

فصلنامه پژوهشها و سیاستهای اقتصادی
سال نوزدهم، شماره ۵۱، تابستان ۱۳۹۰، صفحات ۲۱۶ - ۱۹۱

نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

علی سعیدی

استادیار دانشگاه تیلور مالزی
alisaeediv@yahoo.com

داریوش فروغی

استادیار دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان
d_foroughi@hotmail.com

امیر رسائیان

کارشناس ارشد حسابداری از دانشگاه مازندران
a.rasaiian@umz.ac.ir

ساختار سرمایه شرکت‌ها در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری نقشی تعیین کننده ایفا می‌کند. پژوهش‌های پیشین بیانگر وجود رابطه بین ساختار سرمایه و عواملی همچون نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت است. برخی از پژوهش‌های اخیر نیز تأثیر معیارهای نظام راهبری شرکتی را بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار داده‌اند. هدف از این پژوهش، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای نظام راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش تعداد ۱۷۰ شرکت از جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۸۸) مورد بررسی قرار گرفته است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. آزمون معنادار بودن الگوها با استفاده از آماره‌های t و F صورت گرفته است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که حدود ۹۵ درصد تغییرات در ساختار سرمایه از طریق متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات و معیارهای نظام راهبری شرکتی توضیح داده می‌شود.

طبقه‌بندی JEL: C33, G12, M47

واژه‌های کلیدی: ساختار سرمایه، سودآوری، اندازه شرکت، نظام راهبری شرکت.

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۰/۰۲/۳

* تاریخ دریافت: ۱۳۸۹/۱۲/۱۴

۱. مقدمه

هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای نظام راهبری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. گسترش دامنه فعالیت واحدهای تجاری نیازهای مالی جدیدی را به وجود می‌آورد که از منابع درونی و بیرونی امکان تأمین دارد. منابع مالی درونی شامل سود انباشته و اندوخته‌ها است. منابع بیرونی شامل بدھی‌های بھردار و حقوق صاحبان سهام است. استفاده از منابع بیرونی از لحاظ هزینه سرمایه و میزان سود بانکی یا سود تقسیمی آن دارای منافع و مخاطراتی است و به تبع آن بر بازده و قیمت سهام و سود حسابداری تأثیر دارد.

تأمین مالی از طریق بانک‌ها و مؤسسات مالی و یا از طریق انتشار سهام (افزایش تعداد سهامداران یا میزان سهام در دست سهامداران) امکان‌پذیر است. تأمین سرمایه از محل تسهیلات دارای سود بانکی چندین مزیت دارد. نخست آنکه سود و کارمزد وام هزینه قابل قبول مالیاتی است و همین امر باعث می‌شود که هزینه مؤثر وام کاهش یابد و به ویژه اگر نرخ بازدهی حاصل از بکارگیری این منابع بیش از نرخ هزینه تأمین مالی آن باشد، دارندگان سهام عادی به این دلیل که نرخ سود و اصل بدھی بلندمدت ثابت و مشخص است الزامی ندارند که وام‌دهندگان را نیز در این سود اضافی سهیم نمایند و سرانجام به این دلیل که وام‌دهندگان داری حق رأی نیستند سهامداران می‌توانند با پول کمتر کنترل بیشتری را بر شرکت بزرگتر اعمال نمایند.

از جنبه دیگر، بدھی‌های بلندمدت دارای معایی است. نخست آنکه بدھی‌های بلندمدت از یک سو تعهدات مالی برای شرکت ایجاد می‌کنند و انتکای بیش از حد به آن به افزایش اهرم مالی و به تبع آن به افزایش احتمال ورشکستگی و عدم پرداخت اصل و بھر وام منجر می‌شود به ویژه در خصوص شرکت‌هایی که از لحاظ مالی در وضعیت مطلوبی نیستند. استفاده بیش از حد از بدھی‌های بلندمدت میزان تعهدات شرکت را سنگین تر می‌کند و باعث افزایش ریسک مالی و ورشکستگی سهامداران می‌شود. به تبع این وضعیت تقاضا برای سهام شرکت در بورس کاهش می‌یابد که این امر خود باعث کاهش قیمت سهام و در نتیجه کاهش بازده سهام می‌شود.

دیگر اینکه در برخی کشورها هر قدر نسبت وام بیشتر شود، ریسک بالاتر خواهد رفت و به تبع آن نرخ بازده مورد انتظار اعتباردهندگان و نرخ هزینه وام‌ها نیز افزایش می‌یابد که این امر می‌تواند مزیت ناشی از معافیت‌های مالیاتی را تحت تأثیر قرار دهد (بریگام، ۱۳۸۲).

از لحاظ نظری، مدیران زمینه‌هایی برای تغییر ساختار سرمایه خواهند داشت و یا در شرایطی مجبور به این امر هستند. بنابراین، تعیین وجود رابطه میان نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه موضوعی جالب توجه است که در این مقاله مورد بررسی قرار گرفته است. دلیل اصلی انتخاب این

موضوع آن است که بر اساس بررسی‌های انجام شده قابلیت تأثیرگذاری معیارهای نظام راهبری شرکت بر ساختار سرمایه در بازار سرمایه ایران مورد مطالعه قرار نگرفته است.

ساختار سرمایه شرکت‌ها با عواملی متعدد در ارتباط است. سودآوری، دارایی‌های مشهود شرکت‌ها، اندازه و فرسته‌های رشد از جمله متغیرهایی هستند که در پژوهش‌های مختلف آثار آنها بر ساختار سرمایه شرکت‌ها مطالعه شده است (به عنوان مثال، راجان و زینگال (۱۹۹۵)، جاندیک و ماخیجا (۲۰۰۱)، صلواتی و رسائیان (۱۳۸۶) و مهرانی و همکاران (۱۳۸۸)).

در این پژوهش رابطه بین ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و معیارهای نظام راهبری شرکت به عنوان متغیرهای مستقل و متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به عنوان متغیرهای کنترل بررسی شده است.

ساختار ادامه مقاله به این شرح می‌باشد. در قسمت دوم پژوهش، ادبیات و مبانی نظری پژوهش مورد بحث قرار می‌گیرد. در قسمت سوم به پژوهش‌های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع اشاره می‌شود. در قسمت چهارم، روش پژوهش شامل فرضیه‌ها، جامعه و نمونه آماری و روش‌های آماری بکار گرفته شده جهت آزمون فرضیه‌ها تشریح می‌گردد. در قسمت پنجم به تجزیه و تحلیل نتایج پرداخته می‌شود و قسمت ششم نیز به بحث و نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

۲. ادبیات و مبانی نظری پژوهش

یکی از روش‌هایی که برای بیشینه کردن ارزش شرکت و ثروت سهامداران بکار گرفته می‌شود، گزینش یا ترکیب مناسب منابع مالی بلندمدت است. به‌گونه‌ای که در آن ترکیب، منابع مالی با خصوصیاتی همچون هزینه سرمایه اندک بتواند نرخ بازده بیشتری را تحصیل کند، لذا نظریه ساختار سرمایه با هزینه سرمایه شرکت ارتباطی نزدیک دارد. ساختار سرمایه‌ای که ارزش شرکت را افزایش می‌دهد و یا هزینه کلی سرمایه را به حداقل برساند، ساختار سرمایه بهینه شرکت است. این ساختار سرمایه بهینه ترکیبی از بدھی و سهام است که ارزش شرکت را حداکثر می‌کند. در مورد اینکه ساختار بهینه سرمایه وجود دارد یا نه پژوهش‌های بسیاری انجام شده و نظریه‌ها و استدلال‌هایی مطرح گشته است، اما تا به حال یک الگوی بهینه جامع ارائه نگردیده است. مرکز توجه این نظریه‌ها این بوده که آیا می‌توان از طریق تغییر ترکیب منابع سرمایه بر ارزش شرکت اثر گذاشت و آن را بیشینه کرد؟ برای تعیین ساختار سرمایه و همچنین پاسخ به این چالش‌ها نظریه‌هایی متعدد ارائه گردیده است که در ادامه به آنها پرداخته می‌شود.

۱-۲. نظریه های مختلف پیرامون ساختار سرمایه شرکت ها

۱-۱-۱. نظریه مودیگلیانی و میلر

مودیگلیانی و میلر (۱۹۵۸) با انتقاد از نظریه سنتی ثابت کردند که هزینه سرمایه شرکت ها به درجه اهرم مالی شرکت بستگی نداشته و در تمام سطوح ثابت است. همچنین، در شرایط خاص ارزش یک شرکت بدون توجه به تأمین مالی از طریق وام یا انتشار سهام یکسان است.

مودیگلیانی و میلر این گونه استدلال نمودند که اولاً تقسیم ساختار سرمایه شرکت میان بدھی و حقوق صاحبان سهام و یا بین سایر منابع تأمین مالی اهمیتی ندارد، زیرا عمالاً با انتشار دارایی های مالی شرکت دارایی های واقعی خود را به مردم می فروشد و تفاوتی ندارد که دارایی خود را یکجا و از طریق انتشار سهام بفروشد یا به اجزاء کوچکتر تقسیم کرده و تکه تکه (به صورت منابع مالی مختلف) به مردم عرضه دارد. در هر حال جمع اجزاء می بایست برابر کل باشد به همین خاطر ارزش شرکت به سودآوری و خطر تجاری بستگی دارد.

ثانیاً سرمایه گذاران می توانند اهرم شخصی را جایگزین اهرم شرکت سهامی نمایند و بدین صورت هر ساختار سرمایه ای را به حالت اول برگردانند. اگر دو شرکت از هر لحاظ بجز ساختار سرمایه شیوه هم باشند می بایست ارزش آن دو برابر باشد. در غیر این صورت امکان آربیتریاز وجود دارد. این عمل موجب خواهد شد که آنقدر سهام شرکت خرید و فروش شود که ارزش هر دو برابر گردد (گاروی و همکاران، ۱۹۹۶).

۱-۲-۱. هزینه های نمایندگی^۱

وامدهندگان (طلبکاران شرکت) انتظار دارند که امنیت سرمایه هایشان در شرکت تضمین شود و خطرات ورشکستگی و از بین رفتن اصل و فرع سرمایه به حداقل برسد. در واقع، تصاد منافع بین سرمایه گذاران (سهامداران، صاحبان اوراق قرضه و وامدهندگان) و مدیران موجب شد که به خاطر رعایت حقوق سرمایه گذاران کنترل هایی بر نحوه عملکرد مدیریت وضع شود و محدودیت هایی را در مفاد قراردادهای وام یا اعتبار ایجاد کنند و از مدیریت می خواهند با قراردادهای جبرانی و پاداشی و تشویق های لازم بازده سرمایه آنها را تضمین کند. هر قدر میزان بدھی افزایش یابد میزان صرفه جویی مالیاتی پس از یک حد معین به دلیل بالارفتن هزینه های نمایندگی کاهش می یابد. از جمله محدودیت هایی که می تواند به شرکت تحمیل شود نگهداری وجه نقد بیشتر، محدودیت در پرداخت سود سهام، محدودیت در صدور سهام جایزه و حق تقدم، اعمال مداخله در انتصاب مدیران ارشد، کنترل میزان

1. Agency Cost

بدهی شرکت و فشار برای پایین آوردن هزینه‌های تولید و اجرا و طرح‌های سرمایه‌گذاری می‌باشد (میرز، ۱۳۷۳).

۱-۲-۳. نظریه تبادل ایستا^۱

در قالب این نظریه شرکت تلاش می‌کند بین ارزش صرفه‌جویی مالیاتی بهره و هزینه ورشکستگی و هزینه نمایندگی تعادل برقرار سازد. طبق این نظریه شرکت می‌بایست آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین کند تا ارزش آن حداکثر گردد (فرانک و همکاران، ۲۰۰۳).

۱-۲-۴. نظریه عدم تقارن اطلاعات^۲

بر اساس این نظریه مدیران نسبت به سرمایه‌گذاران اطلاعات بیشتری را در مورد آینده شرکت دارند که این پدیده را اطلاعات نامتقارن می‌نامند. بنابراین، چون مدیران نسبت به آینده شرکت دارای اطلاعات بیشتری هستند هنگامی که آینده شرکت را خوب می‌بینند نیازی نمی‌بینند که اشخاص دیگری را در سود آینده شرکت با خود شریک کنند، از این رو نیازهای مالی شرکت را از طریق بدهی تأمین مالی می‌کنند، اما در صورتی که مدیران پیش‌بینی مساعدی در مورد آینده شرکت نداشته باشند آنگاه نیازهای مالی شرکت را از طریق انتشار سهام برطرف می‌کنند (آنتونیو و همکاران، ۲۰۰۲).

۱-۲-۵. نظریه سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی^۳

بر اساس این نظریه، شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود سلسله مراتب معینی را طی می‌کنند. شکل گیری این سلسله مراتب نتیجه یا پیامد عدم تقارن اطلاعات است. طبق این نظریه، در مواردی که بین مدیران و سرمایه‌گذاران برونو سازمانی عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد، مدیران تأمین مالی از محل منابع داخلی شرکت را به منابع بیرونی ترجیح می‌دهند یعنی ابتدا از محل سود اباشه یا اندوخته‌ها تأمین مالی می‌کنند، سپس اگر منابع داخل تکافو نکرد از بین منابع خارج از شرکت ابتدا به انتشار کم‌رسکترين اوراق بهادر یعنی اوراق قرضه (استقراض) متول می‌شوند و در صورتی که استقراض تکافو نکند و به منابع مالی بیشتری نیاز باشد به انتشار سهام مبادرت می‌ورزند. طبق نظریه سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی، شرکت‌های سودآور کمتر استقراض می‌کنند (فرانک و همکاران، ۲۰۰۳).

-
1. Static Trade Off
 2. Information Asymmetry Hypothesdis
 3. Pecking Order Theory of Financing Choice

به طور کلی در رابطه با ساختار سرمایه، پژوهش‌های مختلف در بازارهای گوناگون صورت گرفته است که همگی سعی در تبیین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و یا تعیین چگونگی رابطه عاملی خاص با ساختار سرمایه داشته‌اند. در بین این عوامل، نظام راهبری شرکت مهم ترین عاملی است که به لحاظ جدیدبودن پژوهش در این زمینه در این مجال به صورتی جامعتر نسبت به سایر عوامل فوق مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

نظام راهبری شرکت به منظور کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان برقرار گشت. بنابراین، قاعده‌تاً شرکت‌هایی که از کیفیت نظام راهبری بهتری برخوردارند می‌باشد تضاد منافع کمتری بین مالکان و مدیرانشان وجود داشته باشد. در نتیجه، نظام راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی و هزینه‌های نمایندگی بر ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارند (چیاچانتانا و همکاران، ۲۰۰۵).

۲-۲. نظام راهبری شرکت و معیارهای آن

نظام راهبری شرکت ساز و کاری است که از طریق آن شرکت‌ها مدیریت و کنترل می‌شوند و بنابراین ابتدا با موضوع‌های مدیریت و مباحثت و نظارت درگیر می‌شود. در نتیجه، نظام راهبری شرکت ساز و کاری برای حل مشکلات نمایندگی است. هنگام ارزیابی اثربخشی ساز و کارهای نظام راهبری شرکت برخی از مهم‌ترین معیارهایی که می‌باشد مورد توجه قرار گیرند عبارتند از درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی و درصد مدیران غیر موظف (مشایخ و اسماعیلی، ۱۳۸۵). البته صرف موظف و غیر موظف بودن اعضای هیأت مدیره نمی‌تواند بیانگر قوی یا ضعیف بودن نظام راهبری شرکت باشد، اما از معیارهای بسیار مهمی است که در بررسی اثربخشی نظام راهبری شرکت مورد توجه قرار می‌گرد. حاکمیت شرکتی مؤثر یا قوی با ایجاد تعادل میان قدرت و انعطاف رویه‌های حاکمیتی قابل دستیابی است. باید در نظر داشت که حاکمیت خوب به تنها ی باعث به وجود آمدن شرکت‌های خوب نمی‌شود، زیرا این مسئله به ماهیت رهبری و استراتژی‌های شرکت نیز بستگی دارد، اما حاکمیت بد حتماً باعث نابودی شرکت می‌شود. عناصر حاکمیت شرکتی از طریق مکانیزم‌های داخلی و خارجی قابل اعمال است.

۲-۲-۱. نقش هیأت مدیره در نظام راهبری شرکت به ویژه اعضای غیر موظف هیأت مدیره
جایگاه هیأت مدیره شرکت به عنوان نهاد هدایت‌کننده‌ای که نقش مراقبت و نظارت بر کار مدیران اجرایی را به منظور حفظ منافع مالکیتی سهامداران بر عهده دارد دارای اهمیت ویژه‌ای است. رمز موفقیت یک شرکت در گروی هدایت مطلوب آن است به گونه‌ای که می‌توان ادعا کرد راز

جادوگرانگی شرکت‌های معروف و خوش نام در برخورداری آنها از یک هیأت مدیره مؤثر و کارا نهفته است (حساس یگانه و پوریانسب، ۱۳۸۴).

از دیدگاه تئوری نمایندگی می‌توان چنین فرض کرد که مدیران غیر موظف وظیفه ناظارت بر سایر اعضای هیأت مدیره را برعهده دارند. در تعداد قابل توجهی از متون علمی بر اهمیت نقش هیأت مدیره در نظام راهبری شرکتی و لزوم ناظارت مدیران غیر موظف بر سایر مدیران تأکید شده است. بدون وجود نقش ناظارتی مدیران غیر موظف این امکان وجود دارد که مدیران موظف از طریق کسب کنترل کامل طرح‌های مربوط به حقوق و مزايا و همچنین ایجاد امنیت شغلی از موقعیت خود سوءاستفاده کنند. برخی از پژوهش‌های علمی نشان داده است که وظیفه ناظارت مدیران غیر موظف بر مدیریت به نحو مؤثری اعمال شده است. علاوه بر این، می‌توان جابجایی مدیران عامل را به عنوان شاخصی برای نشان دادن ناظارت موثر مورد استفاده قرار داد. در این زمینه، آثار مثبت حضور مدیران غیر موظف برای سهامداران نمود برخی شواهد است که نشان می‌دهد واکنش مثبت قیمت سهام را در هنگام انتخاب این مدیران به همراه دارد. البته از دیدگاه نظری دیگری مدیران غیر موظف تنها به عنوان یک عنصر مهم از یک ساختار غیر ضروری شناخته می‌شوند. طرفداران نظریه مذکور بر این باورند که بازار خود به صورت طبیعی به مدیران شرکت نظم و انضباط لازم را می‌بخشد و منافع مدیران و سهامداران را همسو می‌سازد.

در مجموع، چنین به نظر می‌رسد که اغلب شواهد تجربی موجود حتی با وجود برخی یافته‌های متضاد بر اهمیت نقش هر دو گروه از مدیران موظف و غیر موظف تأکید کرده‌اند، زیرا با وجود تفاوت میان مهارت‌های این دو گروه توانمندی‌ها و خدمات قابل ارائه هر دوی آنان برای هیأت مدیره ضروری است. چنین بر می‌آید که بیشتر شواهد در جهت حمایت از نقش ناظارتی مدیران غیر موظف بوده است (ایزدی‌نیا و رسائیان، ۱۳۸۹). شرکت‌هایی با تعداد مدیران غیر موظف بیشتر به دلیل وجود ناظارت مؤثرتر بر فعالیت مدیران آنها برای تأمین مالی کمتر به بدھی رو می‌آورند.

۲-۲-۲. نقش سهامداران مدیریتی و سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکت
 انتظار می‌رود هر چه قدرت سهامداران برای ناظارت بر فرایند گزارشگری مالی بیشتر باشد، کیفیت نظام راهبری شرکتی بهتر شود. در این زمینه، سهامداران به ویژه سرمایه‌گذاران نهادی نقش مهمی را ایفا می‌کنند. از یک دیدگاه، سرمایه‌گذاران نهادی یکی از ساز و کارهای نظام راهبری شرکتی نیرومند را بازنمایی می‌کنند که می‌توانند بر مدیریت می‌تواند شرکت ناظارت داشته باشند، زیرا نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی باشد برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران. به

علاوه، هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود، زیرا آنها بسیار بزرگ و با نفوذ شده‌اند و در عین حال تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند. در حقیقت، در متون از تمرکز مالکیت به عنوان ساز و کاری مهم یاد می‌شود که مشکلات نمایندگی را کنترل می‌کند و حمایت از منافع سرمایه‌گذاران را بهبود می‌بخشد، اما از منظر دیگر این چنین تمرکزی می‌تواند آثار منفی داشته باشد مانند دسترسی به اطلاعات محروم‌انه که عدم تقارن اطلاعاتی را بین آنان و سهامداران کوچکتر ایجاد می‌کند. همچنین، سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند مشکلات نمایندگی را به واسطه وجودشان در مقام مالک اعمده افزایش دهند (اعتمادی و همکاران، ۱۳۸۹).

۲-۳. فرضیه‌های موجود در خصوص رابطه نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه

۲-۳-۱. فرضیه برویند (پیامد)^۱

چیاچانتانا و همکاران (۲۰۰۵) در خصوص رابطه نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه دو فرضیه را مطرح می‌کنند: این فرضیه چنین مفروض می‌دارد که ساختار سرمایه به عنوان نتیجه کیفیت نظام راهبری شرکت است. شرکت‌هایی که کیفیت نظام راهبری پایینی دارند با مسائل و مشکلات نمایندگی بیشتری مواجه هستند. مدیران چنین شرکت‌هایی بیشتر قادر به استثمار سهامداران هستند و راحت‌تر می‌توانند منافع خود را نسبت به منافع سهامداران در اولویت قرار دهند. در این صورت بدھی‌ها می‌توانند نقشی مهم در کنترل هزینه‌های نمایندگی داشته باشند و همان‌گونه که پژوهش‌های قبلی نشان می‌دهند بدھی مانع از رفتارهای نادرست مدیران برای سوءاستفاده در جهت منافعشان می‌شود. در شرکت‌هایی که نظام راهبری ضعیفی دارند مدیران کمتر کنترل می‌شوند و احتمال سوءاستفاده توسعه آنان افزایش می‌یابد. مدیران این‌گونه شرکت‌ها تمایل دارند که اهرم مالی شرکت را در سطحی کمتر از سطح بهینه آن حفظ نمایند، زیرا آنها نمی‌خواهند محدودیت‌های اضافی ناشی از ایجاد بدھی در قالب پرداخت بهره‌های ثابت یا محرومیت از جریانهای نقدی آزاد مازادی که می‌توانند تحت کنترل داشته باشند را متحمل شوند. بنابراین، از این منظر کیفیت پایین نظام راهبری شرکت با نرخ‌های اهرمی پایین در ارتباط است. به عبارت دیگر، بین کیفیت نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه‌ای مثبت وجود دارد.

1. Outcome Hypothesis

۲-۳-۲. فرضیه جانشینی^۱

این دیدگاه چنین مفروض می‌دارد که اهرم مالی به عنوان جایگزینی برای نظام راهبری شرکت عمل می‌کند. بدھی‌ها باعث کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شوند. نظام راهبری شرکت نیز به طوری مشابه به منظور کاهش تضاد نمایندگی بکار برد می‌شود. بنابراین، بدھی و نظام راهبری شرکت نقشی مشابه را ایفا می‌کنند و می‌توانند جایگزین یکدیگر شوند. در شرکت‌هایی که نظام راهبری شرکت کیفیت کمتری دارد احتمالاً نیاز به بدھی‌ها به منظور ابزاری کاربردی در جهت کنترل هزینه‌های نمایندگی نسبت به شرکت‌های با کیفیت نظام راهبری قوی‌تر بیشتر است. بنابراین، شرکت‌هایی که نظام راهبری ضعیف‌تری دارند می‌بایست اهرم مالی بیشتری داشته باشند. به عبارت دیگر، بین کیفیت نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه‌ای منفی وجود دارد.

در رابطه با اندازه شرکت، شرکت‌های بزرگ به دلیل اینکه با هزینه‌های کمتری به بازارهای عمومی سرمایه دسترسی دارند و در خصوص جریان‌های نقدی آتی با ناظمینانی کمتری مواجه هستند، بنابراین در ساختار سرمایه خود از بدھی بیشتری استفاده می‌کنند. شرکت‌هایی که دارای فرصت‌های رشد بیشتری هستند در تحصیل سریع بدھی توانایی بالا دارند. این مسأله، انعطاف‌پذیری مالی مطلوبی را برای شرکت‌هایی که هدف‌شان رشد شرکت است فراهم می‌آورد. در ضمن، معمولاً بدھی بازده حقوقی صاحبان سهام و سود هر سهم شرکت‌های در حال رشد را کاهش نمی‌دهد. بنابراین، وجود رابطه‌ای مثبت بین فرصت‌های رشد و اهرم مالی موردنانتظار است. شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها بیشتر از دارایی‌های نامشهود تشکیل می‌شود کمتر به بدھی اتکا می‌کنند. شرکت‌هایی که دارایی‌های آنها را بیشتر دارایی‌های ثابت مشهود تشکیل می‌دهد بیشتر به بدھی اتکا می‌کنند، زیرا امکان ویقه قراردادن آنها برای تأمین مالی فراهم است. شرکت‌های سودآور، وجود داخلی بیشتری را در اختیار دارند و لذا نیاز به استقراض خارجی در این شرکت‌ها کاهش می‌یابد و موجب کاهش بدھی می‌شود. این واقعیت، تحت نظریه سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی سازماندهی شده است (صلواتی و رسائیان، ۱۳۸۶). بنابراین، طبق فرضیه برایند بین نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت و طبق فرضیه جانشینی بین این دو متغیر رابطه منفی وجود دارد.

۳. پیشینه پژوهش

در پژوهش‌های مختلف، اثر متغیرهای متعددی از جمله اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود، سودآوری، رشد، نوسان‌های سود، سود تقسیمی شرکت بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. در برخی

1. Substitution Hypothesis

از پژوهش‌های خارجی اخیر تأثیر معیارهای نظام راهبری شرکت نیز بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفته است. از آنجایی که ادبیات موجود در پژوهش‌های داخلی در ارتباط با تأثیر سایر عوامل بجز از معیارهای نظام راهبری شرکت بر ساختار سرمایه به اندازه کافی وجود دارند بیشتر بر ادبیات مربوط به نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها تأکید شده است. البته در آزمون‌های آماری و تجزیه و تحلیل‌های پژوهش سایر متغیرها نیز به عنوان متغیرهای کنترل بکار گرفته شده‌اند.

در خصوص رابطه ساختار سرمایه و کیفیت نظام راهبری شرکت پژوهش‌های مختلفی صورت گرفته است. برخی از این پژوهش‌ها بیانگر رابطه مثبت و برخی دیگر نشان‌دهنده رابطه منفی بین این دو متغیر هستند. چیاچانتانا و همکاران (۲۰۰۵) نشان دادند که بین کیفیت نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد، اما این رابطه خطی نیست. نمودار آن سهمی و به شکل محدب است. اهرم تا نقطه‌ای معین با کیفیت نظام راهبری شرکت رابطه‌ای منفی دارد و سپس این رابطه معکوس می‌گردد و با افزایش کیفیت نظام راهبری شرکت رابطه مثبت می‌شود.

سوتو (۲۰۰۳) به بررسی رابطه ساختار سرمایه و نظام راهبری شرکت در مالزی قبل و بعد از بحران مالی سال ۱۹۹۷ با استفاده از رویکرد هزینه‌های نمایندگی پرداخت. وی بر مبنای اطلاعات ۳۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار کوالالامپور در دوره زمانی (۱۹۹۵-۱۹۹۹) به این نتیجه رسید که پراکندگی مالکیت شرکت سبب تضعیف نظام راهبری شرکت می‌گردد و اهرم مالی افزایش می‌یابد. سوتو تمرکز مالکیت را عاملی برای کاهش تصاد منافع مدیران و مالکان می‌داند. با افزایش کیفیت نظام راهبری شرکت، هزینه‌های نمایندگی تأمین مالی داخلی کاهش می‌یابد. بنابراین، با افزایش کیفیت نظام راهبری شرکت تأمین مالی خارجی کمتر می‌شود. در نتیجه، بین کیفیت نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه‌ای منفی وجود دارد.

ون و همکاران (۲۰۰۲) رابطه برخی ویژگی‌های مربوط به هیأت‌مدیره شرکت و ساختار سرمایه شرکت را در بورس اوراق بهادار چین مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها بیانگر آن است که وقتی مدیران با نظام راهبری قوی‌تری از جانب هیأت‌مدیره مواجه باشند تمایل کمتری به تأمین مالی خارجی دارند. عوامل نظام راهبری شرکت در پژوهش آنها شامل ترکیب هیأت‌مدیره، تداوم مدیر عامل (تعداد سال‌هایی که مدیر عامل در این سمت باقی می‌ماند)، اندازه هیأت‌مدیره، پاداش ثابت برای مدیر عامل و درصد اعضای غیر موظف هیأت‌مدیره بودند. نتایج پژوهش بیانگر اثرگذاری ترکیب هیأت‌مدیره و تداوم مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت است. این در حالی است که اندازه هیأت‌مدیره و پاداش ثابت برای مدیر عامل بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار چین

اثری ندارد. بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و ساختار سرمایه رابطه‌ای منفی وجود دارد. آنها می‌گویند هرچه درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره بیشتر باشد، تمایل بیشتری برای نظارت بر مدیران دارند. این مسأله باعث می‌شود که مدیران برای بهتر نشان دادن عملکرد شرکت نرخ‌های اهرمی پایین‌تری را اختیار کنند.

جنسن (۱۹۸۶)، برگر و همکاران (۱۹۹۷) و آبور (۲۰۰۷) نشان دادند که شرکت‌هایی که نرخ‌های اهرمی بالاتری دارند نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره بالاتری دارند. در حالی که شرکت‌هایی که درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره پایینی دارند اهرم مالی کمتری دارند.

هنریچ (۲۰۰۰) نشان داد که مالکان با به دست آوردن منافع بیشتر و در نتیجه کاهش قدرت ریسک‌پذیری حساسیت کمتری نسبت به نظارت بر مدیریت نشان می‌دهند، زیرا افزایش نظارت سبب انتقال ریسک شرکت از مدیران به مالکان می‌شود. این امر سبب خنثی کردن اثر مثبت تمرکز مالکیت بر نظارت از طریق کاهش نظارت بر مسائل غیر ضروری می‌گردد. هنریچ علاوه بر این نشان می‌دهد که هزینه‌های فرصت تمرکز مالکیت باعث می‌گردد که مالکان از اهرم مالی به عنوان یک ابزار نظارتی استفاده کنند. بنابراین، تمرکز مالکیت که از معیارهای نظام راهبری شرکت محسوب می‌گردد باعث افزایش اهرم مالی می‌شود. هرچه درصد مالکیت سهامداران عمدۀ یا سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر باشد اهرم مالی افزایش می‌یابد. بریسفرد و همکاران (۱۹۹۹) نیز به وجود رابطه مثبت بین تمرکز مالکیت و اهرم مالی در شرکت‌های استرالیایی پی برند. پیغفر (۱۹۷۳) و پیغفر و سالاسیک (۱۹۷۸) تأکید دارند که مدیران غیر موظف توانایی شرکت را برای استقامت در برابر عوامل محیطی افزایش می‌دهند. هرچه درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره بیشتر باشد اهرم مالی افزایش می‌یابد.

نیکخت و پیکانی (۱۳۸۸) رابطه بین ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROE، ROA) شرکت‌های پذیرفته شده در ۵۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۸۶) مورد بررسی قرار دادند. در نهایت، مشخص شد بین نسبت‌های ساختار سرمایه و معیارهای حسابداری ارزیابی عملکرد (ROE، ROA) رابطه معنادار وجود دارد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه بر اساس داده‌های ۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را طی سال‌های (۱۳۷۸-۱۳۸۵) بررسی کردند. یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری رابطه مثبت معناداری و بین صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدھی و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار رابطه منفی معناداری وجود دارد که مطابق با نظریه موازنۀ ایستا است. بین فرصت‌های رشد و نسبت بدھی بر مبنای

ارزش دفتری مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بین نوسان پذیری سود و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار و بین نسبت پرداخت سود و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری برخلاف پیش‌بینی‌های دو مدل موازنۀ ایستا و سلسله مراتبی رابطه مثبت معناداری وجود دارد. بین قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری و بین سودآوری شرکت و نسبت بدھی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار مطابق با نظریه سلسله مراتبی رابطه منفی معناداری وجود دارد.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۸) با انتخاب نمونه‌ای شامل ۱۱۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران برای دوره زمانی سال‌های (۱۳۷۵-۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عواملی همچون نرخ بازده دارایی‌ها به عنوان جایگزینی برای سودآوری، تغییرپذیری سود، درصد تقسیم سود، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مالیات و خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیات بیانگر این مسئله است که حدود ۶۶ درصد تغییرات در اهرم مالی توسط متغیرهای مستقل مذکور توضیح داده می‌شود.

ستایش و همکاران (۱۳۸۸) پس از بررسی همبستگی ساختار سرمایه و سودآوری ۳۰۰ شرکت پذیرفته شده در ۱۲ صنعت بورس اوراق بهادر تهران و حصول اطمینان از وجود رابطه معنادار بین این دو متغیر به تعیین ساختار بهینه سرمایه در سطح کل شرکت‌ها و همچنین در صنایع مختلف پرداختند. نتایج همبستگی حاکی از آن است که رابطه ساختار سرمایه و سودآوری به تعریف متغیر سودآوری بستگی دارد. به دلیل وجود رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها در سطح کل شرکت‌ها و همچنین صنایع مختلف از این متغیر به عنوان معیار سودآوری و عامل تعیین‌کننده ساختار بهینه سرمایه در الگوریتم ژنتیک استفاده شده است. به منظور مدل‌سازی داده‌های ورودی (ساختار سرمایه) و خروجی (نرخ بازده دارایی‌ها) از رگرسیون بردارهای پشتیبان و به منظور تعیین ساختار بهینه سرمایه از الگوریتم ژنتیک استفاده شد. نتایج الگوریتم ژنتیک حاکی از آن است که بیشترین سودآوری در ازای استفاده کمتر از اهرم مالی (بدھی) حاصل شده است. این یافته با نتایج همبستگی مبنی بر وجود رابطه منفی بین ساختار سرمایه و نرخ بازده دارایی‌ها مطابقت دارد.

نمایزی و حشمتی (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر عوامل مؤثر و اطلاعات تأخیری بر تغییرات اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادر تهران پرداختند. برای این منظور، داده‌های مورد نیاز این تحقیق از ۱۶۴ شرکت فعال در بورس اوراق بهادر تهران طی سال‌های (۱۳۷۹-۱۳۸۳) جمع‌آوری گردید. با بکارگیری مدل رگرسیون داده‌های تابلویی نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که بین سودآوری،

بازده سهام، کسری مالی و نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد. این رابطه در خصوص سودآوری از قوت بالایی برخوردار بوده و پایداری تأثیر آن بر اهرم بازار تا دو سال ادامه می‌یابد. همچنین، در مورد کسری مالی نیز تأثیر آن بر اهرم دفتری تا دو سال ادامه می‌یابد. تأثیر بازده سهام بر اهرم دفتری تا یک سال پایدار می‌باشد، اما نسبت ارزش بازار بر ارزش دفتری دارایی‌های شرکت تنها متغیری می‌باشد که دارای تأثیر کوتاه‌مدت هم بر اهرم بازار و هم بر اهرم دفتری می‌باشد و تأثیر آن بر دوره‌های دیگر تسری پیدا نمی‌کند.

باقرزاده (۱۳۸۲) به بررسی مهم‌ترین عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران در قلمرو زمانی (۱۳۷۷-۱۳۸۱) پرداخت. نمونه مورد بررسی بالغ بر ۱۵۸ شرکت تولیدی از بین ۲۵۲ شرکت تشکیل‌دهنده کل جامعه آماری در قلمرو زمانی تحقیق بوده است. نتایج تحقیق حکایت از این دارد که الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران عمده‌تاً تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت شرکت (دارایی‌هایی که ارزش وثیقه داشته باشد) اندازه شرکت و سودآوری آن می‌باشد. نتایج این تحقیق اگرچه پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی و فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی را تأیید نمی‌کند اما به نظر می‌رسد شرکت‌های عضو بورس تهران در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود در عمل سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را طی می‌کنند. علاوه بر این، شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران در تأمین منابع مالی مورد نیاز از خارج شرکت استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند. بنابراین یافته‌های این تحقیق پیش‌بینی تئوری توازن پایدار ساختار سرمایه را تأیید اما پیش‌بینی تئوری سلسله مراتب گزینه‌های تأمین مالی را تأیید نمی‌کند.

نوروش و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی تأثیر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت بر هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های (۱۳۸۲-۱۳۸۵) پرداختند. هزینه‌های نمایندگی تابعی از تعامل بین فرصت‌های رشد شرکت و جریان‌های نقد آزاد تعریف شده و از شاخص Q توابیع به عنوان معیاری برای اندازه گیری فرصت‌های رشد استفاده شده است. از بین ساز و کارهای کنترل هزینه‌های نمایندگی، مالکیت سرمایه گذاران نهادی، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و نسبت بدھی به عنوان متغیرهای مستقل بررسی شده است.

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون مقطعي و ترکیبي استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه منفي و معنادار بین مالکیت سرمایه گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف

هیأت مدیره با هزینه‌های نمایندگی می‌باشد، اما بین نسبت بدھی و هزینه‌های نمایندگی رابطه معناداری وجود ندارد.

تفاوت اصلی پژوهش حاضر با پژوهش‌های قبلی در دوره زمانی پژوهش و بکارگیری معیارهای نظام راهبری شرکتی به عنوان متغیرهای مستقل می‌باشد. در مقایسه با پژوهش نوروش و همکاران (۱۳۸۸) نیز تفاوت در متغیر وابسته و دوره زمانی پژوهش را می‌توان ذکر کرد.

۴. روش پژوهش

این پژوهش از نوع توصیفی- همبستگی است و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. با استفاده از رگرسیون چند متغیره عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. روش رگرسیونی مورد استفاده در پژوهش، رگرسیون با داده‌های ترکیبی است. روش ترکیبی، داده‌های مقطعی و سری زمانی را با یکدیگر ترکیب می‌کند به این معنا که متغیرهای تعریف شده در این پژوهش را از دو جنبه مورد بررسی قرار می‌دهد. از یک سو، میان شرکت‌های مختلف موجود در نمونه و از سوی دیگر، در دوره زمانی سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۸۸) در این پژوهش در راستای دستیابی به اهداف پژوهش فرضیه‌ها به شرح زیر تدوین گردیده است.

۴-۱. فرضیه‌های پژوهش

پرسشناسی پژوهش این است که آیا بین ساختار سرمایه و معیارهای نظام راهبری شرکت شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران رابطه‌ای معنادار وجود دارد؟ بنابراین فرضیه‌های پژوهش به این صورت بیان می‌شوند:

فرضیه اول: بین ساختار سرمایه (اهرم مالی) و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره شرکت‌ها رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین ساختار سرمایه (اهرم مالی) و درصد سرمایه‌گذاران نهادی رابطه معنادار وجود دارد.

۲-۴. متغیرهای پژوهش

در این پژوهش رابطه بین ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و معیارهای نظام راهبری شرکت (درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران نهادی) به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها و خالص اموال،

ماشین آلات و تجهیزات به عنوان متغیرهای کنترل بررسی شده است.

- اهرم مالی: از تقسیم مجموع بدھی‌های شرکت بر جمع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.
- اندازه شرکت: جهت محاسبه اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت استفاده شده است.
- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام برابر است با ارزش بازار شرکت (حاصلضرب تعداد سهام در ارزش بازار آن در آخرین روز معامله از سال مورد بررسی) به ارزش دفتری (مجموع حقوق صاحبان سهام شرکت).
- نرخ بازده دارایی‌ها: از تقسیم سود خالص بر جمع کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.
- خالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات: این متغیر عبارت است از لگاریتم طبیعی بهای تمام شده تاریخی دارایی‌های ثابت شرکت بعد از کسر استهلاک انباشته.
- درصد سرمایه گذاران نهادی: درصد سهام شرکت که توسط نهادهای سرمایه گذاری عمده نگهداری می‌شود.
- درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره: درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره از کل اعضای هیأت مدیره است.

۴-۳. جامعه و نمونه آماری

پژوهش حاضر، براساس اطلاعاتی از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره (۱۳۸۱-۱۳۸۸) است. به لحاظ بررسی دقیق‌تر پس از خارج نمودن شرکت‌های سرمایه گذاری (به دلیل تفاوت نوع فعالیت آنها)، شرکت‌های فعال در سایر صنایع انتخاب گردید. از آنجایی که بررسی همه عناصر جامعه با توجه به محدودیت زمان و هزینه و دسترسی به اطلاعات امکان‌پذیر نبود و با توجه به دوره زمانی پژوهش که از سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۸۸ را در بر می‌گیرد شرکت‌هایی مورد بررسی قرار می‌گیرند که:

- (الف) برای انتخاب نمونه‌ای همگن قبل از سال ۱۳۸۱ در بورس تهران پذیرفته شده باشد و از ابتدای سال ۱۳۸۱ سهام آنها در بورس مورد معامله قرار گیرد.
- (ب) در طول سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۸۸) معاملاتشان در بورس دچار وقفه نشده باشد. به عبارت دیگر، سهام این شرکت‌ها می‌بایست در طول سال‌های مذکور در بورس فعال باشد و طول وقفه نباید بیشتر از سه ماه باشد.

ج) پایان سال مالی آنها پایان اسفندماه هر سال باشد و در فاصله سال‌های (۱۳۸۱-۱۳۸۸) تغییر سال مالی نداده باشد. تا شاخص‌های محاسبه شده در انتهای سال مالی دارای تطابق زمانی لازم باشد.

د) امکان کسب اطلاعات لازم از صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه آنها وجود داشته باشد.

با لحاظ کردن شرایط فوق، تعداد نمونه انتخابی از جامعه آماری ۱۷۰ شرکت است و به عبارتی ۱۳۶۰ سال-شرکت انتخاب گردید.

۴-۴. روش جمع‌آوری اطلاعات و داده‌ها

روش مورد استفاده برای جمع‌آوری داده‌ها، روش اسناد کاوی است. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز از اطلاعات صورت‌های مالی و یادداشت‌های همراه استفاده شده است. به این منظور، از نرم‌افزار تدبیرپرداز و همچنین سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است.

۴-۵. آزمون فرضیه‌ها

برای برآورد الگوهای رگرسیون خطی معمولاً از روش حداقل مربعات معمولی (OLS)^۱ استفاده شده است. این روش دارای ویژگی‌های مطلوب آماری مانند بهترین برآورد کننده خطی بدون تورش (BLUE) بودن را دارا است، اما برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش حداقل مربعات تعییم‌یافته (GLS)^۲ استفاده می‌شود. روش GLS متغیرهای الگوی مدل رگرسیون را موزون می‌نماید. به همین دلیل روش مذکور را روش حداقل مربعات موزون (WLS)^۳ می‌نامند. روش آماری مورداستفاده در این پژوهش روش رگرسیون با استفاده از داده‌های پانل است. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسمند بر اساس محاسبه نرم‌افزار Eviews استفاده شده است. بر این مبنای در صورتی که نتایج حاصل در قسمت احتمال بزرگتر از 0.05 باشد فرض صفر مبنی بر توزیع نرمال طبق آماره Jarque-Bera پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها دلالت دارد. فرضیه‌ها به واسطه نتایج حاصل از مدل‌های اقتصادسنجی و رگرسیون چند متغیره مورد بررسی و با تجزیه و تحلیل آنها نسبت به تأیید یا رد فرضیه‌ها اقدام شده است (گجراتی، ۱۳۷۸).

-
1. Ordinary Least Squares Method
 2. Generalized Least Squares Method
 3. Weighted Least Squares Method

۴-۵-۱. همخطی، راههای تشخیص و چگونگی رفع آن

یکی دیگر از مشکلاتی که در رگرسیون‌های چندمتغیره ممکن است پیدا شود، مشکل همخطی است. همخطی مشکلی است که به داده‌های آماری مربوط می‌شود و به دو صورت کامل و غیرکامل مطرح است. همخطی کامل به وضعیتی اشاره دارد که در آن متغیرهای مستقل الگو دارای همبستگی کامل با یکدیگر هستند، اما همخطی غیرکامل نشان‌دهنده همبستگی شدید بین متغیرهای مستقل است. برای تشخیص چنین مشکلی در رگرسیون‌های چندمتغیره می‌توان بین متغیرهای مستقل الگوی رگرسیون را برآورد کرد و با توجه به ضریب تشخیص حاصل نسبت به بود و نبود مشکل اظهارنظر نمود. اگر $R^2 = 1$ باشد نشانه همخطی کامل و اگر $R^2 \approx 1$ باشد نشانه همخطی غیرکامل است. همچنین، برای تشخیص آن می‌توان یکی از متغیرهای مستقل را از الگو حذف کرد و سپس R^2 حاصل را برای پیش و پس از حذف متغیر مورد نظر با یکدیگر مقایسه نمود، اگر تفاوت آنها اندک و جزئی باشد نشانه همخطی غیرکامل است. در صورتی که همخطی کامل باشد ضرایب به صورت جداگانه قابل برآورد نمی‌باشند و به عبارتی رگرسیون قابل برآورد نمی‌باشد. برای رفع مشکل می‌توان حجم نمونه را افزایش داد و یا متغیری را که عامل همخطی است حذف کرد (شیرین‌بخش و حسن‌خوانساری، ۱۳۸۴). با توجه به حجم مناسب نمونه و همچنین آزمون‌های صورت گرفته، مشکل همخطی بین متغیرهای مستقل پژوهش حاضر وجود ندارد.

۴-۵-۲. خودهمبستگی

یکی از مشکلات معمول در یک الگوی رگرسیون، وجود همبستگی بین جملات پسماند است. مزیت استفاده از داده‌های ترکیبی آن است که مشکل خودهمبستگی مرتفع می‌گردد. برای بررسی وجود خودهمبستگی بین جملات پسماند از آزمون دوربین-واتسون استفاده شد. آماره دوربین-واتسون حاصل بیانگر عدم وجود خودهمبستگی بین جملات پسماند می‌باشد.

۴-۵-۳. مدل پژوهش

با توجه به مطالب مذکور در خصوص متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش به صورت زیر است:

$$FL_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 MB_{it} + \beta_4 PPE_{it} + \beta_5 OUT_{it} + \beta_6 INSTOWN_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

: اهرم مالی^۱، ROA: نرخ بازده دارایی‌ها^۲، Size: لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها، MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، PPE: خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، OUT: درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و INSTOWN: درصد سرمایه‌گذاران نهادی است. β_0 : نیز ضریب ثابت و e : ضریب خطای هر دوره مستقل است دارای توزیع نرمال و مستقل از عوامل رگرسیونی است. در صورت رد فرض H_0 ، فرض H_1 پذیرفته خواهد شد که بیانگر وجود رابطه معنادار بین اهرم مالی و متغیر مستقل مورد آزمون است.

۴-۳-۲. روش برآورد مدل‌های پژوهش

برای برآورد مدل‌های پژوهش از روش رگرسیون ترکیبی استفاده شد. روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

- روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند.
- روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضاء داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد.
- روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌نماید.
- روش اثرات تصادفی که در آن ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند (گجراتی، ۱۳۸۳).

برای انتخاب بین روش‌های مدل رگرسیون تلفیقی و رگرسیون اثرات ثابت از آزمون F لیمر (تعییم یافته) استفاده شده است. این روش متکی بر ضریب تعیین (R^2) دو روش بوده و آزمون می‌نماید که آیا ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت به صورت معناداری بزرگ‌تر از ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی است یا خیر (یافی، ۲۰۰۳). آماره این آزمون در زیر ارائه شده است:

$$F = \frac{(R_{FE}^2 - R_{POOL}^2)/(n-1)}{(1-R_{FE}^2)/(nt-n-k)} \quad (2)$$

که در آماره فوق، R_{FE}^2 : ضریب تعیین رگرسیون با اثرات ثابت، R_{POOL}^2 : ضریب تعیین مدل رگرسیونی تلفیقی (عرض از مبدأ مشترک)، n : تعداد مشاهدات مقطعی، t : تعداد دوره‌های زمانی پژوهش (تعداد سال‌ها)، nt : تعداد کل مشاهدات و k : تعداد متغیرهای مستقل (توضیحی) مدل می‌باشد. فرضیه H_1 این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در بین ضریب تعیین دو روش می‌باشد. آزمون

-
1. Financial Leverage
 2. Return on Assets

هاسمن^۱ ما را در انتخاب و بکارگیری یکی از روش‌های اثرات ثابت (FE) و اثرات تصادفی (RE) یاری می‌رساند. آزمون هاسمن دارای توزیع مجانبی خی دو (کای دو) بوده و درجات آزادی آن برابر با تعداد متغیرهای توضیحی (تعداد رگرسورها) است. فرضیه H_1 این آزمون بیانگر وجود تفاوت معنادار در ضرایب برآورده دو روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی است. درصورت پذیرش فرضیه H_0 از روش اثرات تصادفی و در صورت پذیرش فرضیه H_1 از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود. آماره آزمون هاسمن در زیر ارائه شده است:

$$N^2 = (b - B)' \cdot [(VAR(b) - VAR(B))^{-1}] \cdot (b - B) \quad (3)$$

که در این آماره، b : ضرایب برآورده تحت روش FE و B : ضرایب برآورده تحت روش RE می‌باشد.

برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعیین یافته (GLS) استفاده می‌شود. این روش اقدام به موزون‌نمودن متغیرهای الگوی مدل رگرسیون می‌نماید. به همین دلیل، روش مذکور را روش کمترین مجذورات موزون می‌نامند. فرضیه‌ها از طریق نتایج حاصل از مدل‌های اقتصادسنجی و رگرسیون چندمتغیره مورد آزمون قرار گرفتند. برای تعیین معناداری‌بودن کل مدل رگرسیون از آماره F فیشر استفاده شده است. برای بررسی معنادار بودن ضریب متغیرهای مستقل در هر مدل از آماره t استیومنت در سطح اطمینان ۹۰، ۹۵ و ۹۹ درصد استفاده شده است. از آزمون دوربین-واتسون نیز برای بررسی نبود مشکل خودهمبستگی بین جملات پسماند استفاده گردید. به منظور آزمون نرمال بودن داده‌ها از آزمون نرمال بودن جملات پسماند بر اساس محاسبه نرم‌افزار Eviews6 استفاده شد. بر این مبنای، در صورتی که نتایج حاصل در قسمت احتمال بزرگتر از ۵ درصد باشد فرض صفر مبنی بر توزیع نرمال پذیرفته می‌شود که بر نرمال بودن توزیع داده‌ها دلالت دارد. از آزمون همخطی نیز برای بررسی نبود همبستگی بین متغیرهای مستقل مدل‌های پژوهش استفاده شد(شیرین‌بخشن و حسن‌خوانساری، ۱۳۸۴).

۵. تجزیه و تحلیل نتایج

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش در جدول (۱) خلاصه شده است. نتایج پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد نشان می‌دهد که بین درصد سهامداران نهادی و اهرم مالی رابطه مثبت و معناداری

1. Hausman Test

وجود دارد، اما رابطه بین متغیر درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و اهرم مالی معنادار نیست. تحلیل متغیرهای کنترل پژوهش نشان می دهد که رابطه بین متغیرهای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، نرخ بازده دارایی‌ها و خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات شرکت با اهرم مالی مثبت و معنادار است. بین اندازه شرکت و اهرم مالی رابطه معنادار وجود ندارد.

جدول ۱. خلاصه نتایج آماری حاصل از آزمون فرضیه‌ها

فرضیه	متغیر وابسته	متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار احتمال	نتیجه فرضیه
۱	FL	OUT	۲/۱۴۳۶۴۸	۳/۶۸۸۰۳۶	۰/۵۸۱۲۴۴	۰/۰۵۶۱۵	رد
۲	FL	INSTOWN	۰/۰۳۶۳۲۷	۰/۰۱۸۲۲۳۶	۱/۹۹۲۰۲۱	۰/۰۴۷۲	قبول
۳	FL	SIZE	۰/۴۳۰۱۳۹	۰/۵۱۲۷۸۱	۰/۸۳۸۸۳۴	۰/۴۰۲۱	رد
۴	FL	MB	۰/۶۹۰۷۶۱	۰/۱۲۸۳۴	۵/۳۸۲۲۶۶	۰	قبول
۵	FL	ROA	-۰/۳۶۵۱۲	۰/۰۵۸۱۹۷	-۶/۲۷۳۹۳	۰	قبول
۶	FL	PPE	۰/۰۰۰۰۱۲۵	۰/۰۰۰۰۰۴۲۷	۲/۹۲۰۲۹۹	۰/۰۰۳۷	قبول
۱۲۰۳/۱۷۴	آماره F:	دوربین-واتسون: تعیین تبدیل شده:	۲/۰۵۹۶۲۳	۰/۹۵۳۸۴۸	ضریب تعیین		

مأخذ: نتایج تحقیق.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

در این پژوهش، فرضیه‌های مطرح شده مبنی بر وجود رابطه معنادار بین اهرم مالی و درصد مدیران غیر موظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این مسئله است که حدود ۹۵ درصد تغییرات در اهرم مالی توسط متغیرهای نرخ بازده دارایی‌ها، اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، درصد مدیران غیر موظف و درصد سرمایه‌گذاران نهادی شرکت توضیح داده می‌شود. تغییر در درصد مالکیت سهامداران نهادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توضیح‌دهنده تغییرات در اهرم مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. طبق فرضیه برایند بین نظام راهبری شرکت و اهرم مالی رابطه مثبت و طبق فرضیه جانشینی بین این دو متغیر رابطه منفی وجود دارد. بنابراین، نتایج این پژوهش با فرضیه برایند مطابقت دارد. نتایج این پژوهش در مورد رابطه درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و اهرم مالی با نتایج پژوهش‌های هنریچ (۲۰۰۰) و بریسفورد و همکاران (۱۹۹۹) مطابقت دارد و با نتایج پژوهش‌های سوتو (۲۰۰۳) و ون و همکاران (۱۹۹۹) در تضاد است.

یافته‌های پژوهش بیانگر عدم وجود رابطه معنادار بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و اهرم مالی است و با یافته‌های حاصل از پژوهش‌های هنریچ (۲۰۰۰)، بریسفرد و همکاران (۱۹۹۹)، پیفر (۱۹۷۳)، پیفر و سالانسیک (۱۹۸۶)، جنسن (۱۹۹۷)، برگر و همکاران (۱۹۹۷) و آبور (۲۰۰۷) که نشان دادند شرکت‌های با نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره بالاتر نرخ‌های اهرمی بالاتر دارند در تضاد است. با توجه به نتایج به دست آمده به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری خود به متغیرهای درصد سرمایه‌گذاران نهادی شرکت، نرخ بازده دارایی‌ها، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و خالص اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات توجهی بیشتر داشته باشد.

منابع

- اعتمادی، حسین، رسائیان، امیر و حسین کردبار (۱۳۸۹)، "رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام"، مجله توسعه و سرمایه، بهار و تابستان، شماره ۵، صص ۵۹-۳۱.
- ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان (۱۳۸۹)، "رابطه برخی از ابزارهای نظری راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد"، دانش حسابداری، شماره ۱، صص ۷۲-۵۳.
- باقرزاده، سعید (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۶، ص ۲۳.
- بریگام، او جین اف، گاپنسکی و دی وز (۱۳۸۲)، مدیریت مالی میانه، ترجمه علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه.
- حساس‌یکانه، یحیی و امیر پوریانس (۱۳۸۴)، "نقش سرمایه‌گذاران نهادی در حاکمیت شرکت‌های سهامی"، ماهنامه حسابدار، شماره‌های ۱۶۴ و ۱۶۵.
- دامودار، گجراتی (۱۳۷۸)، مبانی اقتصادسنجی، ترجمه حمید ابریشمی، جلد دوم، تهران: انتشارات دانشگاه، چاپ دوم.
- ستایش، محمدحسین، کاظم‌نژاد، مصطفی و محمدجواد شفیعی (۱۳۸۸)، "کاربرد الگوریتم ژنتیک در تعیین ساختار بهینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۶، ص ۳۹.
- شیرین‌بخش، شمس‌اله و ذهرا حسن‌خوانساری (۱۳۸۴)، کاربرد Eviews در اقتصادسنجی، چاپ اول، انتشارات پژوهشکده امور اقتصادی.

صلواتی، شاپور و امیر رسائیان (۱۳۸۶)، "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقدشووندگی سهام در ایران"، نامه اقتصادی مفید، سال سیزدهم، شماره ۶۳، صص ۱۴۳-۱۶۳.

کردستانی، غلامرضا و مظاہر نجفی عمران (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنۀ ایستاد مقابله نظریه سلسله مراتبی"، دوفصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۲۵، صص ۹۰-۷۳.

مشایخ، شهناز و مریم اسماعیلی (۱۳۸۵)، "بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبردی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، ص ۲۵.

مهرانی، ساسان، کاشانی‌بور، محمد و امیر رسائیان (۱۳۸۸)، "عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه در ایران"، فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی، ویژه‌نامه بورس، صص ۱۵۱-۱۲۵.

میرز (۱۳۷۳)، ساختار مطلوب سرمایه، ترجمه دکتر علی پارسائیان، فصلنامه تحقیقات مالی، بهار.

نمازی، محمد و مرتضی حشمی (۱۳۸۶)، "بررسی تاثیر سازه‌ها و متغیرهای تأخیری بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۹، ص ۱۳۹.

نوروش، ایوج، کومی، غلامرضا و جلال وافی ثانی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه ساز و کارهای نظام راهبردی شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، تحقیقات حسابداری، شماره اول، صص ۲۷-۴.

نیکبخت، محمدرضا و محسن پیکانی (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و معیار حسابداری ارزیابی عملکرد در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی، سال یازدهم، شماره ۲۸، صص ۱۰۴-۸۹.

Abor, J. (2007), "Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms, Corporate Governance", *International Journal of Business in Society*, Vol. 7.

Antoniou, Antonio S., Gunny & Paudyal (2002), "Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence from European Countries", *Social Science Research Network*, from: www.ssrn.com/abstract=285001.

Berger, P. G., Ofek, E. & D.L. Yermack (1997), "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 4, PP. 1411-1438.

Brailsford, T., B. Oliver & S. Pua (1999), *Theory and Evidence on the Relationship between Ownership Structure and Capital Structure*, Mimeo, Dpt. of Commerce, Australian National University.

Chiyachantana, Chiraphol New, Jiraporn, Pornsit & Pattanaporn Kitsabunnarat (2005), "Capital Structure and Corporate Governance Quality", Available at ssrn.com.

Frank, Marrayz, Goyal (2003), *Capital Structure Decisions*, Social Science Research network, from: www.ssrn.com/abstract=273006.

Garvey, Gerald t., Hankal (1996), "The Management of Corporate Capital Structure: Theory and Evidence", Social Science Research Network, from: www.ssrn.com/abstract=275013.

Heinrich, R. (2000), "Complementarities in Corporate Governance: Ownership Concentration", Capital Structure, Monitoring and Pecuniary Incentives, Available at ssrn.com, id=216389.

- Jandik, T. & Anil K. Makhija** (2001), "Empirical Evidence on Determinants of Capital Structure", *Advances in Financial Economics*, Vol. 6, PP. 143-159.
- Jensen, M.C.** (1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, No.2, PP.323-329.
- Pfeffer, J.** (1973), "Size, Composition and Function of Corporate Boards of Directors: the Organisation-Environment Linkage", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 18, PP. 64-349.
- Modigliani, F. & Miller, M.** (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, PP. 261-297.
- Rajan, Raghuram & Luigi Zingales** (1995), "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", *Journal of Finance*, Vol. 50, PP. 1421-1460.
- Pfeffer, J. & G.R. Salancick** (1978), *The External Control of Organisations: A Resource-dependence Perspective*, Harper & Row, New York, NY.
- Suto, M.** (2003), "Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 11, PP. 25-39.
- Wen, Yu, Rwegasira, Kami & Jan Bilderbeek** (2002), "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of the Chinese Listed Firms", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 10, PP. 75-83.
- Yafee, R.** (2003), "A Primer for Panel Data Analysis, New York University", Derivation from: http://www.nyu.edu/its/pubs/connect/fall03/yafee_primer.html.

