

بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

عبدالکریم مقدم^۱، ابوالفضل مؤمنی یانسری^۲

چکیده: در طی چند دهه اخیر، موضوع ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن بیش از پیش مورد توجه محققان حوزه ادبیات مالی قرار گرفته است. به باور برخی محققان، نظام راهبری شرکت یکی از این عوامل مؤثر به شمار می‌رود. از این رو تحقیق حاضر به بررسی ارتباط میان برخی از ویژگی‌های هیئت مدیره به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌پردازد. بدین منظور تعداد ۹۰ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۳ به‌عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب گردید. در این مطالعه اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و درصد مدیران غیر موظف هیئت مدیره به‌عنوان متغیرهای مستقل و نسبت بدهی (معیار ساختار سرمایه) به‌عنوان متغیر وابسته در قالب مدل رگرسیونی چندگانه مبتنی بر داده‌های تابلویی مورد آزمون تجربی قرار گرفتند. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه‌ها حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که وظایف ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل از یکدیگر تفکیک شده و همچنین شرکت‌های با تعداد اعضای هیئت مدیره کمتر، تمایل بکارگیری بدهی افزایش می‌یابد. در حالیکه هیچ رابطه معناداری میان نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه یافت نشد.

واژه‌های کلیدی: نظام راهبری شرکت، ساختار سرمایه، داده‌های تابلویی.

۱. استادیار دانشگاه پیام نور، گروه حسابداری، تهران، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری، پیام نور بهشهر، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۰۸/۱۱

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۰/۱۲/۱۶

نویسنده مسئول مقاله: عبدالکریم مقدم

E-mail: a_moghad@pnu.ac.ir

مقدمه

شرکت‌ها از دیدگاه قانونی یک شخصیت حقوقی مستقل و جداگانه از مالکان آن محسوب می‌شوند، اما واتر و زیمرمن [۴] معتقدند که شرکت می‌تواند به‌عنوان مجموعه‌ای از قرار دادها میان طرف‌های مختلف تلقی شود. یکی از مهمترین این قراردادها، قرار داد میان مدیران و سهامداران شرکت‌هاست که بدنبال جدایی مالکیت از مدیریت و بر پایه تئوری نمایندگی شکل می‌گیرد. در این قرارداد سهامداران، اداره امور شرکت را به نمایندگان (مدیران) می‌سپارند و در مقابل حق پاسخ‌خواهی در خصوص عملکرد مدیران را برای خود حفظ می‌کنند. با این همه، در این قراردادها همواره این امکان وجود دارد که مدیران منافع شخصی خود را بر منافع سهامداران ترجیح دهند، که این امر موجب بروز تضاد منافع در روابط نمایندگی می‌گردد. از سویی دیگر، سهامداران برای آن که اطمینان یابند که مدیران در راستای منافع آنها عمل می‌کنند یا خیر، متحمل هزینه‌هایی می‌شوند که هزینه‌های نمایندگی نامیده می‌شود.

برای کاهش مسائل نمایندگی، ساز و کارهای مختلفی در ادبیات مالی مطرح شده که یکی از اصلی‌ترین آنها، نظام راهبری شرکت است. نظام راهبری شرکت بیانگر فرایند نظارت و کنترل بر مدیریت شرکت، برای حصول اطمینان از همسویی عملکرد آنها با منافع سهامداران بوده و مهمترین عناصر آن عبارتند از سهامداران و نحوه مالکیت آنها، اعضای هیئت مدیره و ترکیبات آن و غیره. بنابراین می‌توان گفت که فلسفه اصلی پیدایش نظام راهبری شرکت وجود مسائل نمایندگی یا تضاد منافع میان مدیران و سهامداران است، از سوی دیگر ادبیات مالی همچنین نشان داده است که وجود مسائل نمایندگی، به نوبه خود می‌تواند تصمیمات تأمین مالی (ساختار سرمایه) شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد [۵][۶]. در مورد هر دو موضوع نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه، تحقیقات متعددی در زمینه‌های مختلف انجام شده است. اغلب مطالعات گذشته در حوزه ساختار سرمایه، نقش مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت را به‌عنوان یک عامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت، نادیده گرفته‌اند که این موضوع خود، انگیزه‌ای برای انجام تحقیق حاضر است.

اهمیت این تحقیق در این است که به گونه تجربی به مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر تصمیم‌گیرندگان، نشان دهد که ترکیب هیئت مدیره شرکت‌ها چه تأثیری بر تصمیمات تأمین مالی آنها دارد.

ساختار مقاله در ادامه بدین شکل است: در قسمت بعد به مرور ادبیات و پیشینه تحقیق پرداخته می‌شود. در قسمت سوم فرضیه‌های تحقیق ارائه می‌گردند. در قسمت چهارم روش

بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های نظام راهبری شرکت بر تصمیم‌های... _____ ۱۲۵

شناسی تحقیق که شامل متغیرها و مدل‌های تحقیق است، مورد بحث قرار می‌گیرد. در قسمت پنجم یافته‌های تحقیق و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادات ارائه می‌شود.

ادبیات و پیشینه تحقیق

بر اساس بسیاری از مطالعات انجام شده، تصمیمات ساختار سرمایه یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مدیران مالی با آن مواجه‌اند، این تصمیم به ظاهر ساده که به‌عنوان ترکیب بهینه منابع مختلف تأمین مالی شرکت تعریف می‌شود از زوایای مختلف، مورد تحقیق و بررسی قرار گرفته است [۷]. مودیلیانی و میلر [۵] در سال ۱۹۵۸ با ارائه نظریاتی ابراز نمودند که تحت مفروضات خاص از جمله وجود بازار رقابت کامل، نبود مالیات بر درآمد، نبود هزینه‌های ورشکستگی، نبود هزینه‌های نمایندگی و وجود تقارن اطلاعاتی در میان فعالان بازار سرمایه، مدیران می‌توانند تنها به واسطه ایجاد تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی ارزش شرکت را تغییر دهند به عبارت دیگر ارزش شرکت مستقل از ساختار سرمایه آن است. بعد از تحقیقات اولیه انجام شده توسط مودیلیانی و میلر، بسیاری از پژوهشگران به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند.

لی لاند [۱۴] و ون محمود [۲۱] عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که متغیرهای اندازه شرکت، سودآوری، میزان دارایی‌های ثابت مشهود و نرخ‌های بهره بر تصمیمات تأمین مالی شرکت‌ها مؤثر است. مک کای و فلیپس [۱۶] هوانگ و سونگ [۱۰] تأثیر نوع صنعت بر تصمیمات ساختار سرمایه را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که نوع صنعت استفاده از بدهی و عملکرد شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در سال‌های اخیر توجه به مفهوم نظام راهبری شرکت به ویژه بعد از فروپاشی شرکت‌های بزرگی چون انرون، ورد کام و آدفی که منجر به زیان بسیاری از سرمایه‌گذاران شد و ناشی از سیستم‌های ضعیف راهبری شرکت بود، به طور فزاینده‌ای افزایش یافت. در مورد مفهوم نظام راهبری شرکت، تعاریف متعددی ارائه شده است، برای مثال در تعریف کمیته کادبری، نظام راهبری شرکت به‌عنوان سیستمی که شرکت‌ها با آن هدایت و کنترل می‌شوند، تعریف شده و یا در تعریف دیگر، به‌عنوان روابط میان گروه‌های مختلف در تعیین جهت‌گیری و عملکرد شرکت تعریف شده است که منظور از گروه‌های اصلی در آن سهامداران، مدیر عامل، هیئت مدیره و سایر گروه‌ها شامل کارکنان، مشتریان، فروشندگان و غیره می‌باشد. از جمله مهمترین معیارهای نظام راهبری شرکت که به‌طور گسترده در ادبیات مالی مورد استفاده قرار گرفته

عبارتند از: نسبت اعضای غیرموظف (غیر اجرایی) هیئت مدیره، اندازه هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیر عامل.

از دیدگاه تئوری نمایندگی حضور مدیران غیر موظف مستقل یعنی مدیرانی که سمت اجرایی در شرکت ندارند و عملکرد نظارتی آنها به‌عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت‌ها، کمک شایانی می‌کند. نتایج تحقیقات ون و همکاران [۲۳] نشان داده است که شرکت‌هایی با تعداد مدیران غیر موظف بیشتر، به دلیل وجود نظارت مؤثرتر بر فعالیت مدیران آنها، از بدهی کمتری برای تأمین مالی استفاده می‌کنند. (رابطه منفی میان بدهی و نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره) اما از سویی دیگر، نتایج یافته‌های برگر و همکاران [۶] و آبر [۴] حاکی از وجود رابطه مثبت میان نسبت مدیران غیر موظف هیئت مدیره و میزان استفاده از بدهی در ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. اندرسون، ماسنی و ریب [۵] نیز به رابطه منفی میان درصد مدیران غیر موظف هیئت مدیره و هزینه بدهی پی بردند.

اندازه هیئت مدیره، یکی دیگر از سازو کارهای نظام راهبری شرکت است که در تحقیقات مختلف مورد بررسی قرار گرفته است. اغلب محققان دریافته‌اند که اندازه هیئت مدیره از دو طریق زیر موجب بهبود عملکرد شرکت می‌گردد:

- ۱) نیاز بیشتر شرکت به ایجاد و برقراری ارتباط با محیط بیرون شرکت.
- ۲) مسئولیت اجرایی بیشتر در شرکت‌ها [۱۲].

پفر و سالانسیک [۱۹] لپتون و لورش [۱۵] به یک رابطه معنادار میان ساختار سرمایه و اندازه هیئت مدیره دست یافتند. برگر و همکاران [۶] نشان دادند شرکت‌هایی با اعضای بیشتر هیئت مدیره، نسبت بدهی کمتری دارند. اما ون و همکاران [۲۳] و آبر [۴] به رابطه مثبت میان اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه پی بردند.

بر اساس تئوری نمایندگی، چنانچه مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره شخص واحدی باشند (دوگانگی مسئولیت مدیر عامل)، مقوله نظارت با مشکلات جدی مواجه می‌شود. فاما و جنسن (۱۹۸۳) مراحل تصمیم‌گیری در سازمان را به ۴ مرحله تقسیم کردند: راه‌اندازی، تصویب، اجرا و نظارت. آن‌ها مراحل راه‌اندازی و اجرا را تحت مدیریت تصمیم و مراحل تصویب و نظارت را تحت کنترل تصمیم قرار دادند. یک روش برای جدا سازی مدیریت تصمیم و کنترل تصمیم، تفکیک وظایف مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره است. [۲۴]. با این حال نتایج مطالعات صورت گرفته در خصوص رابطه میان دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و ساختار سرمایه شرکت‌ها متفاوت بوده است. برای مثال فوزبرگ [۹] به رابطه منفی بین دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و میزان

بدهی شرکت‌ها پی بردند. از سوی دیگر آبر [۴] دریافت که میان نسبت بدهی شرکت و دوگانگی مسئولیت مدیر عامل رابطه مثبتی وجود دارد.

کومار [۱۳] در تحقیقی تحت عنوان "ساختار سرمایه و نظام راهبری شرکت" با بکارگیری ساختار مالکیت به‌عنوان معیار نظام راهبری شرکت در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۰ در هندوستان نشان داد که ساختار سرمایه (نسبت بدهی) دارای رابطه غیر خطی با نظام راهبری شرکت است. وی دریافت که شرکت‌های با نظام راهبری ضعیف تر یعنی مالکیت پراکنده (غیر متمرکز)، میزان بدهی بالاتری دارند. همچنین شرکت‌هایی با مالکیت خارجی بیشتر یا مالکیت نهادی کمتر، میزان بدهی کمتری را در ساختار سرمایه خواهند داشت. این در حالی است که وی به رابطه معنادار میان مالکیت مدیران و ساختار سرمایه دست نیافت.

شبیجون [۲۰] به بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره و عملکرد شرکت پرداخت. نمونه تحقیق شامل ۱۲۵۲ شرکت طی سال‌های ۱۹۹۶ تا ۲۰۰۶ بود. او در این تحقیق از بازده دارایی‌ها و بازده سهام به‌عنوان معیارهای اندازه‌گیری عملکرد و نیز از متغیرهای اندازه هیئت مدیره و درصد مدیران غیر موظف هیئت مدیره، برای اندازه‌گیری ترکیب هیئت مدیره استفاده کردند. نتایج نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و درصد مدیران غیر موظف با عملکرد شرکت رابطه مثبت وجود دارد.

توتاخانه [۲] رابطه میان عملکرد شرکت و برخی ویژگی‌های هیئت مدیره مانند دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره را برای دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار داد. در این تحقیق برای سنجش عملکرد از معیارهای بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و سود هر سهم استفاده شد. نتایج بررسی حاکی از آن بود که بین درصد اعضای غیر موظف هیئت مدیره و دوگانگی مسئولیت مدیر عامل با عملکرد شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

نمازی و شیرزاده [۳] به بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج بررسی آنان نشان داد که رابطه ضعیفی میان ساختار سرمایه و سودآوری وجود دارد و این رابطه در صنایع مختلف نیز متفاوت می‌باشد.

باقر زاده [۱] در تحقیقی درصد تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر آمد. نتایج تحقیق او که در قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ صورت گرفته بود و نمونه‌ای به تعداد ۱۵۸ شرکت تولیدی را شامل می‌شد، حکایت از آن دارد که ساختار سرمایه این شرکت‌ها، تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی ثابت شرکت، اندازه شرکت و سودآوری می‌باشد.

فرضیه‌های تحقیق

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات انجام شده، فرضیه اصلی تحقیق به شرح زیر ارائه می‌شود:
فرضیه اصلی: بین مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه، رابطه معناداری وجود دارد.

برای تبیین و ارزیابی دقیق تر فرضیه اصلی، فرضیه‌های فرعی زیر ارائه شده است:

فرضیه‌های فرعی

- ۱- بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲- بین دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و ساختار سرمایه شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳- بین نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه شرکت‌ها، رابطه معناداری وجود دارد.

روش شناسی تحقیق

این تحقیق از نوع توصیفی - همبستگی و روش شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است. به منظور آزمون فرضیات از مدل رگرسیون چند متغیره از نوع داده‌های تابلویی (مقطعی - زمانی) استفاده شده است.

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از میان شرکت‌های عضو جامعه آماری که دارای شرایط زیر بودند انتخاب گردید:

۱. تا قبل از سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 ۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 ۳. طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۴. جز شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.
 ۵. داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشد.
- با توجه به مجموعه شرایط فوق، تعداد ۹۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ به‌عنوان نمونه آماری تحقیق انتخاب شدند.

اطلاعات مربوط به ویژگی‌های هیئت مدیره از گزارشات مربوط به خلاصه تصمیمات مجمع عمومی عادی که توسط سازمان بورس منتشر می‌شود و همچنین گزارش فعالیت سالانه هیئت مدیره که به مجمع عمومی عادی صاحبان سهام ارائه می‌شود، استخراج می‌گردد. برای سایر اطلاعات مربوط به ساختار سرمایه و متغیرهای کنترلی تحقیق از نرم افزارهای تدبیر پرداز، دنا

سهام و صحرا استفاده شده است. تجزیه تحلیل نهایی داده‌ها به کمک نرم افزار اقتصادسنجی Eviews انجام شد.

مدل مورد استفاده در تحقیق

بر اساس مبانی نظری و تحقیقات انجام شده برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل زیر استفاده شده است:

$$LEV_{i,t} = \alpha + \beta_1 B-SIZE_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} + \beta_3 OUT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

تعریف متغیرهای بکار رفته در مدل فوق در جدول (۱) نشان داده شده است.

جدول ۱. تعریف متغیرهای تحقیق

نماد	نام	تعریف
LEV	نسبت بدهی	بدهی نسبت به مجموع دارایی‌ها
B-SIZE	اندازه هیئت مدیره	تعداد مدیران (اعم از موظف و غیر موظف) عضو هیئت مدیره
DUAL	دوگانگی مسئولیت مدیر عامل	متغیر مجازی که اگر مدیر عامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت ۰ است
OUT	نسبت مدیران غیر موظف	تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره
SIZE	اندازه شرکت	لگاریتم طبیعی خالص فروش شرکت
TANG	نسبت دارایی‌های ثابت مشهود	دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها
ROA	نسبت سودآوری	سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی

از آنجایی که داده‌های تابلویی از نظر تعداد مشاهدات، پایین بودن احتمال هم‌خطی متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمسانی واریانس بر مدل‌های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند، لذا برای آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر تکنیک آماری تابلویی بهره گرفته شد. در این تحقیق همچنین به منظور اطمینان از عدم وجود مشکل هم‌خطی چندگانه بین متغیرها، آزمون هم‌خطی با استفاده از شاخص عامل تورم واریانس (مورد بررسی قرار

می‌گیرد. عموماً، مشکل هم‌خطی زمانی بوجود می‌آید که عامل تورم واریانس متغیرهای مستقل بیش از ۱۰ باشد.

یافته‌های تحقیق

آمار توصیفی داده‌ها

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۲)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۴۵۰ شرکت-سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۸۳ نشان می‌دهد. همچنین با توجه به اهمیت نرمال بودن توزیع داده‌ها، نرمال بودن کل متغیرهای تحقیق اعم از متغیرهای مستقل و وابسته با استفاده از آزمون جاکرک برا مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان دهنده آن است که توزیع متغیرهای تحقیق در سطح قابل قبولی، نرمال می‌باشد. به منظور اطمینان از نتایج تحقیق و جلوگیری از بوجود آمدن رگرسیون‌های ساختگی، ایستایی متغیرهای مدل نیز با استفاده از آزمون‌های لوین، لین و چو(۲۰۰۲)، ایم، پسران و شین (۱۹۹۷)، و فلیپس پرون (۱۹۹۴) مورد بررسی قرار گرفت [۱۵]. نتایج این آزمون‌ها از ایستایی تمامی متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش در سطح خطای ۰/۰۵ و در نتیجه قابل اعتماد بودن نتایج روش آماری حکایت دارد.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	شماخص آماری	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار	آماره جاکرک- (JB) برا	احتمال قبول غیر نرمال بودن توزیع
LEV	۰/۳۷۲۹	۱/۸۸۹۰	۰/۷۴۹۵	۰/۱۹۷۱	۴۴/۵۸۷	۰/۰۰۰	
B - size	۵/۰۰۰	۷/۰۰۰	۵/۹۲۰۱	۰/۴۵۲۷	۵۲/۱۲۵	۰/۰۰۰	
Dual	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۴۳۱	۰/۱۳۴۴	۷۳/۲۱۷	۰/۰۰۰	
out	۰/۲۰۰	۱/۰۰۰	۰/۶۶۸۹	۰/۲۱۳۳	۵۷/۹۱۷	۰/۰۰۰	
Size	۱۰/۵۴۴	۱۳/۶۵۳۶	۱۱/۵۹۲۶	۰/۵۸۰۷	۸۲/۷۹۵	۰/۰۰۰	
Tang	۰/۰۰۳۴	۰/۸۱۳۴	۰/۲۳۸۵	۰/۱۷۰۸	۱۱۰/۲۱۳	۰/۰۰۰	
ROA	-۰/۱۹۷	۰/۶۱۴۶	۰/۱۶۶۶	۰/۱۳۷۹	۱۱۱۲۴/۰۰	۰/۰۰۰	

LEV: نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها، B-SIZE: تعداد مدیران (اعم از موظف و غیر موظف) عضو هیئت مدیره، DUAL: متغیر مجازی که اگر مدیر عامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت ۰ است، OUT: نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره، SIZE: لگاریتم طبیعی خالص فروش شرکت، TANG: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها و ROA: سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی.

در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق ارائه می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

جدول ۳ نتایج حاصل از آزمون هر یک از فرضیه‌های تحقیق را نشان می‌دهد:

جدول ۳. خلاصه نتایج فرضیه‌های تحقیق

$LEV_{i,t} = \alpha + \beta_1 B-SIZE_{i,t} + \beta_2 DUAL_{i,t} + \beta_3 OUT + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 TANG_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$				
متغیرها	ضرایب	خطای معیار	آماره t	آماره هم‌خطی
				VIF
B – size	** -۰/۶۲۷	۰/۰۶۴	-۹/۸۲۴	۱/۳۵۱
Dual	** -۰/۰۲۵	۰/۰۰۴	۵/۸۰۲	۱/۰۹۳
Out	۰/۴۹۱	۰/۵۱۱	۰/۹۶۱	۱/۰۱۸
Size	** -۰/۰۵۳	۰/۰۰۷	۷/۵۷۱	۱/۲۳۹
Tang	* -۰/۰۶۱	۰/۰۲۴	۲/۵۱۱	۱/۱۸۸
ROA	۰/۵۷۹	۰/۴۰۴	۱/۴۳۳	۱/۱۰۵
R^2 تعدیل شده	۰/۶۵۸		آماره F	۲۴/۶۶۴
آماره دوربین – واتسن	۱/۹۶۳		F معناداری	۰/۰۰۰۰

* و ** به ترتیب بیانگر معنی داری آماری در سطح ۹۵ و ۹۹ درصد می‌باشد.
 LEV: نسبت بدهی‌ها به مجموع دارایی‌ها، B-SIZE: تعداد مدیران (اعم از موظف و غیر موظف) عضو هیئت مدیره،
 DUAL: متغیر مجازی که اگر مدیر عامل، رئیس هیئت مدیره نیز باشد برابر با ۱ و در غیر اینصورت ۰ است،
 OUT: نسبت تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره، SIZE: لگاریتم طبیعی خالص فروش شرکت
 TANG: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها و ROA: سود قبل از بهره و مالیات تقسیم بر کل دارایی.

همان گونه که از نتایج جدول (۳) مشهود است، مشاهده آماره F رگرسیون و مقدار R^2 تعدیل شده مدل بیانگر توان توضیح دهندگی نسبتاً بالای مدل (۶۹ درصد) است. همچنین مقدار آماره دوربین – واتسن و تمایل آن به عدد ۲ بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین اجزای اخلاص مدل است. ملاحظه مقدار عامل تورم واریانس نیز از عدم وجود هم‌خطی چند گانه بین متغیرهای توضیحی مدل حکایت دارد.

مشاهده مقدار ضریب و آماره t مربوط به متغیر مستقل اول تحقیق (B-SIZE) حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین این متغیر و ساختار سرمایه در سطح خطای ۰/۰۱ است. بر مبنای این شواهد می‌توان گفت که فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۱ مورد تأیید قرار می‌گیرد. از سوی دیگر ضریب و آماره t متغیر مستقل دوم (DUAL) از وجود رابطه مثبت و معنادار بین این متغیر و ساختار سرمایه حکایت دارد. لذا با توجه به موارد فوق می‌توان فرضیه دوم تحقیق را در سطح خطای ۱ درصد پذیرفت. با این حال ملاحظه آماره t مربوط به متغیر مستقل سوم (OUT) حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین نسبت مدیران غیر موظف و ساختار سرمایه است. بنابراین و با توجه به موارد فوق، می‌توان گفت که فرضیه سوم تحقیق تأیید نشده و رد می‌گردد.

نتیجه گیری و بحث

تصمیمات ساختار سرمایه، بی‌شک یکی از اساسی‌ترین موضوعاتی است که مدیران شرکت‌ها با آن مواجه‌اند. بر اساس تئوری‌های نوین ساختار سرمایه عوامل متعددی وجود دارند که می‌توانند این تصمیمات را تحت تأثیر قرار دهند، که از آن جمله می‌توان به نظام راهبری شرکت اشاره نمود. لذا در این تحقیق، رابطه میان ترکیب هیئت مدیره به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های نظام راهبری شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها در قالب ۳ فرضیه مورد آزمون قرار گرفت. بدین منظور در هر یک از این فرضیات، نسبت بدهی (معیار ساختار سرمایه) به‌عنوان متغیر وابسته و اندازه هیئت مدیره، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و درصد مدیران غیر موظف، به‌عنوان متغیرهای مستقل به ترتیب در فرضیات اول، دوم و سوم بکار گرفته شدند.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که بین اندازه هیئت مدیره و نسبت بدهی، رابطه منفی و معناداری وجود دارد. وجود رابطه منفی بیانگر آن است که شرکت‌های با اندازه هیئت مدیره کمتر، به‌دلیل نظام راهبری ضعیف‌تر، باید از بدهی بیشتری برای کاهش مسائل نمایندگی، استفاده نمایند. از این حیث نتایج این تحقیق مشابه یافته‌های برگر و همکاران [۶]، جیراپورن و همکاران [۱۱] است.

نتایج آزمون فرضیه دوم بیانگر وجود رابطه مثبت و معنادار میان دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و ساختار سرمایه است. به‌عبارت دیگر در شرکت‌هایی که وظایف ریاست هیئت مدیره و مدیر عامل به خوبی از هم تفکیک شده باشد به دلیل برخورداری از سطح قوی‌تر نظام راهبری

شرکت و مسائل نمایندگی کمتر، میزان بکارگیری بدهی کاهش می‌یابد. این نتایج نیز با یافته‌های آبر[۴] همخوانی دارد. این در حالیست که یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار میان درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه است در حالیکه طبق یافته‌های ون و همکاران [۲۳]، برگر و همکاران [۶] و آبر [۴] و نقش مدیران غیر موظف به‌عنوان افرادی مستقل، در کاهش مسائل نمایندگی، انتظار می‌رفت که رابطه معناداری میان درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و ساختار سرمایه وجود داشته باشد، از دلایل احتمالی این امر می‌توان به متغیرهای موقعیتی داخلی و خارجی مانند نوع صنعت، چرخه عمر متفاوت شرکت‌ها، قرار گرفتن در کشورهای مختلف، روش شناسی‌های متفاوت در تحقیقات و دیدگاه‌های متضاد در مورد مشارکت هیئت مدیره در تصمیم‌گیری دانست. از دلایل دیگر نیز می‌توان به عدم استقلال کافی مدیران غیر موظف برای اعمال نقش نظارتی آنان اشاره نمود.

پیشنهادات تحقیق

در پایان با توجه به نتایج تحقیق، پیشنهادهای زیر ارائه می‌گردد:

۱. تأکید بر اهمیت حضور اعضای غیر موظف در هیئت مدیره و همچنین تأکید بر سایر ویژگی‌های هیئت مدیره توسط سازمان بورس اوراق بهادار.
۲. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی تأثیر سایر ساز و کارهای نظام راهبری شرکت از قبیل ساختار مالکیت، حساب‌رسان مستقل، کنترل‌های داخلی و بر ساختار سرمایه بررسی شود.
۳. در این تحقیق برخی متغیرهای کنترلی نظیر اندازه شرکت، سودآوری و... در نظر گرفته شدند. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی متغیرهای دیگری نظیر نوع صنعت، نرخ بهره و... کنترل شوند.
۴. انجام بررسی‌های مشابه در یک دوره زمانی ۱۰ یا ۱۵ ساله.

منابع

۱. باقر زاده، سعید (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص: ۴۷-۲۳.
۲. توتا خانه، بهنام (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین ترکیب هیئت مدیره با عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.
۳. نمازی، محمد و شیرزاده، جلال (۱۳۸۴). بررسی رابطه ساختار سرمایه با سودآوری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۲، صص: ۹۴-۷۵.
4. Abor, J. (2007), "Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 7, (forthcoming).
5. Anderson, R., Mansi, S., Reeb, D (2004). "Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt". *Journal of Accounting and Economics* 37, 315-342.
6. Berger, P. G., Ofek, E. and Yermack, D. L (1997). "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
7. Cole, Rebel (2008). "What do we know about the capital structure of privately held firms? Evidence from the Surveys of Small Business Finance" online, <http://www.ssrn.com>.
8. Fama, E., and Jensen, M. (1983). "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
9. Fosberg, R.H. (2004), "Agency Problems and Debt Financing: Leadership Structure Effects", *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 4(1), 31- 38.
10. Hunag, g. and Song. F. M. (2006). "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review* 17, pp.14-36.

- 11 . Jiraporn, P., Y.S. Kim, J.C. Kim, P. Kitsabunnarat (2009). "Does Corporate Governance Affect Capital Structure?" online, <http://www.ssrn.com>.
- 12 . Krivogorsky, V. (2006).. "Ownership, board structure, and performance in continental Europe", *The International Journal of Accounting*, 41, 176-197.
- 13 . Kumar, Jayesh. (2005). "Capital Structure and Corporate Governance", Working papers, www.ssrn.com.
- 14 . Leland, H (1994). "Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, 1213-1252.
- 15 . Lipton, M. and Lorsch, J.W. (1992). "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance?", *Business Lawyer*, 48, 59-77.
- 16 . Mackay, P., and Phillips, G. (2001). "Is There optimal Industry Capital Structure?", Working papers, www.ssrn.com.
- 17 . Modigliani, F. and Miller, M. (1958)." The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, pp.261-297.
- 18 . Myers. S. (1997). "Corporate financing and investment decisions when firms have information those investors do not have." *Journal of Financial Economics* 13. 187-221.
- 19 . Pfeffer, J. and Salancick, G.R. (1978), "The External Control of Organisations: A Resource-dependence Perspective". Harper & Row, New York.
- 20 . Shijun, Cheng, (2007). "Board size and the variability of corporate performance", *Journal of Financial Economics*, forthcoming.
- 21 . Wan Mahmood, Wan Mansor (2009). "Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies", online, <http://www.ssrn.com>.
- 22 . Watts, R. L., and J. L. Zimmerman (1986). *Positive Accounting theory*, prentice-Hall, Engle Wood cliffs: New Jersey.

- 23 . Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002). "Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms", *Corporate Governance: An International Review*, 10, 2, 75-83.
- 24 . Yermack, D., 1996. "Higher market valuation of companies with a small board of directors". *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.