

تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش

هزینه‌های حقوق صاحبان سهام

ابوالفضل احمدیان طاهری^۱، حسین جباری^۲

تاریخ پذیرش ۱۴۰۱/۰۷/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۵/۲۴

چکیده

تمام شرکت‌های به حداکثر رساندن ارزش برای دستیابی به ساختار سرمایه هدف خود تلاش می‌کنند که هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و ارزش شرکت و افزایش قیمت سهام را در آینده افزایش می‌دهد (بریگام و هیوستون، ۲۰۱۲). هدف از انجام پژوهش حاضر بررسی رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی با تصمیمات تأمین مالی و هزینه سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. که از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت مروری و از لحاظ ماهیت داده‌ها جزء تحقیقات کمی است. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای بازه زمانی بین ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۹ بررسی شده که در آخر با لحاظ کردن محدودیتهای ذکر شده ۱۳۳ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده است. در این تحقیق برای جمع آوری و گردآوری داده‌ها و اطلاعات تحقیق از روشهای کتابخانه‌ای و میدانی نیز استفاده شده است. یافته‌های حاصل از تحقیق نشان داد که بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. و همچنین نتایج نشان می‌دهد که بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بین هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تأثیر معناداری دارد.

کلمات کلیدی: مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، تأمین مالی، هزینه سرمایه، سرمایه گذاران.

^۱ کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان (نویسنده مسئول)

^۲ کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کاشان

۱. مقدمه

ساختار سرمایه به منابع تامین مالی موجود برای نیازهای سرمایه گذاری فعلی و بالقوه یک شرکت اشاره دارد. به ویژه، تصمیمات ساختار سرمایه به انتخاب بین تامین مالی بدهی و سهام تعلق دارد. تصمیمات ساختار سرمایه بهینه ممکن است ریسک تجاری را کاهش دهد، ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه گذاری شرکت را بهبود بخشد و ارزش سهامداران را به حداکثر برساند (گیتمن^۱، ۲۰۰۳). ترکیب مناسبی از ساختار سرمایه نه تنها برای به حداکثر رساندن بازده، بلکه برای افزایش توانایی سازمانی در جهت انطباق با الزامات محیط رقابتی ضروری است (ابور و بیک پی^۲، ۲۰۰۵).

ساختار سرمایه به طور قابل توجهی توسط ساختار سازمانی تعیین می شود که با جداسازی مفهومی سنتی مالکیت و کنترل مشخص می شود. به دلیل موقعیت/قدرت و اختلاف منافع بین اصلی (مالک) و عامل (مدیر)، ممکن است برخی مسائل حاکمیتی وجود داشته باشد که به آن مشکلات نمایندگی می‌گویند. این مناقشات ممکن است برای جلوگیری از شکست کسب و کار، بحران‌های مالی، هزینه‌های ورشکستگی و فروپاشی شرکت در کل حل شود. جدایی مالکیت و کنترل، همراه با اهداف متضاد آن‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران، منجر به رفتارهای خودخواهانه توسط مدیران شرکت می‌شود (کوز^۳، ۱۹۳۷؛ جنسن و مک‌لینگ^۴، ۱۹۷۶؛ فاما و جنسن^۵، ۱۹۸۳). به عنوان راه حلی در جهت کاهش این مسائل، حاکمیت شرکتی به مکانیسم‌ها، فرآیندها، رویه‌ها، مسئولیت‌ها و مسئولیت‌های طراحی شده برای کاهش تضاد منافع ذاتی در شکل شرکت و اطمینان از محافظت از منافع سهامداران اشاره دارد (فرناندو، ۲۰۱۱). حاکمیت شرکتی خوب عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد. هزینه سرمایه را برای شرکت کاهش می‌دهد زیرا افشای شرکت و شفافیت نقدینگی بازار سهام را افزایش می‌دهد و در نهایت هزینه معاملات را برای سهام شرکت کاهش می‌دهد (دیموند و ویرسچیا^۶، ۱۹۹۱). هزینه سرمایه به هزینه‌های مالی متحمل شده توسط شرکت و حداقل

¹ Gitman

² Abor and Biekpe

³ Coase

⁴ Jensen and Meckling

⁵ Fama and Jensen

⁶ Diamond and Verrecchia

مقدار بازده مورد انتظاری که یک پروژه سرمایه گذاری باید برای افزایش ارزش شرکت به دست آورد، اشاره دارد. به ویژه، هزینه دلار اضافی لازم برای تأمین مالی فرصت سرمایه گذاری معمولاً با میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) اندازه گیری می شود (گیتمن، ۲۰۰۳). جدا از عوامل اقتصادی و مالی، هزینه سرمایه یک عامل حیاتی در تعیین ساختار سرمایه بهینه است (بوندالا^۱، ۲۰۱۲).

مطالعات متعددی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه می پردازد. به عنوان مثال، کورمیر و همکاران^۲ (۲۰۱۰) نقش حاکمیت شرکتی را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار داد. یافته‌های آن‌ها تأیید می‌کند که افشاهای داوطلبانه شرکتی و ویژگی‌های نظارت رسمی حاکمیت، از جمله اندازه هیئت مدیره و اندازه کمیته حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد که در نهایت مشکل نمایندگی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را حل می‌کند.

چندین مطالعه نشان می‌دهد که شیوه‌های حکمرانی خوب هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (سنجیپتا^۳، ۱۹۹۸؛ هلی و همکاران^۴، ۱۹۹۹؛ بوتسون^۵، ۱۹۹۷؛ فرانسیس و همکاران^۶، ۲۰۰۵). در این زمینه، جان و سنبت^۷ (۱۹۹۸) تأثیر مکانیسم‌های حاکمیتی را در کاهش تعارضات نمایندگی در شرکت بررسی کرده‌اند. آن‌ها نقش حاکمیت شرکتی را در بهبود تعارض نمایندگی بین سهامداران مختلف شرکت مشاهده می‌کنند. حمایت کلی از این باور وجود دارد که هزینه‌های مربوط به نمایندگی ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی و رفتار منفعت طلبانه مدیران قدرتمند و ریشه‌دار با آزادی مطالعه منافع خود به هزینه سهامداران، تأثیر نامطلوبی بر تأمین مالی بدهی و سهام دارد. با این حال، تأمین مالی سهام به شدت به این هزینه‌ها پاسخ می‌دهد (چاوا و همکاران^۸، ۲۰۱۰). همچنین توسط چن و همکاران^۹ (۲۰۰۹) بیان شده است. که حاکمیت شرکتی در سطح شرکت در بازارهای نوظهور

¹ Bundala

² Cormier et al

³ Sengupta

⁴ Healy et al

⁵ Botosan

⁶ Francis et al

⁷ John and Senbet

⁸ Chava et al

⁹ Chen et al

جایگزینی برای حمایت از سرمایه گذار در سطح کشور در کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام است.

تصمیمات ساختار سرمایه شرکت با سیستم‌های حاکمیتی آن مرتبط است. بسیاری از محققان مدت‌هاست که این رابطه را به عنوان یک مکانیسم حاکمیتی موضوع مهمی در ادبیات مالی شرکت‌های بزرگ تشخیص داده‌اند (مانند و همکاران^۱، ۲۰۱۲). یک مکانیسم حاکمیتی مؤثر ممکن است تأثیر قابل توجهی بر تصمیمات استراتژیک شرکت داشته باشد، به عنوان مثال، بر تأمین مالی خارجی، نسبت پرداخت و برنامه‌های سرمایه گذاری مجدد. حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه به دلیل وجود مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها به هم مرتبط هستند که ممکن است با افزایش هزینه سرمایه و در نهایت، تنظیم مجدد یا تغییر ترکیب تأمین مالی شرکت، برای شرکت پرهزینه باشد (هیلی و لویز^۲، ۲۰۰۶؛ فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۵؛ ژو^۳، ۲۰۱۲؛ زید و همکاران^۴، ۲۰۲۰). از این رو، بر اساس بحث فوق، ما استدلال می‌کنیم که حاکمیت شرکتی مستقیماً بر ساختار سرمایه تأثیر می‌گذارد و ممکن است به طور غیرمستقیم بر انتخاب‌های تأمین مالی شرکت‌ها با کاهش هزینه سرمایه تأثیر بگذارد. برای انجام این تحلیل، از مدل میانجیگری بارون و کنی^۵ (۱۹۸۶) پیروی می‌کنیم که برای اندازه گیری نقش متغیر میانجی در توضیح تغییرات متغیر وابسته استفاده می‌شود. پژوهش حاضر اثر هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار می‌دهد. بنابراین با توجه به مطالب بیان شده سؤال اصلی این پژوهش به این صورت است که هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تأثیر دارد؟ و اگر تأثیر می‌گذارد این تأثیر به چه نحوی می‌باشد؟

۲. چارچوب نظری

۱، ۲. ساختار سرمایه:

در دانش مالی، به روشی که شرکت از طریق آن سرمایه‌گذاری می‌کند، ساختار سرمایه گفته می‌شود. این نسبت اهرمی را می‌توان با دو روش مختلف، یا با استفاده از ارزش بازار یا ارزش دفتری دارایی‌ها، محاسبه کرد. تکنیک اندازه گیری بر اساس ارزش دفتری به

¹ Mande et al

² Hail and Leuz

³ Zhu

⁴ Zaid et al

⁵ Baron and Kenny

دلیل این منطق که سطح هدف بدهی با مبادله بین منافع و هزینه‌های تامین مالی بدهی تعیین می‌شود، استفاده می‌شود. این واقعیت از تئوری معاوضه ساختار سرمایه مشتق شده است و ادبیات مربوط به تامین مالی اهرمی تایید می‌کند که مزیت اصلی تامین مالی بدهی پس انداز مالیاتی است و با ارزش دفتری اهرم اندازه گیری می‌شود. ثانیاً، نسبت‌های بدهی را می‌توان با استفاده از ارزش کل بدهی یا با استفاده از بدهی بلندمدت به عنوان درصدی از کل حقوق صاحبان سهام یا کل دارایی‌ها محاسبه کرد (شیخ و وانگ، ۱، ۲۰۱۲). ادبیات مالی شرکتی نشان می‌دهد که استفاده از بدهی بلندمدت روش بهتری برای اندازه‌گیری اهرم است، اما این مطالعه نسبت کل بدهی را به نسبت دارایی ترجیح می‌دهد (حسن و بات، ۲، ۲۰۰۹). برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه مشابه با تحقیق جاوید و همکاران^۳ (۲۰۲۱)، از نسبت بدهی به دارایی استفاده می‌شود:

$$\text{نسبت بدهی به دارایی} = \frac{\text{کل بدهی}}{\text{کل دارایی}}$$

در استانداردهای حسابداری دو نوع متفاوت ساختار سرمایه شناسایی شده است و در هر مورد نحوه محاسبه و ارائه سود هر سهم تعیین گردیده است. یک نوع طبقه بندی ساختار سرمایه به وجود اوراق بهادار بالقوه قابل تبدیل به سهام عادی که نهایتاً بر سود هر سهم تاثیر می‌گذارد مربوط می‌شود. چنانچه اوراق بهادار شرکت سهامی شامل سهام عادی و معدل سهام عادی باشد، ساختار سرمایه^۴ ممکن است ساده یا پیچیده باشد. اوراق بهاداری معادل سهام عادی تلقی می‌شود که به دارندگان آن این حق را می‌دهد که از طریق اعمال حق یا تبدیل اوراق بهادار خود، سهام عادی بدست آورند: این گونه اوراق بهادار سهام عادی محسوب نمی‌شود بلکه در صورت رعایت و تحقق شرایط معینی قابل تبدیل به سهام عادی می‌باشد (ایزدی نیا، ۱۳۸۸).

در بازار سرمایه که اوراق بهادار شرکت در آن معامله می‌شود سرمایه گذارانی وجود دارد که به ریسک و بازده دارند و معیار تصمیم‌گیری آنها ریسک و بازده است. سرمایه

¹ Sheikh and Wang

² Hasan and Butt

³ Javaid et al

گذاران براساس میزان تحمل خود در برابر ریسک، به ریسک سهام شرکت واکنش نشان می‌دهند. این سرمایه‌گذاران در برابر تحمل انواع ریسک خواستار انواع متفاوت بازدهی می‌باشند. عوامل متعددی بر روی ریسک سهام عادی شرکت تاثیر دارند. تغییر کل اقتصاد، تغییرات یک رشته تجارت و تغییرات منحصر به فرد برای یک شرکت از جمله این عوامل می‌باشند. آن قسمت از تغییراتی که در یک زمان برای سهام تمام شرکتها اتفاق می‌افتد، بعنوان عامل ریسک سیستماتیک نامیده می‌شود. تئوری‌ها و پژوهشات عملی متفاوتی بر روی ساختار سرمایه و ریسک سیستماتیک در بازار انجام گرفته است (نمازی، ۱۳۸۳)

۲.۲. حاکمیت شرکتی:

حاکمیت شرکتی مکانیزمی است که برای محافظت از سرمایه‌گذاران خارجی در برابر کنترل مدیریت داخلی و متعاقباً با هدف کاهش تعارض نمایندگی طراحی شده است. در تعریف دیگر حاکمیت شرکتی، شامل مجموعه‌ای از روابط بین مدیریت شرکت، هیأت مدیره، سهامداران و ذی‌نفعان دیگر است. علاوه بر آن، ساختاری ارائه می‌کند که از طریق آن، اهداف شرکت، ابزار دستیابی به آن، اهداف و نظارت بر عملکرد شرکت تعیین می‌شود. این مقوله در واقع نشان می‌دهد چگونه می‌توان یک سازمان را هدایت کرد بدون آنکه منافع ذی‌نفعان نادیده گرفته شود و از سوی دیگر اختیارات مدیران هم زیر پا گذاشته نشود (متقی و همکاران، ۱۳۹۶). حاکمیت شرکتی دارای چهار مکانیسم است، یعنی ساختار حسابرسی، ساختار هیئت مدیره، ساختار جبران خسارت و ساختار مالکیت (فرناندو^۱، ۲۰۱۱). این مطالعه از برخی ویژگی‌های مهم سیستم حاکمیت شرکتی، از جمله اندازه هیئت‌مدیره، اعضای غیر موظف هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل/رئیس، مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی استفاده می‌کند که با غربالگری ادبیات غنی در مورد حاکمیت شرکتی مرتبط با تصمیم‌های ساختار سرمایه است.

تعاریف گسترده‌تر حاکمیت شرکتی بر سطح پاسخگویی وسیعتری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارند و نشان می‌دهند که شرکتها در برابر کل جامعه، نسلهای آینده و منابع طبیعی (محیط زیست) مسئولیت دارند. در این دیدگاه، سیستم حاکمیت شرکتی درحقیقت موانع واهرمهای تعادل‌های درون سازمانی و برون سازمانی برای شرکتها است که

¹ Fernando

تضمین میکند آنها مسئولیت خود را نسبت به تمام ذینفعان انجام دهند و در تمام زمینهای فعالیت تجاری، به صورت مسئولانه عمل کنند. همچنین، استدلال منطقی در این دیدگاه آن است که منافع سهامداران را فقط میتوان با در نظر گرفتن منافع ذینفعان برآورده کرد، چون شرکتهایی که در برابر تمام ذینفعان مسئول میباشند، در دراز مدت موفقتر و با رونقتر هستند. شرکتهای میتوانند ارزش آفرینی خود را در دراز مدت افزایش دهند و این کار را با انجام مسئولیت خود در برابر تمام ذینفعان و با بهینهسازی سیستم حاکمیت خود میکنند، این دیدگاه مورد تأیید اکثر متون علمی است.

تحقیقات تجربی محققان مؤید این دیدگاه است که عملکرد مالی شرکتهای با اعمال حق مالکیت، شرکتی آنها رابطه مثبتی دارد و مدیران بهتر، موجب حاکمیت شرکتی بهتری میشوند و به ذینفعان خود توجه میکنند. هم چنین، مدیران بهتر، شرکتهای را مؤثرتر کنترل و بازده مالی بیشتری را تولید میکنند. منتقدان این دیدگاه بر این باورند که حاکمیت شرکتی با تمرکز به ذینفعان، موضوعی اخلاقی است. در دنیای واقعی بعید است که سوداگران و سرمایهگذاران با انجام اعمال اخلاقی، علاقمند باشند مگر اینکه بازدههای مالی مناسبی از انجام این کار عایدشان شود (حساس یگانه، ۱۳۸۴).

۳. پیشینه پژوهش

اکبری مقدم و پیری (۱۳۹۹)، در تحقیق خود به بررسی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات ۷۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که بین نسبت اعضای غیرموظف هیات مدیره و ساختار سرمایه ارتباط منفی و معناداری وجود دارد ولی ارتباط معنادار بین دوگانگی و ساختار سرمایه تأیید نشد. همچنین بین درصد سهام در اختیار سرمایه گذاران و سرمایه گذاران حقیقی با ساختار سرمایه ارتباط معنادار آماری وجود نداشته است.

حیدر پور و نظری طجر (۱۳۹۷)، در تحقیق خود به بررسی تأثیر هزینه نمایندگی در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام با استفاده از اطلاعات ۱۴۰ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۳ پرداخته‌اند. یافته‌های آنان حاکی از آن است که بین نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه رابطه معکوسی وجود دارد.

ناظمی اردکانی و زارع (۱۳۹۵)، در تحقیق خود به بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات ۱۱۴ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۴-۱۳۹۲ پرداخته‌اند. یافته‌های تحقیق آنان حاکی از آن است که میان درصد سهام شناور آزاد و نسبت مدیران غیرموظف با سرعت تعدیل ساختار سرمایه رابطه غیرمستقیم معنادار وجود دارد.

نوروزی بیله سوار و همکاران (۱۳۹۳)، در تحقیق خود به بررسی رابطه بین حاکمیت شرمتمی و هزینه سهام عادی شرکت‌های ذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. یافته‌های آنان حاکی از آن است که یژگی های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه سهام عادی اثرگذار است. شاخص هایتمرکز مالکیت و درصد مدیران غیر موظف و اندازه شرکت اثر مستقیم معناداری بر هزینه سرمایه سهام عادی دارند. ابعاد مالکیت نهادی و دوگانگی وظایف مدیرعامل اثر معکوس معناداری بر هزینه سرمایه سهام عادی دارند.

یوسفزاده (۱۳۸۸)، در تحقیق خود به بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶ پرداخته است. یافته‌های پژوهش آنان حاکی از این است که ارزش وثیق‌های دارای‌یها مهمترین عامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد.

زید و همکاران (۲۰۲۰)، رابطه بین ویژگی های مختلف هیئت مدیره، از جمله اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره و دوگانگی مدیرعامل/رئیس و ساختار سرمایه شرکت ها را در حضور تنوع جنسیتی بررسی کرد. آنها تأیید کردند که تنوع جنسیتی رابطه بین ویژگی های مختلف هیئت مدیره و تصمیمات مالی شرکت ها را تعدیل می کند.

آتاناسوا و همکاران^۱ (۲۰۱۶)، همچنین تاثیر حاکمیت شرکتی را بر تصمیمات تامین مالی شرکت های با سرمایه کوچک در کانادا بررسی کرد. نتایج آنها از استدلال نظریه هایی پیروی می کند که ارتباط بین مکانیسم حاکمیت شرکت و تصمیمات تامین مالی را پیشنهاد می کند. آنها نشان دادند که شرکت‌هایی که دارای مکانیسم‌های حکمرانی خوب هستند، بیشتر درگیر انتشار سهام جدید هستند تا تامین مالی بدهی. شرکت‌هایی که دارایی‌های کمتر وثیقه‌شده دارند، سطح اهرم پایینی دارند و تمایل بیشتری به انتخاب مقررات حاکمیتی بهتر دارند.

¹ Atanasova et al

چانگ و همکاران^۱ (۲۰۱۵)، در تحقیق خود تحت عنوان حاکمیت شرکتی، بازار رقابتی محصول و ساختار سرمایه پویا^۱، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه پویا با توجه با بازار رقابتی محصول پرداخته‌اند. آن‌ها یافته‌های آنان حاکی از آن است که رقابت در بازار محصول انگیزه شرکت‌های با حاکمیت شرکتی ضعیف را برای حداکثر کردن ثروت سهامداران، افزایش می‌دهد که این عامل موجب افزایش سرعت تعدیالت به سمت اهرم مالی هدف می‌شود.

لیائو و همکاران^۲ (۲۰۱۵)، در تحقیق تحت عنوان پویایی ساختار سرمایه و ارتباط آن‌ها با مکانیسم‌های مختلف حاکمیت شرکتی ضمن در نظر گرفتن برخی از ویژگی‌های مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بهتر پرداخته‌اند. آن‌ها وابستگی سطح تجهیز شرکت را به برخی از جنبه‌های ضروری حاکمیت شرکتی، از جمله هیئت مدیره مستقل با نسبت زیادی از مدیران خارجی و مصون از مشکلات دوگانگی مدیرعامل/رئیس، و همچنین درصد بالایی از موسسات در ساختار مالکیت شرکت مورد بررسی قرار دادند و آنها اذعان دارند که افزایش اهرم مالی همراه با سرعت تعدیل نسبت اهرم به سطح مطلوب با عناصر حاکمیت شرکتی ذکر شده در بالا مشخص می‌شود.

بنابراین فرضیه‌های پژوهش با توجه به مدل مفهومی بصورت زیر قابل بیان است؛

۱. بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های تحت بررسی چه رابطه‌ای وجود دارد.
۲. بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه در شرکت‌های تحت بررسی چه رابطه‌ای وجود دارد.
۳. بین ساختار سرمایه و هزینه سرمایه در شرکت‌های تحت بررسی چه رابطه‌ای وجود دارد.
۴. هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تاثیر معناداری دارد.

۴. روش تحقیق

¹ Chang et al

² Liao et al

تحقیق حاضر از نوع کاربردی است به این دلیل که تأثیر هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین مکانیسم حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های تحت بررسی مورد ارزیابی قرار می‌دهد. از منظر شیوه جمع‌آوری داده‌ها توصیفی و از منظر روش تحلیل فرضیه‌ها از نوع همبستگی است.

این تحقیق با استفاده از تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره به منظور تجزیه و تحلیل هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین مکانیسم حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های تحت بررسی پرداخته شده است و متغیرهای آن شامل متغیر مستقل و متغیر وابسته و متغیر کنترلی و متغیر میانجی است

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش توصیفی می باشد. جامعه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی بین سالهای ۱۳۹۳ الی ۹۸ است. نمونه آماری ۱۳۳ شرکت انتخاب شد. در این تحقیق برای جمع آوری و گردآوری داده‌ها و اطلاعات تحقیق مورد از روش‌های کتابخانه‌ای و میدانی و نمونه برداری به صورت عینی نیز استفاده شده است. به عبارتی دیگر، اطلاعات مربوط به استفاده از مجالت و ماهنامه‌های مربوط به سازمان بورس و همچنین استفاده از پایاننامه‌های مشابه به موضوع تحقیق به صورت تجربی نیز استفاده شده است. همچنین با استفاده از نرم افزارهای مالی جهت استخراج داده‌های تحلیلی برای انجام تحلیل‌های آماری و همچنین استفاده از کاربرگ‌های محاسباتی برای اندازه گیری شاخص‌های انتخاب شده برای متغیرها نیز استفاده شده است. نرم افزار ره آوردنوین و با استفاده از یادداشت‌های توضیحی به همراه صورتهای مالی که به عنوان پیوست اطلاعات شرکت‌ها نیز شناخته می‌شوند نیز استفاده خواهد شد. همچنین بعد از استخراج داده‌های فوق با طبقه بندی و کدگذاری هر یک از مؤلفه‌ها در اکسل نیز با واردکردن در برنامه اقتصادسنجی Eviews، نسخه ۹ نسبت به نرمال بودن هم خطی و معنادار بودن داده‌ها نیز بحث و بررسی خواهد شد. در آخر با تحلیل هر یک از برآوردهای مدل فرضیه‌ها نسبت به رد یا پذیرش فرضیه‌ها نیز تصمیم‌گیری و اظهارنظر خواهد نمود.

۵. نتیجه فرضیه‌ها

فرضیه اول: بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه و ...

جدول ۱ تخمین مدل ۱ تحقیق

متغیر وابسته: ساختار سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$DAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BS_{it} + \beta_2 B - COM_{it} + \beta_3 INST_{it} + \beta_4 MANG_{it} + \beta_5 DUALITY_{it} + \beta_6 Tangibility_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 MTB_{it} + \beta_9 Risk_{it} + \varepsilon_{it}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	۰.۸۴۵۲	۱۱.۸۷۸۱	۰.۰۰۰۰	معنادار
اندازه هیئت مدیره	BS	-۰.۰۰۵۴	-۰.۴۶۱۱	۰.۶۴۴۹	عدم تایید
درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره	B-COM	-۰.۰۲۵۴	-۲.۳۷۹۱	۰.۰۱۷۶	معنادار
مالکیت نهادی	INST	-۰.۰۶۴۲	-۲.۴۳۸۱	۰.۰۱۵۰	معنادار
مالکیت مدیریتی	MANG	۰.۱۸۴۱	۲.۸۸۶۴	۰.۰۰۴۰	معنادار
دوگانگی مدیر عامل	DUALITY	۰.۰۰۲۰	۰.۲۶۶۷	۰.۷۸۹۸	عدم تایید
ساختار دارایی	Tangibility	-۰.۵۳۸۶	-۷.۶۵۴۹	۰.۰۰۰۰	معنادار
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰.۶۰۷۴	-۱۲.۱۳۳۵	۰.۰۰۰۰	معنادار
فرصت رشد	MTB	۰.۰۰۱۲	۲.۸۴۱۰	۰.۰۰۴۶	معنادار
ریسک تجاری	RISK	-۰.۱۴۵۲	-۱.۸۴۵۶	۰.۰۶۵۳	عدم تایید
آماره دوربین - واتسون	۲/۱۲۷			۰/۰۰۰	
آماره F	۲۲/۶۰۷				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۶۶				
ضریب تعیین	۰/۸۰۲				

در جدول (۱)، آماره F و سطح معنی داری آن مربوط به آزمون قطعیت وجود رابطه خطی، بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته میباشد. با توجه به این که سطح معنیداری این آزمون برای مدل ۱ کمتر از ۰۵.۰ می باشد و همچنین آماره F بیشتر از ۲ می باشد میتوان گفت که در مدل ۱، رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد. بنابراین نتیجه می شود که کل مدل معنی دار می باشد. یکی دیگر از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می گیرد، استقلال خطاها، از یک دیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. سطح خطا در همه متغیرها کمتر از 1 می باشد و عدد مناسبی است. به منظور بررسی استقلال خطاها از یک دیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. چنانچه

آماره دوربین واتسون نزدیک مقدار ۲ (بین ۱/۵ تا ۲/۵) قرار گیرد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته میشود. پس نتیجه می شود که استقلال خطاها تأیید می شود. ضریب تعیین برابر ۰/۸۰ است و نشان می دهد که ۸۰ درصد متغیر وابسته توسط متغیرهای دیگر تعیین می شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۷۶ است و نشان می دهد که ۷۶ درصد اثرگذاری متغیر وابسته توسط متغیر مستقل انجام گرفته شده است.

فرضیه دوم: بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۲ تخمین مدل ۲ تحقیق

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$COC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 B - COM_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 MANG_{i,t} + \beta_5 DUALITY_{i,t} + \beta_6 Tangibility_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۰.۲۲۴۷	-۱.۷۶۵۶	۰.۰۷۷۸	عدم تأیید
اندازه هیئت مدیره	BS	۰.۰۵۲۷	۲.۳۸۵۳	۰.۰۱۷۳	معنادار
درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره	B-COM	۰.۰۰۸۵	۰.۱۹۳۳	۰.۸۴۶۸	عدم تأیید
مالکیت نهادی	INST	۰.۰۸۴۰	۲.۰۹۸۷	۰.۰۳۶۲	معنادار
مالکیت مدیریتی	MANG	۰.۰۹۴۷	۰.۹۵۲۱	۰.۳۴۱۳	عدم تأیید
دوگانگی مدیر عامل	DUALITY	-۰.۰۰۸۲	-۲.۰۱۶۲	۰.۰۴۴۱	معنادار
ساختار دارایی	Tangibility	-۰.۱۲۸۱	-۲.۱۴۹۱	۰.۰۳۱۹	معنادار
بازده دارایی ها	ROA	-۰.۰۸۷۹	-۴.۰۲۱۹	۰.۰۰۰۱	معنادار
فرصت رشد	MTB	-۰.۰۰۰۹	-۰.۸۴۵۷	۰.۳۹۸۰	عدم تأیید
ریسک تجاری	RISK	-۰.۱۷۰۹	-۲.۸۴۹۱	۰.۰۰۴۵	معنادار
آماره دوربین- واتسون	۲/۰۹۲			۰/۰۰۰	
آماره F	۱۴/۵۱۶				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۲				
ضریب تعیین	۰/۷۱۳				

در جدول (۱)، آماره F و سطح معنی داری آن مربوط به آزمون قطعیت وجود رابطه خطی، بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته میباشد. با توجه به این که سطح معنی داری این آزمون برای مدل ۱ کمتر از ۰۵.۰ می باشد و همچنین آماره F بیشتر از ۲ می باشد

تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه و ...

میتوان گفت که در مدل ۱، رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد. بنابراین نتیجه می‌شود که کل مدل معنی‌دار می‌باشند. یکی دیگر از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها، از یک دیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. سطح خطا در همه متغیرها کمتر از ۱ می‌باشد و عدد مناسبی است. به منظور بررسی استقلال خطاها از یک دیگر از آزمون دورین واتسون استفاده می‌شود. چنانچه آماره دورین واتسون نزدیک مقدار ۲ (بین ۱/۵ تا ۲/۵) قرار گیرد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته می‌شود. پس نتیجه می‌شود که استقلال خطاها تأیید می‌شود. ضریب تعیین برابر ۰/۷۱ است و نشان می‌دهد که ۷۱ درصد متغیر وابسته توسط متغیرهای دیگر تعیین می‌شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۷ است و نشان می‌دهد که ۵۷ درصد اثرگذاری متغیر وابسته توسط متغیر مستقل انجام گرفته شده است.

فرضیه سوم: بین ساختار سرمایه و هزینه سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۳ تخمین مدل ۳ تحقیق

متغیر وابسته: هزینه سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$COC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 B - COM_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 MANG_{i,t} + \beta_5 DUALITY_{i,t} + \beta_6 Tangibility_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 MTB_{i,t} + \beta_9 Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	-۰.۲۲۴۷	-۱.۷۶۵۶	۰.۰۷۷۸	عدم تایید
اندازه هیئت مدیره	BS	۰.۰۵۲۷	۲.۳۸۵۳	۰.۰۱۷۳	معنادار
درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره	B-COM	۰.۰۰۸۵	۰.۱۹۳۳	۰.۸۴۶۸	عدم تایید
مالکیت نهادی	INST	۰.۰۸۴۰	۲.۰۹۸۷	۰.۰۳۶۲	معنادار
مالکیت مدیریتی	MANG	۰.۰۹۴۷	۰.۹۵۲۱	۰.۳۴۱۳	عدم تایید
دوگانگی مدیر عامل	DUALITY	-۰.۰۰۸۲	-۲.۰۱۶۲	۰.۰۴۴۱	معنادار
ساختار دارایی	Tangibility	-۰.۱۲۸۱	-۲.۱۴۹۱	۰.۰۳۱۹	معنادار
بازده دارایی‌ها	ROA	-۰.۰۸۷۹	-۴.۰۲۱۹	۰.۰۰۰۱	معنادار
فرصت رشد	MTB	-۰.۰۰۰۹	-۰.۸۴۵۷	۰.۳۹۸۰	عدم تایید
ریسک تجاری	RISK	-۰.۱۷۰۹	-۲.۸۴۹۱	۰.۰۰۴۵	معنادار
آماره دورین- واتسون				۰/۰۰۰	
آماره F					
					۲/۰۹۲
					۱۴/۵۱۶

			۰/۵۷۲	ضریب تعیین تعدیل شده
			۰/۷۱۳	ضریب تعیین

در جدول (۳)، آماره F و سطح معنی داری آن مربوط به آزمون قطعیت وجود رابطه خطی، بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته میباشد. با توجه به این که سطح معنی داری این آزمون برای مدل ۱ کمتر از ۰۵۰ می باشد و همچنین آماره F بیشتر از ۲ می باشد میتوان گفت که در مدل ۱، رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد. بنابراین نتیجه می شود که کل مدل معنی دار می باشند. یکی دیگر از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می گیرد، استقلال خطاها، از یک دیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. سطح خطا در همه متغیرها کمتر از ۱ می باشد و عدد مناسبی است. به منظور بررسی استقلال خطاها از یک دیگر از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. چنانچه آماره دوربین واتسون نزدیک مقدار ۲ (بین ۱/۵ تا ۲/۵) قرار گیرد عدم همبستگی بین خطاها پذیرفته میشود. پس نتیجه می شود که استقلال خطاها تأیید می شود. ضریب تعیین برابر ۰/۷۱ است و نشان می دهد که ۷۱ درصد متغیر وابسته توسط متغیرهای دیگر تعیین می شود. ضریب تعیین تعدیل شده برابر ۰/۵۷ است و نشان می دهد که ۵۷ درصد اثرگذاری متغیر وابسته توسط متغیر مستقل انجام گرفته شده است.

فرضیه چهارم: هزینه سرمایه بر رابطه‌ی بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تاثیر

معناداری دارد.

متغیر وابسته: ساختار سرمایه، تعداد دوره: ۷، تعداد تقاطع: ۱۳۳، تعداد ترکیب موزون: ۹۳۱					
$DAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BS_{i,t} + \beta_2 B - COM_{i,t} + \beta_3 INST_{i,t} + \beta_4 MANG_{i,t} + \beta_5 COC_{i,t} + \beta_6 BS_{i,t} * COC_{i,t} + \beta_7 B - COM_{i,t} * COC_{i,t} + \beta_8 INST_{i,t} * COC_{i,t} + \beta_9 MANG_{i,t} * COC_{i,t} + \beta_{10} DULITY_{i,t} + \beta_{11} Tangibility_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \beta_{13} MTB_{i,t} + \beta_{14} Risk_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$					
متغیرها	نماد	ضرایب	آماره t	احتمال	نتیجه
ضریب ثابت	C	۰.۸۴۴۹	۹.۹۵۳۲	۰.۰۰۰۰	معنادار
اندازه هیئت مدیره	BS	-۰.۰۰۷۲	-۰.۵۱۲۳	۰.۶۰۸۶	عدم تأیید
درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره	B-COM	-۰.۰۳۵۲	-۴.۸۰۷۸	۰.۰۰۰۰	معنادار

تاثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه و ...

معنادار	۰.۰۰۱۶	-۳.۱۵۸۳	-۰.۰۴۲۴	INST	مالکیت نهادی
معنادار	۰.۰۱۳۶	۲.۴۷۴۶	۰.۱۹۴۶	MANG	مالکیت مدیریتی
عدم تایید	۰.۲۰۹۷	۱.۲۵۵۴	۰.۰۱۲۱	DUALITY	دوگانگی مدیر عامل
معنادار	۰.۰۰۰۰	۵.۲۴۷۴	۰.۰۴۵۳	COC	هزینه سرمایه
عدم تایید	۰.۷۵۰۱	۰.۳۱۸۶	۰.۰۰۸۶	BS * COC	اندازه هیئت مدیره * هزینه سرمایه
معنادار	۰.۰۲۲۳	-۲.۲۹۰۱	-۰.۰۴۵۴	B-COM * COC	درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره * هزینه سرمایه
معنادار	۰.۰۴۰۸	-۲.۰۴۸۴	-۰.۳۳۶۱	INST * COC	مالکیت نهادی * هزینه سرمایه
معنادار	۰.۰۰۰۰	۸.۲۶۸۸	۰.۱۱۵۸	MANG * COC	مالکیت مدیریتی * هزینه سرمایه
عدم تایید	۰.۸۲۷۱	۰.۲۱۸۵	۰.۰۳۱۲	DUALITY * COC	دوگانگی مدیر عامل * هزینه سرمایه
معنادار	۰.۰۰۰۰	-۷.۶۸۸۸	-۰.۵۴۲۶	Tangibility	ساختار دارایی
معنادار	۰.۰۰۰۰	-۱۲.۲۰۳۸	-۰.۶۱۰۸	ROA	بازده دارایی ها
معنادار	۰.۰۰۵۹	۲.۷۵۸۸	۰.۰۰۱۲	MTB	فرصت رشد
عدم تایید	۰.۰۷۸۶	-۱.۷۶۱۲	-۰.۱۳۹۱	RISK	ریسک تجاری
	۰/۰۰۰			۲/۲۳۰	آماره دوربین - واتسون
				۲۱/۶۱۱	آماره F
				۰/۷۶۵	ضریب تعیین تعدیل شده
				۰/۸۰۲	ضریب تعیین

آزمون F: در یک معادله رگرسیون چند متغیره، چنانچه هیچ رابطه‌ای میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل وجود نداشته باشد، باید تمامی ضرایب متغیرهای مستقل در معادله، مساوی صفر باشند. از این رو، باید معنادار بودن معادله رگرسیون مورد آزمون قرار گیرد. این کار با استفاده از آماره F انجام می‌شود. همان‌طور که در جدول (۴-۲۵) ملاحظه می‌شود، مقدار آماره F و سطح معناداری مربوط به این آماره، بیانگر این است که فرضیه صفر آماری که همان بی‌معنا بودن کل مدل (صفر بودن تمام ضرایب) است، رد می‌شود و مدل رگرسیون برآورد شده، در کل معنادار است.

ضریب تعیین R²: معیاری است که قدرت رابطه میان متغیر وابسته و متغیرهای مستقل را تشریح می‌کند. مقدار این ضریب در واقع مشخص کننده آن است که چند درصد از

تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شود. در این مدل، ضریب تعیین برابر با $0/719$ است؛ یعنی $71/9\%$ از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل قابل توضیح است.

ضریب تعیین تعدیل شده: این ضریب با ضریب تعیین برابر نیست، احتمالاً از دلایل وجود تفاوت بین میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیلی وجود متغیرهای اضافی است که با داشتن اثر معنادار بر متغیر وابسته موجب کاهش کاذب در ضریب تعیین شده باشند.

بررسی اعتبار باقیمانده‌ها:

خودهمبستگی: نتایج حاصل از بررسی خودهمبستگی جملات خطا با استفاده از آماره دوربین واتسون انجام می‌گیرد که با توجه به این که آماره به دست آمده در دامنه $1/5$ و $2/5$ قرار دارد، بیانگر نبود خودهمبستگی بین خطاهای مدل است.

آزمون t : با توجه به ضریب رگرسیونی اندازه هیئت مدیره می‌توان نتیجه گرفت اندازه هیئت هیئت مدیره با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد ($p > 0/05$). نتایج جدول ۲۶-۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیر اندازه هیئت هیئت مدیره بر ساختار سرمایه با توجه به متغیر تعدیل کننده هزینه سرمایه برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار ندارد ($p > 0/05$).

با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره می‌توان نتیجه گرفت درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۲۶-۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیر درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره بر ساختار سرمایه با توجه به متغیر تعدیل کننده هزینه سرمایه برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره* هزینه سرمایه می‌توان نتیجه گرفت که درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره با هزینه سرمایه با توجه به متغیر تعدیل کننده هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد.

با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی مالکیت نهادی می‌توان نتیجه گرفت مالکیت نهادی با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۲۶-۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیر مالکیت نهادی بر ساختار سرمایه با توجه به متغیر تعدیل‌کننده هزینه سرمایه برای شرکت-های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون مالکیت نهادی * هزینه سرمایه می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت نهادی با هزینه سرمایه با توجه به متغیر تعدیل‌کننده هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد.

با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی مالکیت مدیریتی می‌توان نتیجه گرفت مالکیت مدیریتی با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد ($p < 0/05$). نتایج جدول ۲۶-۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیر مالکیت مدیریتی بر ساختار سرمایه با توجه به متغیر تعدیل‌کننده هزینه سرمایه برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ($p < 0/05$)؛ بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیون مالکیت مدیریتی * هزینه سرمایه می‌توان نتیجه گرفت که مالکیت مدیریتی با هزینه سرمایه با توجه به متغیر تعدیل‌کننده هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد.

با توجه به ضریب رگرسیونی دوگانگی مدیرعامل می‌توان نتیجه گرفت دوگانگی مدیرعامل با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری ندارد ($p > 0/05$). نتایج جدول ۲۶-۴ نشان می‌دهد که ضریب متغیر دوگانگی مدیرعامل بر ساختار سرمایه با توجه به متغیر تعدیل‌کننده هزینه سرمایه برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار ندارد ($p > 0/05$). بنابراین فرضیه سوم مورد تایید می‌باشد.

نتایج نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ مقادیر t به استثنای ریسک تجاری برای تمام متغیرها در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد یعنی به جزء متغیرهای یاد شده، مابقی متغیرها در مدل معنی‌دار هستند. نتایج حاصل از متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد که فرصت

رشد تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه دارند. همچنین نتایج نشان می‌دهد که ساختار دارایی و بازده دارایی تأثیر منفی و معناداری بر ساختار سرمایه دارد.

۶. نتیجه گیری

با توجه به گستردگی و پیچیده تر شدن معاملات واحدهای کسب و کار و تخصصی شدن مدیریت در دنیای کنونی، از میران کنترل سهامداران به خصوص سهامداران جزء بر شرکتها که از آن با عنوان حاکمیت شرکتی یاد می‌شود، کاسته شده است. این موضوع که به هدایت و کنترل صحیح شرکت‌ها منجر می‌شود، امروزه بسیار مورد تأکید قرار گرفته است. حاکمیت شرکتی فرایند سیستماتیک مستمر، تدریجی و عادی بهبود، هدایت و یادگیری شرکت است که به عملکرد پایدار شرکت و تعالی اخلاقی آن منجر می‌شود. دنیای سازمانی سال‌های اخیر شاهد تبار فزاینده به حاکمیت شرکتی بوده و مسئولیت پذیری برای کسب و کارهای امروزی به روندی جهانی مبدل شده است (پاک مرام و علی آبادی، ۱۳۹۹).

تحقیق حاضر با هدف بررسی تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش هزینه‌های حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران انجام شد و نشان داد که حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معنا داری دارد نتایج همسو با ناظمی اردکانی و زارع (۱۳۹۵)، معین الدین و همکاران (۱۳۹۳)، اکبری مقدم و پیری (۱۳۹۰)، آتاناسوا و همکاران (۲۰۱۶)، چانگ و همکاران (۲۰۱۵)، لیاثو و همکاران (۲۰۱۵)، زید و همکاران (۲۰۲۰) و از سوی دیگر حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه تأثیر منفی و معنا داری دارد این نتایج همسو با نتایج آلبانز (۲۰۱۵)، ژو (۲۰۱۲)، چن و همکاران (۲۰۰۹)، حیدر پور و نظری طجر (۱۳۹۷)، نوروزی بیله سوار و همکاران (۱۳۹۳) می‌باشد. و بر اساس یافته‌های پژوهش ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارد که این نتایج همسو با نتایج ولی‌پور و همکاران (۱۳۹۰)، میلر و مودیلیانی (۱۹۶۳)، قنبری (۱۹۹۰) می‌باشد. و در آخر با توجه به مقدار منفی ضریب رگرسیونی درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره می‌توان نتیجه گرفت درصد مدیران غیر موظف در هیئت مدیره و مالکیت نهادی با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه منفی (معکوس) معناداری دارد؛ و از سوی دیگر با توجه به مقدار مثبت ضریب رگرسیونی مالکیت مدیریتی می‌توان نتیجه

تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه و ...

گرفت مالکیت مدیریتی با ساختار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت (مستقیم) معناداری دارد که این نتایج همسو با نتایج ولی‌پور و همکاران (۱۳۹۰) می‌باشد.

۷. پیشنهادات کاربردی

- با توجه به اهمیت روش تامین مالی در شرکتها، تامین مالی از محل بدهی‌های بلندمدت منجر به کاهش هزینه سرمایه و در نتیجه افزایش ثروت سهامداران می‌شود، لذا مدیران باید سعی در تامین مالی از محل بدهی‌های بلندمدت، داشته باشند. مشروط بر اینکه میزان بدهی‌های بلندمدت در ساختار سرمایه شرکت از حد معینی تجاوز نکند، زیرا هر چه اهرم مالی افزایش یابد، احتمال ورشکستگی نیز افزایش می‌یابد.
- امروزه حاکمیت شرکتی قطعاً به عنوان یک عامل اساسی برای قانون‌گذاران، مدیران صنایع و تحلیل‌گران در نظر گرفته می‌شود. از سوی دیگر هزینه سرمایه از اهمیت زیادی برای رشد و توسعه شرکت‌ها برخوردار است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که حاکمیت شرکتی خوب در کاهش هزینه سرمایه شرکت‌ها مؤثر است و این امر در تسهیل جذب سرمایه‌گذاران اهمیت اساسی دارد. لذا به تصمیم‌گیرندگان توصیه می‌شود برای جذب سرمایه‌گذاری به اطلاعات مرتبط با ساز و کارهای حاکمیت شرکتی نیز توجه نمایند.
- نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی با سیاست تقسیم سود رابطه مثبتی وجود دارد. بنابراین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که در تشکیل پرتفوی خود، علاوه بر سود تقسیمی به مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی نیز توجه کافی مبذول دارند؛ زیرا که مدیران فرصت طلب از سود تقسیمی به عنوان ابزاری برای پوشش ضعف در حاکمیت شرکتی استفاده می‌کنند. با کشف این ارتباط ضروری است که مقام‌های بورس به تدوین قوانین و مقررات و الزامات قانونی برای اجرایی کردن اصول حاکمیت شرکتی در مورد شرکت‌های بورس پردازند.
- با توجه به تأثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، 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 حاکمیت شرکتی بیشتر آشنا شوند تا بتوانند به نحو مناسبی به ایفای نقش در نظام حاکمیت شرکتی و در نتیجه تأثیر بر افزایش ارزش شرکت‌ها پردازند.

- با توجه به این که نتایج تحقیق نشان داد مهم ترین مؤلفه در معرفی ساختار سرمایه، نسبت بدهی های کوتاه مدت بر دارایی است لذا به پژوهش گران توصیه می شود در تحقیقات خود به این فاکتور به عنوان نماینده اهرم مالی یا ساختار سرمایه توجه بیشتری داشته باشند.
- بنا بر نتایج تحقیق نفوذ مدیرعامل قویترین شاخص برای حاکمیت شرکتی محسوب می شود. بنابراین به شرکت های ایرانی توصیه می شود که رئیس هیأت مدیره را به عنوان فردی موظف انتخاب کنند. زیرا مدیرعامل به عنوان منبعی از قدرت اجرایی بر هیأت مدیره نفوذ دارد نقش رئیس هیأت مدیره، نظارت بر مدیرعامل می باشد. رئیس هیات مدیره قدرت کنترل دستور جلسات و هدایت جلسات هیأت مدیره را دارد. اگر منافع مدیرعامل با منافع سهامداران متفاوت باشد در این صورت نفوذ مدیرعامل مشکل ساز می گردد.

منابع

- ایزدی نیا، ناصر؛ رحیمی دستجردی، محسن (۱۳۸۸). تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم. تحقیقات حسابداری و حسابرسی (تحقیقات حسابداری)، ۱ (۳): ۱۶۱-۱۳۶.
- اکبری مقدم بیت اله، پیری عبدالله (۱۳۹۹)، بررسی تاثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه، مدیریت توسعه و تحول، دوره ۳، شماره ۷، ص ۳۱-۳۷.
- حساس یگانه، یحیی. (۱۳۸۴). عوامل موثر بر استقلال و شایستگی اعضای جامعه ی حسابداران رسمی ایران در ارائه خدمات گواهی. دوره ۳، شماره ۱۰، صص ۱۲۵-۱۰۳.
- حیدرپور، فرزانه، نظری طجر، محمود (۱۳۹۵)، تاثیر هزینه نمایندگی در رابطه نظام حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه سهام، فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال ۶، شماره ۲، پیاپی ۲۱.
- معینی پور، سیاب، غلامی، سمیرا. (۱۳۹۴). اثر سرمایه فکری بر کارایی صنایع فعال در بورس اوراق بهادار، اولین کنفرانس بین المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب و کار، گسلان، موسسه پویندگان اندیشه های نو و شهرداری صومعه سرا، مجتمع فرهنگی و هنری فارابی ادراه فرهنگ و ارشاد.
- متقی، علی اصغر، حجت غریب، رامین قوی پنجه (۱۳۹۶)، تاثیر ساز و کار حاکمیت شرکتی بر واکنش سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش حسابداری. شماره ۲۴، صص ۱۴۰-۱۵۵.

نمازی، محمد و پریسایبی، مهرداد (۱۳۸۳). "بررسی تأثیر ساختار سرمایه شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران بر بازده و ریسک"، نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکزی.

ناظمی اردکانی مهدی، زارع امیر حسین (۱۳۹۵). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه با استفاده از روش گشتاور تعمیم یافته، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۱۵، ص ۴۳-۵۹.

نوروزی بیله سوار، فتح الله، شهبازی رباب، موسوی، سید نادر (۱۳۹۳)، بررسی رابطه بین حاکمیت شرمتمی و هزینه سهام عادی شرکتهای ذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین المللی حسابداری، اقتصاد و مدیریت مالی، تهران ولی پور، ه؛ الماسی، م. و کایدی، س (۱۳۹۰). ساختار سرمایه، میانگین موزون هزینه سرمایه و روند تغییرات آنها. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۱۲، صفحه ۲۱۵-۱۸۵ یوسفزاده، ن (۱۳۸۸)، بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران: با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید باهنر کرمان.

Atanasova, C., Gatev, E. and Shapiro, D. (2016), "The corporate governance and financing of small-cap firms in Canada", *Managerial Finance*, Vol. 42 No. 3, pp. 244-269

Abor, J. and Biekpe, N. (2005), "What determines the capital structure of listed firms in Ghana?", *African Finance Journal*, Vol. 7 No. 1, pp. 37-48.

Botosan, C. (1997), "Disclosure level on the cost of equity capital", *Accounting Review*, Vol. 72 No. 3, pp. 323-349.

Baron, R.M. and Kenny, D.A. (1986), "The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: conceptual, strategic, and statistical considerations", *Journal of Personality and Social Psychology*, Vol. 51 No. 6, p. 1173.

Cormier, D., Ledoux, M.J., Magnan, M. and Aerts, W. (2010), "Corporate governance and information asymmetry between managers and investors", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 10 No. 5, pp. 574-589.

Coase, R.H. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, Vol. 4 No. 16, pp. 386-405

Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 2, pp. 305-360.

Chang, y. Chen, y. Chou, k. Huang, t. (2015). Corporate governance, product market competition and dynamic capital structure. *International Review of Economics & Finance*, 38: 44-55

Chava, S., Kumar, P. and Warga, A. (2010), "Managerial agency and bond covenants", *The Review of Financial Studies*, Vol. 23 No. 3, pp. 1120-1148.

Chen, K.C.W., Chen, Z. and Wei, K.C.J. (2009), "Legal protection of investors, corporate governance, and the cost of equity capital", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15 No. 3, pp. 273-289.

- Chin Chen M, Ju Cheng S. Hwang Y, ۲۰۰۵, "An empirical investigation of the relationship between intellectual capital and firms market value and financial performance" *Journal of Intellectual Capital*, Vol. ۶, No. ۲, ۲۰۰۵, pp. ۱۷۶-۱۵۹.
- Diamond, D.W. and Verrecchia, R.E. (1991), "Disclosure, liquidity, and the cost of capital", *The Journal of Finance*, Vol. 46 No. 4, pp. 1325-1359
- Francis, J.R., Khurana, I.K. and Pereira, R. (2005), "Disclosure incentives and effects on the cost of capital around the world", *The Accounting Review*, Vol. 80 No. 4, pp. 1125-1162.
- Fama, E. and Jensen, M. (1983), "Separation of ownership and control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26 No. 2, pp. 301-325.
- Fernando, A.C. (2011), *Corporate Governance: Principles, Policies, and Practices*, Pearson Publishers, New Dehli
- Gitman, L. (2003), *Principles of Managerial Finance*, Addison Wesley/Pearson Education, Boston, MA.
- Healy, P., Hutton, A. and Palepu, K. (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding increases in disclosure", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 16 No. 3, pp. 485-520.
- Hail, L. and Leuz, C. (2006), "International differences in the cost of equity capital: do legal institutions and securities regulation matter?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 44 No. 3, pp. 485-531.
- Hasan, A. and Butt, S.A. (2009), "Impact of ownership structure and corporate governance on the capital structure of Pakistani listed companies", *International Journal of Business and Management*, Vol. 4 No. 2, pp. 50-57.
- Javaid, A. Nazir, M.S. Kaneez, F. (2021), "Impact of Corporate governance on Capital Structure: mediating role of cost of capital", *Journal of Economics and Administrative Sciences*, Vol. 2 No. 3
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 2, pp. 305-360.
- John, K. and Senbet, L.W. (1998), "Corporate governance and board effectiveness", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 22 No. 4, pp. 371-403.
- Liao, L.K., Mukherjee, T. and Wang, W. (2015), "Corporate governance and capital structure dynamics: an empirical study", *Journal of Financial Research*, Vol. 38 No. 2, pp. 169-192.
- Mande, V., Park, Y.K. and Son, M. (2012), "Equity or debt financing: does good corporate governance matter?", *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 20 No. 2, pp. 195-211.
- Sheikh, N.A. and Wang, Z. (2012), "Effects of corporate governance on capital structure: empirical evidence from Pakistan", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 12 No. 5, pp. 629-641.
- Sengupta, P. (1998), "Corporate disclosure quality and the cost of debt", *Accounting Review*, Vol. 73 No. 1, pp. 459-474.
- Zhu, F. (2012), "Differential effects of corporate governance on the cost of equity and debt capital: an international study", available at: <https://ssrn.com/>.
- Zaid, M.A., Wang, M., Abuhijleh, S.T., Issa, A., Saleh, M.W. and Ali, F. (2020), "Corporate governance practices and capital structure decisions: the moderating effect of gender diversity", *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, Vol. 20 No. 5, pp. 939-964.