

بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و سطح بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

مجید جامی^۱، هادی جعفری^۲، ابوطالب خسروی^۳

۱- دکتری حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان

۲- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان

E-mail:hadi.jafari1365@gmail.com

۳- کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده حسابداری و مدیریت، موسسه آموزش عالی هاتف، زاهدان

چکیده- هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط بین مکانیزم حاکمیت شرکتی و سطح بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. معیارهای مورد بررسی شامل دو بعد حاکمیت: ساختار مالکیت و ساختار هیات مدیره است. بدین منظور دو فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۴۳ شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌ی زمانی بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات تصادفی، بررسی و آزمون شد. نتایج به‌دست آمده نشان داد معیارهای انتخابی برای حاکمیت شرکتی بر سطح بدهی ارتباط معنی‌داری دارند.

کلمات کلیدی: حاکمیت شرکتی، سطح بدهی، مالکیت نهادی، ساختار هیئت مدیره

مقدمه

حاکمیت شرکتی سیستمی است که از طریق آن شرکت‌های تجاری، نظارت و کنترل می‌شوند. حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌ها را بین شرکای مختلف از قبیل هیئت‌مدیره، مدیران، سهامداران و سایر ذینفعان مشخص می‌کند و قوانین و رویه‌های تصمیم‌گیری در امور شرکت را تعیین می‌نماید. با انجام این کار، ساختارهایی فراهم می‌شوند که از طریق آن هدف‌های شرکت تبیین و ابزار رسیدن به این هدف‌ها و نظارت بر عملکرد نیز فراهم می‌شود (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۴).

به دلیل جدا شدن مالکیت از مدیریت امکان دارد مدیران شرکت‌ها از منابع شرکت در جهت افزایش ثروت سهامداران استفاده نکنند. براساس تئوری نمایندگی، ناسازگاری انگیزه‌های مدیران و سهامداران، موجب می‌شود مدیران با فرصت‌طلبی، شرکت را بیشتر از اندازه بهینه آن توسعه دهند یا منابع بلااستفاده را برای افزایش مطلوبیت شخصی خود حفظ کنند (آقایی و حسنی، ۱۳۹۳). انگیزه‌های مدیران برای انجام چنین اقداماتی می‌تواند از دست ندادن مقام، قدرت، پاداش و شهرت باشد. این مساله همچنین به‌عنوان حکمرانی مدیران نامیده شده است. صاحب‌نظران، امروزه بهترین راه‌حل این مشکل را در بهبود حاکمیت شرکت‌ها می‌دانند.

بیان مسئله

در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می‌توان به‌صورت شبکه‌ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شراکت عده‌ی زیادی از ذینفعان از کارکنان، مشتریان، فروشندگان و دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارند. یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می‌باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور به‌وجود آید، تنها مسأله اقتصادی نیست بلکه به مسأله‌ای اجتماعی مبدل می‌شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد (حسینی و حقیقت، ۱۳۹۵). برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم با اهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی است. دو دیدگاه نظری عمده شامل تئوری نمایندگی و تئوری ذینفعان در این مورد مطرح است. هر یک از آن‌ها به‌صورت متفاوت به موضوع حاکمیت شرکتی می‌نگرند. تئوری نمایندگی به مشکل کارگزار و کارگمار و تئوری ذینفعان به مشکل کارگزار و ذینفعان می‌نگرند. در سال ۱۹۲۹ بحرانی بزرگ در بورس آمریکا پدید آمد که علت آن، مشکل نمایندگی بود. مشکل نمایندگی با جدا شدن مالکیت از مدیریت ابتدا توسط آدام اسمیت در سال ۱۷۷۶ مطرح شد (دراپتز و همکاران^۱، ۲۰۰۴) و برای اولین بار توسط برل و مینز^۲ (۱۹۳۲) تجزیه و تحلیل شد. امروزه این جدایی با نام مشکل نمایندگی شناخته می‌شود و بدین معنا است که چگونه می‌توان اطمینان داشت که مدیران از آزادی عمل خویش در راستای منافع سرمایه‌گذاران استفاده خواهند کرد (دراپتز و همکاران، ۲۰۰۴ و جنسن و همکاران، ۱۹۹۳).

^۱ Drobtz et al.

^۲ Berl & Meanz

در سال‌های اخیر حاکمیت شرکتی به یک جنبه اصلی و پویای تجارت تبدیل شده است و توجه به آن به صورت تصاعدی رو به افزایش است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی مجموعه سازوکارهای کنترل داخلی و خارجی شرکتی است که تعیین می‌کند شرکت چگونه و توسط چه اداره شود. نظام حاکمیت شرکتی که با لحاظ تعادل میان اهداف فردی و جمعی سروکار دارد، موجب ترغیب استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در خصوص ایفای وظیفه مباشرت برای اداره منابع می‌شود (قالیباف و رضایی، ۱۳۸۶). حاکمیت شرکتی نیز یکی از عوامل کلیدی در تعیین سلامت یک شرکت است که سیستم و توانایی خود را برای زنده ماندن شرکت از شوک‌های اقتصادی انجام می‌دهد. بنابراین، شرکت‌های بزرگ با حاکمیت شرکتی قوی با افزایش کمک به عملکرد شرکت و افزایش دسترسی به سرمایه خارجی به توسعه اقتصادی پایدار کمک می‌کنند (صاریح و شیائو، ۲۰۱۵).

حاکمیت شرکتی شامل ویژگی‌هایی است که می‌تواند با افزایش عدم تمرکز در کنترل شرکت‌ها، از قدرت مدیران در پیگیری منافع شخصی کاسته و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها شود (ایزدی‌نیا و رسانیان، ۱۳۸۹). این چنین تصور می‌شود که مدیران به دل‌نگرانی‌های امنیت شغلی یا به دلیل ثروت و وضعیت مالی محدودشان، ریسک‌گریز باشند (به‌طور مثال، دریافت وام و ترس از ناتوانی از بازپرداخت اقساط آن نوعی ریسک است). در چنین مواردی، آنها ممکن است از اتخاذ تصمیماتی که بهترین منفعت را به سهامداران می‌رساند، خودداری کنند. مدیران ارشد معمولاً به مدیران رده پایین‌تر انگیزه‌های مالی می‌دهند تا منافعشان را با منافع سهامداران منطبق سازند و یک سیستم حاکمیت شرکتی را برای نظارت بر عملکرد مدیریت پیاده سازند. یکی از اهداف ارائه این پاداش‌ها، دلگرم کردن مدیران به استفاده بیشتر از بدهی‌ها به منظور حداکثر کردن ارزش مؤسسه است، به طوری که بدهی‌ها را به‌عنوان یک منبع و روش ارزان و جذاب تأمین مالی در مقایسه با انتشار سهام به حساب آورند (محمودآقا، ۲۰۱۰). این موضوع که بدهی می‌تواند به‌عنوان یک شیوه الزام‌آور برای مدیران جهت جلوگیری از هدردادن منابع به کار رود جزء مباحث و ادبیات مالی شرکت‌ها می‌باشد. (جنسن^۱، ۱۹۸؛ استولز^۲، ۱۹۹۰؛ زیبل^۳، ۱۹۹۶). نظر به این که ساختارهای حاکمیت شرکتی خوب طراحی شده

¹ Jensen

² Stulz

³ Zwiebel

به‌عنوان مکانیزم‌های جانشینی در کاهش مشکلات نمایندگی به کار می‌روند، مدیران انتظار دارند مؤسساتی که ساختار حاکمیت شرکتی قوی‌تری دارند، سطح بدهی کمتری داشته باشند (آرپینگ سوتنر^۱، ۲۰۱۰). حاکمیت شرکتی به‌وسیله بالا بردن سطح فرآیندی که موجب افزایش کنترل و نظارت بر مدیریت می‌شود، موجب کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهامداران شده و این موضوع منجر به کاهش میزان بدهی که یک ابزار نظم‌دهنده می‌باشد، شده و بنابراین سطح بدهی‌های شرکت کاهش می‌یابد. در مورد ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اهرم مالی (جذب بدهی)، دو نظریه متضاد وجود دارد. اولی ادعا می‌کند که افزایش در اهرم (جذب بیشتر بدهی) در شرکت‌های دارای ساختار قوی حاکمیت شرکتی، یک پیام مثبت به وام‌دهندگان درباره کیفیت مؤسسه ارسال می‌کند و سطح اهرم را زیاد می‌کند. نظریه رقیب دیگر این است که اهرم خودش می‌تواند به‌عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی مؤثر استفاده شود که مدیران را تحت نظم در می‌آورد و آنها را مجبور به اجتناب از اتلاف گردش وجوه نقد مؤسسه به سمت پروژه‌های با ارزش فعلی خالص منفی می‌سازد؛ بنابراین، اهرم بالاتر نیاز به یک ساختار حاکمیت شرکتی قوی را کاهش می‌دهد. در نتیجه، با توجه به مطالب فوق، انتظار می‌رود بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و اهرم مالی (میزان جذب بدهی) رابطه‌ای وجود داشته باشد ولی در مورد نوع رابطه (مثبت یا منفی) ابهام وجود دارد و بنابراین در این پژوهش به بررسی این موضوع پرداخته شده است. حال مسأله‌ی اصلی تحقیق این است که آیا بین حاکمیت شرکتی و سطح بدهی رابطه‌ای وجود دارد؟

پیشینه پژوهش

نکپهیل و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر رابطه بین جریان نقد آزاد و مدیریت سود پرداختند. نتایج آنها حاکی از آن بود که جریان نقد آزاد تأثیر مثبت و معناداری بر مدیریت سود دارد. همچنین نتایج نشان داد که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر مدیریت سود دارند. علاوه بر این نتایج آن‌ها نشان داد که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر رابطه بین جریان نقد آزاد و مدیریت سود دارند.

¹ Arping & Sautner

عایشه هاشم و امرح (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پرداختند. نتایج پژوهش آنها حاکی از آن بود که حاکمیت شرکتی تأثیر منفی و معناداری بر هزینه بدهی دارد در حالی که این رابطه در شرکت‌های غیرخانوادگی قابل توجه نبود. نتایج پژوهش آنها علاوه بر این نشان داد که کمیته حسابرسی تأثیر معناداری بر هزینه بدهی در شرکت‌های خانوادگی دارد در حالی که این رابطه در شرکت‌های غیرخانوادگی قابل توجه نیست.

رضایی و رفیعی‌نیا (۱۳۹۷) در تحقیقی با عنوان بررسی رابطه اهرم مالی با ترکیب هیأت مدیره در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی به این نتیجه رسیدند که رابطه اهرم مالی با ترکیب هیأت مدیره تحت تأثیر ارتباطات سیاسی قرار نمی‌گیرد. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از آن بود که در شرکت‌هایی که به لحاظ مالی نیز درمانده هستند، رابطه اهرم مالی و ترکیب هیأت مدیره تحت تأثیر هیأت مدیره قرار نمی‌گیرد و در واقع می‌توان گفت سیاسی بودن تأثیری بر رابطه اهرم مالی و ترکیب هیأت مدیره چه در شرکت‌هایی که به لحاظ مالی درمانده هستند و چه به لحاظ مالی سالم هستند، ندارد.

یگانه و تقی‌زاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی و مالی بر تجدید در ارائه صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که بین اندازه هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و تجدید در ارائه صورت‌های مالی رابطه مثبتی وجود دارد و از میان متغیرهای مالی، سطح بدهی و تجدید ارائه صورت‌های مالی رابطه مثبتی وجود دارد.

اهداف پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی ارتباط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و سطح بدهی در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار است.

اهداف فرعی

➤ بررسی ارتباط ساختار مالکیت و سطح هزینه بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

➤ بررسی ارتباط ساختار هیات مدیره و سطح هزینه بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش از دو بعد حاکمیت شرکتی شامل: ساختار هیات مدیره و ساختار مالکیت استفاده خواهد شد، بنابراین فرضیات پژوهش به شرح زیر بیان می‌شوند.

فرضیه اصلی: بین ساختار مالکیت و سطح هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارند.

فرضیه فرعی اول: بین مالکیت نهادی و سطح هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین مالکیت مدیریتی و سطح هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم: بین ساختار هیات مدیره و سطح هزینه بدهی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین اندازه هیات مدیره و هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین استقلال اعضای هیات مدیره و سطح هزینه بدهی رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیات مدیره با سطح هزینه بدهی ارتباط معناداری وجود دارد.

جامعه و نمونه

جامعه آماری در این تحقیق، شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ می‌باشد و نمونه آماری نیز ۱۴۳ شرکت بنا به شرایط ذیل انتخاب شده است.

نمونه آماری: عبارت است از مجموعه‌ای از نشانه‌ها که از یک قسمت، گروه یا جامعه‌ای بزرگتر انتخاب می‌شود، به طوری که این مجموعه معرف کیفیات و ویژگی‌های آن قسمت، گروه یا جامعه بزرگ‌تر باشد. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر بوده‌اند به عنوان نمونه انتخاب و بقیه حذف شده‌اند.

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد.

۲. به منظور همگن بودن اطلاعات، ماهیت فعالیت آنها واسطه‌گری مالی نباشد.

۳. معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش بیش از یک سال در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترسی باشد.

ردیف	شرح	تعداد
۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۶	۵۵۱
۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده‌اند	۱۶۱
۳	تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند	۵۶
۴	تعداد شرکت‌هایی که جزء هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند.	۷۲
۵	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد.	۸۴
۶	تعداد شرکت که در قلمرو زمانی تحقیق وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته‌اند	۳۵
۷	تعداد کل شرکت‌هایی که حذف شدند.	۴۰۸
۸	تعداد شرکت‌های عضو نمونه	۱۴۳

روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی می‌باشد، از نظر زمان وقوع پس رویدادی است که با اطلاعات واقعی و تاریخی صورت می‌گیرد و از نظر روش آماری توصیفی - همبستگی است و الگوهای آماری مورد استفاده رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی می‌باشد.

پژوهش توصیفی - همبستگی مبتنی بر تحلیل داده‌های ترکیبی است و از نظر نوع پژوهش کاربردی تلقی می‌شود. در تحلیل داده‌ها از روش‌های همبستگی و رگرسیون پرویت و رگرسیون داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت به وسیله‌ی نرم‌افزار Eviews استفاده شده است.

نوع داده‌ها دست دوم می‌باشد و برای جمع‌آوری اطلاعات مالی از اطلاعات و ارقام موجود در بورس اوراق بهادار تهران استفاده خواهد شد. به همین جهت اطلاعات مورد نیاز، از گزارش‌های مالی منتشر شده از سوی شرکت‌ها، سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و همچنین از نرم‌افزار بانک اطلاعاتی تدبیر استخراج می‌شود.

تعریف متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل

میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی: درصد مالکیت سهامداران شرکت‌ها نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری (عایشه هاشم و ام‌رح، ۲۰۱۶).

مالکیت مدیریتی: درصد مالکیت سهام در اختیار مدیریت شرکت است (همان منبع)

استقلال هیات مدیره: مجموعه درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره به کل اعضای هیات مدیره (همان

منبع)

اندازه هیات مدیره: اندازه هیات مدیره، تعداد کل مدیران در هیات مدیره (همان منبع).

دوگانگی مسئولیت مدیرعامل: متغیر مجازی اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره نیز باشد برابر

۱ و در غیر این صورت صفر (همان منبع).

متغیر وابسته‌ی تحقیق

سطح بدهی: برابر است با هزینه‌های بهره سال مالی تقسیم بر جمع کل بدهی‌های کوتاه مدت و بلندمدت

(همان منبع).

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت: برابر با لگاریتم جمع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت (همان منبع).

اهرم مالی: برابر با تسهیلات مالی تقسیم بر جمع دارایی‌های شرکت (همان منبع).

بازده دارایی: برابر با سود خالص تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها (همان منبع)

نسبت پوششی هزینه بهره: برابر با سود عملیاتی تقسیم بر هزینه بهره (همان منبع).

مدل پژوهش

الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چندمتغیره است. بنابراین، الگوی زیر مطابق پژوهش عایشه هاشم و امرح (۲۰۱۶) برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده خواهد شد.

$$COD_{i,t} = \alpha + \beta_1 \text{InsOwn}_{i,t} + \beta_2 \text{ManOwn}_{i,t} + \beta_3 \text{BrdIndep}_{i,t} + \beta_4 \text{BrdSIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{BrdDobl}_{i,t} + \beta_6 \text{FS}_{i,t} + \beta_7 \text{LEV}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{ICR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج آزمون فرضیات پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	آماره t	سطح خطا
α	-۰/۰۴۸	-۱/۳۷۱	۰/۱۷۱
اندازه هیئت مدیره	۰/۰۰۵	۱/۱۷۰	۰/۲۴۲
استقلال هیئت مدیره	-۰/۰۲۶	-۲/۴۱۳	۰/۰۱۶
دوگانگی وظیفه مدیرعامل	-۰/۰۱۰	-۲/۲۸۹	۰/۰۲۲
مالکیت مدیریتی	-۰/۰۰۴	-۰/۲۳۵	۰/۸۱۴
مالکیت سهامداران نهادی	-۰/۰۲۰	-۱/۲۰۱	۰/۲۳۰
اندازه شرکت	۰/۰۴۸	۳/۱۴۵	۰/۰۰۱
اهرم مالی	-۰/۰۰۸۹	-۱/۵۳۱	۰/۶۴۵
بازده دارایی	۰/۰۰۶	۴/۰۳۱	۰/۰۰۰
نسبت پوششی هزینه بهره	-۰/۰۴۸	-۴/۵۱۲	
ضریب تعیین R ²	ضریب تعیین تعدیل شده R ²	احتمال آماره F (Prob)	آماره F دو-ریین-واتسون
۰/۰۳۶۸	۰/۰۳۴۷	۰/۰۰۰۰	۱/۶۴۶

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول و با توجه آماره‌ی F به‌دست آمده (۱۸/۳۹۹) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰۰) می‌توان ادعا کرد که در مجموع الگوی تحقیق از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به‌دست آمده برای الگو که برابر ۳۴ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع

متغیرهای مستقل و کنترلی تحقیق بیش از ۳۴ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این، با توجه به مقدار آماره‌ی دورین واتسون که برابر ۱/۶۴۶ است، می‌توان ادعا کرد که خود همبستگی مرتبه‌ی اول میان باقیمانده‌های الگو وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و سطح هزینه بدهی می‌پردازد. برای آزمون این فرضیه از دو فرضیه فرعی شامل مالکیت نهادی و مالکیت مدیریتی استفاده شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده در برآورد الگو، ضریب معیارهای ساختار مالکیت (مالکیت مدیریتی و مالکیت نهادی) برابر است ۰/۰۴۱- و ۰/۰۲۰- با و سطح خطاهای آن برابر است با ۰/۸۱۴ و ۰/۲۳۰ است که ضریب همه معیارهای ساختار مالکیت ارتباط معناداری بر سطح هزینه بدهی دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: به بررسی مقایسه‌ای ارتباط ساختار هیات مدیره و سطح هزینه بدهی می‌پردازد. برای آزمون این فرضیه از سه فرضیه فرعی شامل اندازه هیات مدیره، استقلال اعضای هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیات مدیره استفاده شده است. با توجه به نتایج به‌دست آمده برآورد الگو، ضریب معیارهای ساختار هیات مدیره (اندازه هیات مدیره، استقلال اعضای هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل) به ترتیب برابر است با ۰/۰۰۵، ۰/۰۲۶- و ۰/۰۱۰- سطح خطای آنها به ترتیب برابر است با ۰/۲۴۲، ۰/۰۱۶ و ۰/۰۲۲ است.

بنابراین، با توجه به ضریب (شدت متغیر) ساختار هیات مدیره (اندازه هیات مدیره، استقلال اعضای هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل) ارتباط معناداری میان ساختار هیات مدیره و سطح بدهی وجود دارد.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش به بررسی ارتباط حاکمیت شرکتی و سطح بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. شواهد نشان می‌دهد که شرکت‌های با حاکمیت شرکتی قوی با پل زدن شکاف

اطلاعاتی بین سهامداران و مدیران منجر به کاهش مشکلات نمایندگی و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران می‌شود. همچنین کیفیت هیات مدیره به شیوه‌های افشای داوطلبانه اطلاعات مالی مربوط می‌شود. از آنجا که حاکمیت شرکتی موجب کاهش رفتارهای فرصت طلبانه مدیریتی به سمت حداکثر کردن قیمت سهام در کوتاه‌مدت، مانند مدیریت سود و یا سرمایه‌گذاری بیش از حد می‌شود این فرضیه وجود خواهد داشت که حاکمیت شرکتی ارتباط منفی معناداری بر هزینه بدهی سهام دارد. بدین منظور دو فرضیه اصلی و پنج فرضیه فرعی برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های موجود مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. نتایج پژوهش حاکی از آن است که در مورد فرضیه اصلی ۱ معیارهای ساختار مالکیت از معناداری برخوردار هستند و همچنین در مورد فرضیه اصلی ۲ معیارهای ساختار هیات مدیره (استقلال اعضای هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل و رئیس هیات مدیره) از معناداری برخوردار هستند.

پیشنادهای کاربردی

- به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود هنگام خرید سهام شرکت‌ها، به مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و هزینه بدهی در شرکت توجه جدی کنند. زیرا، این عوامل با توجه به تأثیری که بر شفافیت محیط اطلاعاتی و کنترلی شرکت دارند، سبب می‌شوند سرمایه‌گذاران در یک محیط امن‌تر قرار گرفته و در معرض ریسک کمتری باشند.
- با توجه به پیشینه نظری و تجربی و یافته‌های پژوهش به سهامداران، سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی و کارگزاران پیشنهاد می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری به رابطه مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و هزینه بدهی توجه نمایند.
- افزون بر این، به مالکان و مدیران که نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های انجام شده در شرکت‌های بورس دارند، توصیه می‌شود تا در راستای افزایش شفافیت اطلاعاتی در بازار گام بردارند زیرا، هرچه شفافیت اطلاعاتی شرکت‌ها افزایش یابد، سرمایه‌گذاران اعتماد بیشتری به شرکت داشته و ریسک کمتری را متحمل می‌شوند. در نتیجه، آن شرکت راحت‌تر می‌تواند برای تامین نیازهای مالی خود اقدام به تامین مالی از طریق بازار سهام نماید (با کاهش سطح ریسک هزینه سرمایه نیز کاهش می‌یابد)

- با توجه به میزان نگهداری درصدی از کل سهام، توسط شرکت‌های دولتی و عمومی که همان مالکیت نهادی نامیده می‌شود. به سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود به میزان مالکیت نهادی این شرکت‌ها توجه نمایند زیرا تاثیر به‌سزایی در سرمایه‌گذاری خواهد داشت.
- با توجه به اینکه مالکیت مدیریتی یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی است که موجب کاهش تضاد بین مدیران و سهام‌داران شده و در نتیجه مالکیت مدیریتی قوی باعث افزایش ارزش شرکت می‌شود به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که مالکیت مدیریتی نیز در سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شود.

منابع:

- ایزدی‌نیا، ناصر و امیر رسائیان. (۱۳۸۹) بررسی رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد. مجله دانش حسابداری، سال اول.
- حساس‌یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، حاکمیت شرکتی در ایران. فصلنامه‌ی حسابرس.
- حسینی سیدعلی؛ حقیقت سرور (۱۳۹۵). رابطه بین حاکمیت شرکتی و تعهد به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- راهنمای رودپشتی، سیم‌پر، فرشید و طویان، صدیقه (۱۳۹۰). تاثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر بازده سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهشنامه اقتصادی.
- سبزی‌علی پور، فرشاد؛ قیطاسی، روح ... و رحمتی، سلطان (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و دقت پیش‌بینی سود، پژوهش‌های حسابداری مالی.
- ستایش، محمدحسین؛ مهارلوئی، محمد؛ ابراهیمی، فهیمه. (۱۳۹۷). «بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی»، مجله پیشرفت‌های حسابداری، شماره اول، ۵۵-۸۹.
- قائمی، محمدحسین، لیوانی، علی‌جمال و ده‌بزرگی، سجاد (۱۳۹۱)، کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی.
- Aishah Hashim, H & Amrah, M. (2016). Corporate governance mechanisms and cost of debt Evidence of family and non-family firms in Oman. Managerial Auditing Journal, 31(3): 314-336.

- Arping, S., & Sautner, Z. (2010). Corporate Governance and Leverage: Evidence from a Natural Experiment. *Finance Research Letters*, Vol. 7, Pp. 127–134.
- Demerjian, P., Lev, B., & MacVay, s. (2012). Quantifying managerial ability: Anew measure and validity test. *Management Science*, 58(7), 1229-1248
- Jensen, M. E. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, Vol. 76, Pp. 323-329
- Mahmoud Agha, M. (2010). Business School. University of Western Australia, 35 Stirling Highway, Perth, Australia
- Sarbah, A. and Xiao, W. (2015), “Good corporate governance structures: a must for family businesses”, *Open Journal of Business and Management*, Vol. 3 No. 1, pp. 1-12.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Pp. 3–27.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *American Economic Review*, Vol. 86, Pp. 1197–1215.