‌های آن شرکت؛
- ۳- قابلیت مشاهده دارایی‌ها: نسبت خالص دارایی‌های ثابت مشهود به جمع دارایی‌های هر شرکت.

۷- روش پژوهش

روش تحقیق در پژوهش حاضر بر اساس هدف از نوع تحقیق کاربردی و بر اساس روش از نوع توصیفی-همبستگی است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های تابلویی^۲ انجام شده است. داده‌های تابلویی، روشی برای تلفیق داده‌های سری زمانی^۳ و مقطعی^۴ است. این روش محیط بسیار مناسبی را برای گسترش روش‌های تخمین و نتایج نظری فراهم می‌سازد و محققان قادر به استفاده از ترکیبی از روش‌های مقطعی و سری زمانی برای بررسی مسائلی می‌شوند که امکان مطالعه

N: اندازه جامعه آماری؛ n: اندازه حجم نمونه؛
Z: متغیر استاندارد توزیع نرمال؛ p: نسبت موفقیت؛
q: نسبت عدم موفقیت و E: خطای برآورد
بعد از جای گذاری اعداد در فرمول، ۸۰ شرکت و به عبارتی ۶۴۰ (سال- شرکت) به عنوان نمونه از جامعه آماری انتخاب شد.

۵- روش گردآوری اطلاعات

در این پژوهش برای جمع آوری اطلاعات از روش اسنادکاوی استفاده شده است. بدین منظور، اطلاعات مورد نیاز مربوط به شرکت‌های عضو نمونه تحقیق طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۰ از طریق آرشیوهای الکترونیکی سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۱ و منابعی چون نرم افزار تدبیر پرداز و لوح‌های فشرده اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، جمع آوری شده اند.

۶- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته در این تحقیق، اهرم مالی (نسبت بدهی به کل دارایی) به عنوان شاخص ساختار سرمایه است.

متغیرهای مستقل عبارتند از:

- ۱- نسبت مدیران (اعضای) غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره؛
- ۲- تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره: این متغیر نسبی در واقع بیان می‌دارد که در شرکت مورد بررسی، شخص مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره جداست یا خیر. به عبارتی دیگر، آیا مدیرعامل شخصی غیر از اعضای هیأت مدیره است و یا اینکه

2. Panel Data
3. Time Series Data
4. Cross Section Data

آنها در محیط‌های فقط مقطعی و سری زمانی وجود ندارد [۷].

ارتباط بین تغییرات متغیر مستقل و متغیر وابسته است. در اینجا فرضیه‌ها در سطح خطای ۵ درصد آزمون می شوند. در صورتی که $pvalue < 5\%$ باشد، وجود همبستگی در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود و در غیر این صورت رد می شود.

پس از انجام آزمون t ، معنی داری کلی مدل رگرسیون با استفاده از آماره F (آزمون فیشر) آزمون شده است. به منظور تشخیص وجود یا عدم خودهمبستگی بین اجزای اخلاص از آزمون خود همبستگی و آماره دوربین-واتسون (DW) استفاده شده است.

۹- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها

الف) آمار توصیفی

جدول آمار توصیفی که در ادامه آمده است، بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا و برای مجموع سال‌هاست. اطلاعات مربوط به آمار توصیفی در جدول شماره (۱) آمده است.

جدول ۱: آمار توصیفی

متغیر	اندازه شرکت	قابلیت مشاهده دارایی‌ها	نرخ بازده دارایی‌ها	سطح مالکیت نهادی	درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره	اهرم مالی
	SIZE	TAN	ROA	PIO	NED	LEV
فراوانی	۶۴۰	۶۴۰	۶۴۰	۶۴۰	۶۴۰	۶۴۰
میانگین	۱۱/۵۵۶۰	۰/۲۵۷۰	۰/۰۸۲۵	۰/۳۱۴۶	۰/۵۷۱۴	۰/۷۱۳۷
میانه	۱۱/۵۰۸۸	۰/۲۴۴۳	۰/۹۰۹۰	۰/۲۶۰۳	۰/۶۰۰۰	۰/۷۱۰۷
حداکثر	۱۳/۸۶۵۷	۰/۸۴۷۵	۳/۳۷۳۷	۰/۹۷۴۷	۱/۰۰۰۰	۱/۶۷۶۱
حداقل	۹/۲۰۰۶	۰/۰۱۶۸	-۳۲/۳۶۱۸	۰/۱۰۳۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۷۲۰
انحراف معیار	۰/۶۷۷۰	۰/۱۶۲۳	۱/۳۲۵۳	۰/۲۰۴۷	۰/۲۶۱۲	۰/۲۰۸۸
چولگی	۰/۴۰۹۵	۰/۶۶۹۳	-۲۲/۸۹۴۶	۰/۰۷۸۹	۰/۴۶۰۴	۰/۴۸۳۷
کشیدگی	۴/۴۶۱۰	۳/۱۱۷۷	۵۶۳/۱۱۳۸	۱/۹۴۹۱	۲/۸۹۸۹	۴/۶۰۹۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸- چگونگی انجام آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها از تخمین مدل رگرسیون استفاده می‌کنیم و نتایج به دست آمده را بر اساس معنی دار بودن یا عدم معنی داری آماری ضرایب، تجزیه و تحلیل می‌نماییم. به این منظور، پس از تعیین روشی که دقیقترین برآورد را نشان می‌دهد، با استفاده از آماره t ، ضرایب برآوردی متغیرهای مستقل مدل رگرسیون مورد استفاده برای فرضیه‌ها آزمون می‌شوند. برای انجام این آزمون از فرضیه کلی زیر استفاده می‌شود:

$$H_0: \beta = 0$$

$$H_1: \beta \neq 0$$

فرض H_0 بدان معنی است که ضریب متغیر مستقل معادل صفر است و به عبارتی، بین تغییرات متغیر وابسته و متغیر مستقل مورد آزمون هیچ گونه ارتباطی وجود ندارد. فرض H_1 نیز حاکی از وجود

عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته شده اند. طبق مطالعات انجام شده توسط ون [۱۹] و آبر و بیکپ [۹] این دو متغیر رابطه معناداری با ساختار سرمایه دارند. سازو کار دیگری که به عنوان یکی از متغیرهای مستقل درصدد بررسی ارتباط آن با ساختار سرمایه هستیم، مالکیت نهادی به عنوان درصد سهام تحت تملک سهام داران نهادی است که در مطالعات متعددی، همچون پژوهش چاگانتی و دامانپور [۱۰] به وجود ارتباطی معنادار بین آن متغیر و ساختار سرمایه تصریح شده است.

برای آزمون ارتباط میان متغیرهای مستقل با متغیر وابسته با توجه به تحقیق انجام شده توسط حسن و بوت [۱۳] از مدل رگرسیون چند متغیره به شرح زیر استفاده شده است:

$$LEV_{it} = \alpha_0 + \beta_1 NED_{it} + \beta_2 DUALITY_{it} + \beta_3 PIO_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این مدل، LEV_{it} اهرم مالی، NED_{it} نسبت مدیران (اعضای) غیر موظف به کل اعضای هیأت مدیره، $DUALITY_{it}$ تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره، PIO_{it} سطح مالکیت نهادی، ROA_{it} نرخ بازده دارایی‌ها، $SIZE_{it}$ اندازه شرکت و $TANG_{it}$ قابلیت مشاهده دارایی‌هاست.

برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آزمون F لیمر استفاده شده است. در این آزمون فرضیه H_0 یکسان بودن عرض از مبدأها (روش داده‌های تلفیقی) در مقابل فرضیه H_1 ، ناهمسانی عرض از مبدأها (روش داده‌های تابلویی) قرار می‌گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه H_0 روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود.

با توجه به نتیجه آزمون برابری عرض از مبدأها، که در آن فرضیه صفر برابری عرض از مبدأها برای

همان طور که از مشاهده اطلاعات جدول آمار توصیفی مشخص است، میزان مالکیت سهامداران نهادی در شرکت‌های نمونه، از ۱۰ درصد الی ۹۷ درصد در نوسان بوده و میانگین آن برای شرکت‌های موصوف، برابر با ۳۱ درصد است که نشان دهنده حضور فعال این سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار است. از طرف دیگر، میزان اهرم مالی و نسبت استفاده از بدهی در ساختار سرمایه در شرکت‌های نمونه در دامنه ای بین ۰/۰۷۲ الی ۱/۶۷۶ قرار داشته که میانگین آن برابر ۰/۷۱۰۷ بوده است و این بدین معناست که به طور میانگین بیش از ۷۱ درصد منابع مالی مورد نیاز شرکت‌ها از محل بدهی تأمین می‌گردد که این مورد نیز اهمیت استفاده از سیاست‌های بدهی را در ساختار سرمایه شرکت‌ها و بازار سرمایه کشورمان، ایران، نشان می‌دهد.

ب) آزمون فرضیه‌های پژوهش

همان طور که بیان گردید، در این پژوهش درصدد بررسی تأثیرگذاری سازو کارهای نظام راهبری شرکتی در شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران هستیم. با توجه به این که یکی از حوزه‌هایی که در آن تصمیم‌گیری‌های راهبردی سازمان قابل تأمل است، تصمیم‌گیری‌های مرتبط با ساختار سرمایه است، بنابراین در این تحقیق ساختار سرمایه را به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته ایم. منظور از ساختار سرمایه یک واحد تجاری، وجوه تأمین شده از طریق بدهی و حقوق صاحبان سهام است [۲] که آن را با معیار اهرم مالی سنجیده ایم. در این پژوهش از میان سازو کارهای نظام راهبری شرکتی، دو سازو کار درونی درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره به

اساس ناهمبسته بودن آثار تصادفی با متغیرهای توضیحی شکل می گیرد. بنابراین، در صورت رد فرضیه صفر، روش آثار ثابت بر آثار تصادفی ارجحیت دارد و در غیر این صورت از روش آثار تصادفی استفاده می شود. به عبارتی دیگر، در صورتی که نتیجه آزمون مؤید استفاده از روش آثار تصادفی باشد، برآوردهای این روش قابل استناد است و در غیر این صورت، از روش آثار ثابت استفاده می شود. جدول شماره (۲) نتایج حاصل از این آزمون را برای مدل تحقیق نشان می دهد:

جدول ۲. آزمون هاسمن برای گزینش بین روش آثار ثابت و آثار تصادفی

نتیجه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال
رگرسیون با آثار ثابت	۲۳/۸۵۸۰	۶	۰/۰۰۰۶

مقاطع مختلف است، با پذیرفته نشدن فرض صفر، دلیلی بر یکسان فرض نمودن عرض از مبدأ واحدهای مختلف مقطعی وجود ندارد، لذا از روش رگرسیونی تلفیق داده های مقطعی - زمانی (داده های تابلویی) استفاده می گردد.

برای انتخاب از بین روش های آثار تصادفی و آثار ثابت برای برآورد مدل رگرسیون در روش داده های تابلویی، از «آزمون هاسمن» استفاده گردید؛ به این ترتیب که از آزمون هاسمن برای ارزیابی روش آثار تصادفی استفاده می شود. فرضیه صفر هاسمن بر

تحلیل رگرسیون را بر اساس روش آثار ثابت به نمایش می گذارد.

با توجه به این که فرضیه صفر آزمون هاسمن رد می شود، مدل رگرسیون را بر اساس روش آثار ثابت برآورد می کنیم. جدول شماره (۳) نتایج حاصل از

جدول ۳. نتایج حاصل از آزمون فرضیه پژوهش با استفاده از داده های تابلویی (روش آثار ثابت)

متغیر وابسته: اهرم مالی				
احتمال	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	متغیرها
۰/۰۰۰۰	۵/۰۶۹۲۶	۰/۳۰۶۷۶	۱/۵۵۵۰۵	C
۰/۲۵۸۶	-۱/۱۳۰۷۹	۰/۰۴۵۲۵	۰- /۰۵۱۱۷	NED
۰/۰۰۰۰	۴/۵۶۱۵۹	۰/۰۶۷۳۶	۰/۱۸۲۳۲	PIO
۰/۱۱۷۵	۱/۵۶۷۶۰	۰/۰۲۸۵۶	۰/۰۴۴۷۸	DUALITY
۰/۰۰۵۵	-۲/۷۸۴۹۳	۰/۰۰۴۳۵	-۰/۰۱۲۱۲	ROA
۰/۰۰۰۶	۳/۴۷۲۰۳	۰/۰۶۱۴۴۲	۰/۲۱۳۳۲	TAN
۰/۰۰۲۷	-۳/۰۱۳۹۷۸	۰/۰۲۵۰۳	-۰/۰۷۵۴۶۱	SIZE
	۰/۶۴۴۷۰۱		R^2 (ضریب تعیین)	
	۰/۵۹۰۱۸۷		ضریب تعیین تعدیل شده	
	۰/۱۳۳۷۲۲		خطای استاندارد رگرسیون	
	۱۱/۸۲۶۴۵		آماره F	
	۰/۰۰۰۰		احتمال (آماره F)	
	۱/۶۵۷۰۹۰		آماره دوربین- واتسون	

منبع: یافته های پژوهشگر

نشان می‌دهد که میان تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره با اهرم مالی رابطه‌ای غیر معنادار وجود دارد که با توجه به آن که این یافته نیز با نتیجه حاصل از فرضیه اول همسوست، بنابراین، به نظر می‌رسد عدم تخصص و مهارت‌های کافی مدیران در شرکت‌ها، یکی از مشکلات عمده‌ای است که لازم است به آن توجه بیشتری صورت گیرد.

نتیجه به دست آمده از آزمون فرضیه سوم بیانگر وجود ارتباطی مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه است. چنین نتیجه‌ای با مبانی نظری موجود مطابقت دارد و با نتایج پژوهش صورت گرفته توسط حسن و بوت [۱۳] نیز همسویی دارد.

در این تحقیق، علاوه بر بررسی ارتباط متغیرهای مرتبط با نظام راهبری شرکتی با ساختار سرمایه، ارتباط سه متغیر سودآوری، قابلیت مشاهده دارایی‌ها و اندازه شرکت نیز به عنوان متغیرهای کنترل با ساختار سرمایه بررسی شده است.

طبق نتایج به دست آمده، سودآوری رابطه‌ای معکوس و معنادار با ساختار سرمایه دارد که این نتیجه گیری مطابق با نظریه ترجیحی است. طبق این نظریه، شرکت‌ها تأمین مالی داخلی را به تأمین مالی خارجی ترجیح می‌دهند و آن را به عنوان گزینه اول خود در زمینه تأمین مالی بر می‌گزینند و شرکت‌های سودآور نسبت به سایر شرکت‌ها، توانایی بیشتری در زمینه تأمین مالی داخلی دارند.

در این تحقیق، ارتباطی مثبت و معنادار میان قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت اهرم مالی یافت شد که با نتایج حاصل از تحقیق سونگ وهانگ [۱۴] مطابقت دارد. این ارتباط به این دلیل است که وقتی دارایی‌های مشهود یک شرکت زیاد باشد، این دارایی‌ها می‌توانند به عنوان وثیقه استفاده شود و

همان طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود، نتایج به دست آمده فرضیه اول را رد می‌کند که این یافته نشان می‌دهد در بورس اوراق بهادار تهران میان درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه‌ای منفی وجود دارد، ولی این رابطه معنادار نیست. شاید یکی از مهمترین دلایلی که می‌توان در این زمینه ارائه کرد، این است که در شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، اعضای غیر موظف به معنای واقعی مستقل نیستند. طبق نظر ونسیل [۱۷] و والدو [۱۸] چنانچه در فرایند انتخاب مدیران غیر موظف، روابط به جای ضوابط حاکم باشد، به طور حتم استقلال این مدیران مورد مصالحه قرار خواهد گرفت. در صورت عدم استقلال اعضای غیر موظف هیأت مدیره از مدیریت شرکت، قدرت چانه زنی این اعضا در ارائه نظرهای متضاد با سایرین کاهش یافته، بر اجرای نقش نظارتی توسط آنان اثر سوئی خواهد داشت. علاوه بر این، برخی دیگر از دلایل احتمالی رد فرضیه اول تحقیق که در تحقیقات انجام شده مشابه در کشورهای خارجی نیز به آن اشاره شده است، عبارت‌ست از:

۱. مشارکت محدود اعضای غیر موظف در فعالیت‌های شرکت، مانع نظارت مؤثر آنان بر عملیات شرکت و در نتیجه ایفای مؤثر نقش نظارتی آنان می‌گردد.

۲. اعضای غیر موظف، توانایی و انگیزه لازم برای ساختاردهی مجدد و ایجاد تغییرات را ندارند و یا به دلیل ترس از رویارویی با عکس‌العمل‌های سیاسی خود را درگیر چالش نمی‌کنند.

۳. اعضای غیرموظف، دانش و تخصص مورد نیاز برای رشد کسب و کار را به اندازه کافی ندارند. همچنین، نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه دوم نیز

ریسک ناشی از اعطای بدهی توسط وام دهنده را کاهش دهد.

در این پژوهش میان متغیر اندازه شرکت و نسبت اهرم مالی، ارتباطی منفی و معنادار یافت شد که با نظریه موازنه ایستا مطابقت ندارد، ولی با تحقیق راجان و زینگالس [۱۶]، صلواتی و رسائیان [۳]، و قالیباف اصل و ایزدی [۵] در این زمینه مطابقت دارد. همان طور که در جدول ۳ نشان داده شده است، R^2 مدل مورد بررسی برابر با ۰/۶۴۴۷۰۱ است که این امر بیانگر این نکته است که متغیرهای مستقل مدل فوق توانایی پیش بینی ۶۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را دارند. همچنین از آن جایی که مقدار احتمال مربوط به آماره F ، کمتر از ۰/۰۵ است، لذا پیش بینی صورت گرفته توسط مدل فوق، معنی دار است. آماره دوربین- واتسون نیز برابر با ۱/۶۵۷۰۹۰ است که در بازه مورد قبول واقع شده است. بنابراین، استقلال خطاها در مدل رگرسیون این تحقیق تایید می شود.

۱۰- نتیجه گیری

به طور کلی، نتایج این تحقیق که با استفاده از اطلاعات مربوط به شرکت های نمونه در طی دوره زمانی ۱۳۸۰-۱۳۸۷ صورت گرفته است، نشان می دهد که سازوکارهای درونی نظام راهبری شرکتی که به ترکیب هیأت مدیره و تفکیک مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره مرتبط است، با ساختار سرمایه ارتباط معناداری ندارد. با توجه به نقش مهم اعضای غیر موظف هیأت مدیره در راهبری شرکت ها به نظر می رسد که لازم است در شرکت ها توجه بیشتری به استقلال اعضای غیر موظف هیأت مدیره در تصمیم گیری ها صورت گیرد. علاوه بر این، با توجه به اینکه

یکی دیگر از دلایل احتمالی نتیجه گیری فوق؛ مشارکت محدود اعضای غیر موظف هیأت مدیره در فعالیت های شرکت و در نتیجه عدم ایفای نقش نظارتی آنان بر عملیات شرکت است، بنابراین اعضای غیر موظف باید نسبت به آشنایی با وظایف، جایگاه و نقش خود اهتمام بیشتری داشته باشند تا بتوانند نقش مؤثرتری را در امر راهبری شرکت ها ایفا نمایند. همچنین لازم است این اعضا، وظایف خود را راجع به تشکیل کمیته های مربوطه (از جمله کمیته حسابرسی، کمیته انتصابات و...) جدی تر انجام دهند. در رابطه با سمت مدیریت عامل شرکت ها نیز لازم است توجه بیشتری به استقلال آنها در تصمیم گیری و همچنین تخصص و مهارت های کافی در انجام وظایف صورت گیرد. بررسی های انجام شده در این پژوهش نشان می دهد که حضور سهامداران نهادی به عنوان ساز و کار خارجی عمده نظام راهبری شرکتی، ارتباطی مثبت و معنادار با ساختار سرمایه دارد و بنابراین، به نظر می رسد با توجه به نقشی که این سهامداران بر نظام راهبری شرکت ایفا می کنند، لازم است جایگاه این سهامداران بیش از قبل در زمینه کنترل و جهت دادن به تصمیم گیری های عمده شرکت های عضو بورس اوراق بهادار کشور و نهایتاً کنترل بازار سرمایه مورد توجه قرار گیرد.

۱۱- پیشنهاد های حاصل از تحقیق

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهاد هایی به شرح زیر ارائه می شود:

۱- با توجه به ارتباط مثبت بین درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی با اهرم مالی شرکت، توصیه می شود سرمایه گذاران در تصمیمات سرمایه گذاری

و تأمین کنندگان منابع مالی شرکت، ساختار سرمایه شرکت‌ها را با تعمق بیشتری بررسی کنند.

۲- با گسترش دامنه فعالیت شرکت‌ها و نیازبه مدیران متخصص، پیشنهاد می‌گردد به منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و تفکیک فرآیندهای تصمیم‌گیری و کنترل از یکدیگر، مدیرعامل شرکت از اعضای هیأت مدیره تفکیک شده تا هیچ نوع ابهامی در وظایف این دونهاد مهم در امر راهبری شرکت‌ها به وجود نیاید.

۳- با اجرایی شدن آیین نامه نظام راهبری شرکت‌ها و ساز و کارهای نظام راهبری در سطح شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس، کارایی بازار سرمایه و اعتماد عمومی نسبت به این بازار، ارتقا یابد.

۴- پیشنهاد می‌شود که با گسترش مطالعات و ادبیات نظری نظام راهبری شرکت‌ها، فعالان بازار بورس، اعضای هیأت مدیره شرکت‌ها، سهامداران، مؤسسات حسابرسی، پژوهشگران و... با مباحث مرتبط با نظام راهبری شرکت‌ها بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در نظام راهبری شرکتی و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکت‌ها بپردازند.

۱۲- پیشنهاد برای تحقیق‌های آینده

با توجه به نتایج به دست آمده در این پژوهش پیشنهادهای زیر برای انجام تحقیقات آینده در این زمینه ارائه می‌گردد:

۱- پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر سازو کارهای نظام راهبری شرکت، از جمله نقش کمیته حسابرسی و درصد مالکیت مدیران بر ساختار سرمایه بررسی و آزمون گردد.

۲- تحقیق حاضر محدود به ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده، با استفاده از اطلاعات سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۰ انجام شده است. لذا پیشنهاد می‌شود در صورتی که پژوهش حاضر با نمونه آماری بزرگتر و طی دوره زمانی طولانی‌تری انجام گیرد، چه بسا نتایج آن پژوهش با نتایج تحقیق حاضر متفاوت باشد.

۳- پیشنهاد می‌شود که تحقیق حاضر به تفکیک صنایع مختلف انجام و نتایج به دست آمده در صنایع مختلف بررسی و تجزیه و تحلیل گردد.

۱۳- محدودیت‌های تحقیق

انجام این تحقیق نیز مانند بیشتر پژوهش‌های مالی، با محدودیت‌هایی روبه رو بوده است که اهم آنها به شرح زیر است:

۱- قلمرو زمانی پژوهش حاضر، بازه ۱۳۸۷-۱۳۸۰ بوده است، بنابراین، در تعمیم نتایج به دوره‌های زمانی دیگر باید با احتیاط عمل شود.

۲- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که سال مالی آن‌ها پایان اسفند ماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها باید با احتیاط انجام شود.

منابع

۱. حساس یگانه، یحیی؛ مرادی، محمد و هدی اسکندر. (۱۳۸۷). "بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت"، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ش ۵۲، ص ۱۰۷.
۲. رهنمای رودپشتی، فریدون؛ نیکومرام، هاشم و شادی شاهوردپانی. (۱۳۸۵). "مدیریت مالی راهبردی (ارزش آفرینی)"، چاپ اول، **بنیاد**

11. Cochran, W.G. (1977). "Sampling techniques". New York: John Wiley & Sons.
 12. Florackis, C. (2008). "Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms". *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 4, PP. 37-59.
 13. Hasan, A. And Butt, S. (2009). "Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies" *International Journal of Business and Management*, Vol. 4, PP. 50-57.
 14. Huang, S.G. and Song, F.M. (2006). "The determinants of capital structure: evidence from China". *China Economic Review*, Vol. 17, PP. 1-23.
 15. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1958). "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment" *American Economic Review*, Vol. 48, PP. 97-261.
 16. Rajan, R and Zingales, L. (1995). "What do we know about Capital Structure? Some Evidence from International Data". *Journal of Finance*, Vol. 50, PP. 1421-60.
 17. Vancil, R. (1987). "Passing the Baton: Managing the process of CEO succession", Boston: Harvard Business School Press.
 18. Waldo, C. (1985). "Board of directors: Their changing roles, structure, and information needs", New York: Quorum Books.
 19. Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, PP. 75-83.
- صنعت و توسعه ایرانیان، ص ۴۶۸.
۳. صلواتی، شاپور و امیر رسائیان. (۱۳۸۶). "رابطه بین اندازه شرکت و ساختار سرمایه"، *نامه اقتصادی*، ش ۶۳، صص ۱۴۳-۱۶۱.
 ۴. کاشانی پور، محمد و امیر رسائیان. (۱۳۸۸). "حاکمیت شرکتی و کنترل"، *مجله اقتصادی*، ش ۸۹، ص ۷۵.
 ۵. قالیباف اصل، حسن و سلما ایزدی. (۱۳۸۸). "مطالعه تجربی تئوری توازی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران"، *مجله دانش و توسعه*، ش ۲۶، صص ۱۰۴-۱۲۱.
 ۶. مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی. (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ش ۴۵، صص ۲۵-۴۴.
 ۷. معلمی، مژگان. (۱۳۸۰). "یکپارچگی تجاری در اتحادیه ملت‌های جنوب شرقی - کاربرد یک مدل جاذبه"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
 ۸. نوروش، ایرج؛ کرمی، غلامرضا و جلال وافی. (۱۳۸۸). "بررسی رابطه سازو کارهای نظام راهبری شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات حسابداری*، شماره اول، صص ۲۷-۴.
9. Abor, J. and Biekpe, N. (2005). "What determines the capital structure of listed firms in Ghana?". *African Finance Journal*, Vol. 7, PP. 37-48.
 10. Chaganti, R. and Damanpour, F. (1991). "Institutional ownership, capital structure and firm performance". *Strategic Management Journal*, Vol. 12, PP. 93-479.

