

**تأثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در
بورس اوراق بهادار تهران**

(مطالعه موردی صنعت خودرو و قطعات)

دکتر احمد احمدپور

دانشیار دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران

دکتر احمد جعفری صمیمی

استاد دانشکده علوم اقتصادی و اداری دانشگاه مازندران

حمزه گل محمدی

کارشناس ارشد MBA دانشگاه علوم و فنون مازندران

چکیده:

این پژوهش در پی آن است که به این پرسش پاسخ دهد که آیا رابطه‌ای میان برخی از المان‌های حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران که در صنعت خودرو و قطعات مشغول به فعالیت هستند وجود دارد یا خیر. به این منظور ۳۰ شرکت فعال در این حوزه در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد مطالعه قرار گرفتند. متغیرهای مستقل این پژوهش عبارتند از تمرکز حاکمیت، استقلال هیات مدیره، نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی، دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره و وجود حسابرس داخلی و متغیر وابسته در این پژوهش ساختار سرمایه است که از تقسیم بدهی بلند مدت بر سرمایه شرکت بدست می‌آید. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این موضوع است که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور

سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین میان وجود حسابرس داخلی با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. در ضمن نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیات مدیره با ساختار سرمایه نشان نداد.

کلمات کلیدی: حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، بورس اوراق بهادار تهران، صنعت خودرو و قطعات

مقدمه

هزاران برگ تحقیق درباره تصمیمات مالی شرکت‌ها و همچنین عوامل موثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها صورت پذیرفته است. تامین مالی شرکت‌ها از طریق بدهی مزیت‌های گوناگونی دارد. به‌طور سنتی صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از کسر هزینه بهره از سود به‌عنوان اولین مزیت تامین مالی عنوان شده است. سایر مزایای بدهی شامل متعهد شدن مدیریت به موثر و با کفایت عمل کردن، همچنین سرگرم کردن و مشغول کردن اعتباردهندگان به مراقبت و نظارت بر شرکت می‌باشد.

بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافقی در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد. تفاوت‌های چشم‌گیری در تعریف براساس کشور مورد نظر وجود دارد. حتی در امریکا یا انگلستان نیز رسیدن به تعریف واحد کارچندان آسانی نیست. تعریف‌های موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهام‌داران محدود می‌شود. این، الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از

روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود. [۲-۸]

به نظر خانچل (۲۰۰۷) عواملی به شرح ذیل می‌توانند عملکرد هیات مدیره و بالتبع میزان نظارت اعمال شده بر مدیران اجرایی را متاثر سازند: میزان حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره، وجود کمیته‌های مستقل برای هیات مدیره، تعداد اعضای هیات مدیره، تفکیک نقش‌ها و مسئولیت‌های اعضای هیات مدیره از مدیران اجرایی و مدیر عامل و تعداد جلسات هیات مدیره. [۱۶]

انجمن حسابداران رسمی آمریکا، استانداردهای ویژه‌ای را در مورد کنترل‌های داخلی برای حساب‌برسان مستقل وضع نمود. همچنین کمیسیون ملی مبارزه با تقلب در سال ۱۹۸۷ در گزارشی با عنوان "ترودوی نتیجه بررسی‌های خود را در این ارتباط اعلام نمود. بدنبال آن کنگره آمریکا در سال ۱۹۹۱ قانونی را به تصویب رساند که به موجب آن شرکت‌های سهامی عام ملزم به ارائه گزارش در ارتباط با کیفیت و موثر بودن کنترل‌های داخلی گردیدند. اما موضوع راهبری شرکتی به گونه‌ای که امروز مطرح است، حاصل مطالعات و بررسی‌هایی است که در کشورهای مختلف دنیا انجام گردید و سابقه مشخص آن به دهه ۱۹۹۰ میلادی برمی‌گردد. گزارش "کادبری"^۲ در انگلستان، مقررات هیات مدیره در جنرال موتورز آمریکا، گزارش "دی"^۳ در کانادا و گزارش "وی انو"^۴ در فرانسه از آن جمله است. رسوایی‌های مالی در شرکت‌های انرون، ورلد کام، آجیپ، سیکو، زیراکس و چند شرکت دیگر، کنگره آمریکا را

-
- 1 - AICPA
 - 2 - Cadbury
 - 3 - Dey
 - 4 - Vieno

بر آن داشت تا کمیته خاصی را مأمور بررسی راهکارهایی برای مقابله با فساد و تقلب نماید. مسئولیت این کمیته برعهده سناتور آمریکایی پل ساربنز و نماینده کنگره میشل آکسلی گذاشته شد. آنها با همکاری سازمان حسابرسی دولتی، انجمن حسابداران رسمی آمریکا و کمیسیون بورس اوراق بهادار لایحه‌ای را تدوین نمودند که به قانون "ساربنز-آکسلی" شهرت یافت. این قانون موجب پیدایش مرجع نظارتی نسبتاً مقتدری به نام هیات حسابداری شرکتی‌های سهامی عام (PCBOB) گردید. در سال‌های اخیر نهادها و سازمان‌هایی نظیر، شبکه جهانی حاکمیت شرکتی، اتاق بازرگانی بین الملل^۶، بانک جهانی، سازمان همکاری و توسعه اقتصادی^۷ و فدراسیون بین المللی حسابداران^۸ و برخی موسسات رتبه بندی نظیر Standard & Poor's در ترویج و وضع استانداردهایی در رابطه با راهبری شرکتی فعالیت داشته‌اند. اگرچه برخی از دستورالعمل‌ها و استانداردهای مورد اشاره جنبه اجباری یافته است (مثل الزامات قانون ساربنز-آکسلی) اما اجرای بخش عمده‌ای از آنها کماکان جنبه اختیاری و داوطلبانه دارد. موضوع در کشورهای در حال توسعه تا حدی متفاوت است و دستورالعمل‌های حاکمیت شرکتی در این کشورها غالباً به پرکردن خلاءهای قانونی پرداخته است که در کشورهای پیشرفته از طریق قوانین و مقررات ساختار یافته تامین می‌شود، نظیر برخورد یکسان با سهام‌داران، افشاء مناسب و به موقع و نحوه برگزاری مجامع عمومی، در عین حال هم در کشورهای پیشرفته و هم در کشورهای در حال توسعه، تلاش‌ها در جهت ارائه راه کارهایی برای ملزم نمودن مدیران به پاسخگویی و تنظیم روابط منصفانه با ذینفعان ادامه دارد.

[۱۳-۱۹]

5 - Sarbanes-Oxley Act(SOA)

6 - ICC

7 - OECD

8 - IFAC

در این مقاله سعی بر این است تا میان المان‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه ارتباط معناداری یافت شود و تاثیر هر یک از این عوامل بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گیرد.

پیشینه تحقیق

تا کنون تحقیقات زیادی در زمینه رابطه میان المان‌های حاکمیت شرکتی و تاثیر آنها بر ساختار سرمایه در ایران انجام نشده است، اما در سال‌های اخیر تحقیقاتی در این زمینه انجام شده است. یکی از تحقیقات مهمی که در ایران انجام شده است مربوط به اکرم بدافی و احمدپور می‌باشد که در سال ۱۳۹۰ صورت پذیرفته. در این تحقیق ارتباط میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه مورد بررسی قرار گرفت. برای این تحقیق ۵۰ شرکت موجود در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۵ مورد بررسی قرار گرفتند. متغیرهای حاکمیت شرکتی در این تحقیق عبارت بودند از تعداد اعضای هیات مدیره، ترکیب هیات مدیره و دوگانگی نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره. تاثیر اعضای هیات مدیره بر تصمیم‌گیری‌های مالی نیز توسط بررسی سهام‌داران نهادی ارزیابی شد. نتایج تحقیق حاکی از این قضیه بود که تعداد اعضای هیات مدیره رابطه معکوسی با نسبت بدهی به سرمایه داشت. همچنین دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و همچنین وجود اعضای غیر موظف در ترکیب هیات مدیره رابطه معناداری با تصمیم‌گیری‌های مالی نداشت. در نهایت نتایج حاصل بیانگر آن بود که متغیرهای حاکمیت شرکتی مانند اندازه و ساختار مالکیت تاثیر بیشتری بر تصمیم‌گیری‌های مالی و ساختار سرمایه دارند. [۹]

یکی دیگر از تحقیقات مهمی که در زمینه ارتباط میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در ایران انجام شده مربوط به وکیلی فرد و دیگران است که در سال ۱۳۹۰ انجام شد. در این تحقیق سعی شده که رابطه میان المان‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت‌های ایرانی یافت شود و به این منظور حدود ۱۱۰ شرکت از میان شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند و اطلاعات آنها در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد بررسی قرار

گرفت. در این تحقیق متغیرهای حاکمیت شرکتی عبارت بودند از تعداد اعضای هیات مدیره، دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره و حضور اعضای غیر موظف در هیات مدیره و متغیر وابسته نسبت بدهی در نظر گرفته شد. نتایج این تحقیق حاکی از آن بود که در شرکت‌هایی که وظایف رئیس هیات مدیره و مدیرعامل از هم جداست و شرکت‌هایی که تعداد اعضای هیات مدیره کمتری دارند، تمایل بیشتری به بدهی وجود دارد. همچنین رابطه معناداری میان حضور مدیران غیر موظف با ساختار سرمایه یافت نشد. [۲۰]

در سال ۱۳۸۸ تحقیق دیگری توسط حساس یگانه و دیگران در زمینه رابطه میان کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. هدف این پژوهش رتبه بندی شرکت‌ها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت‌ها بود. در این پژوهش رتبه شرکت‌های عضو نمونه با استفاده از پرسش‌نامه‌ای حاوی ۲۵ معیار از معیارهای حاکمیت شرکتی اندازه‌گیری شد. این معیارها برگرفته از مفاد آیین‌نامه نظام راهبری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در سه طبقه شفافیت اطلاعات، ساختار هیات مدیره و ساختار مالکیت می‌باشد. بدین منظور اطلاعات یک ساله ۹۰ شرکت مورد بررسی قرار گرفت و با استفاده از روش رگرسیون فرضیه‌های پژوهش آزمون شدند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هیچ‌گونه رابطه معناداری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد. [۵]

تحقیقات خارجی در زمینه ارتباط میان حاکمیت شرکتی و ساختار به دامنه وسیع‌تری دارند که به نمونه‌هایی از آن در زیر اشاره می‌شود:

یکی از تحقیقات توسط محمود رحمان و رمیز رحمان (۲۰۱۰) در پاکستان انجام شد. هدف این تحقیق یافتن ارتباط میان حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه در زمینه بانک‌داری در کشور پاکستان بود. در این تحقیق رابطه مثبت اما ضعیفی میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بدست آمد به جز اینکه ساختار سرمایه با تمرکز حاکمیت رابطه معکوسی داشت. در این تحقیق

۱۹ بانک موجود در بورس کراچی در سال ۲۰۰۶ مورد مطالعه قرار گرفتند. ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفته شد. متغیرهایی مانند تمرکز حاکمیت، استقلال شرکت، مالکیت مدیران اجرایی، اندازه سازمان، تعداد جلسات انجام شده در طول سال به عنوان متغیرهای نماینده حاکمیت شرکتی هستند. [۱۹]

تحقیق برجسته دیگری که در این حوزه انجام شد توسط جوشا آبور (۲۰۰۷) است که مربوط به کشور غنا می باشد. در این تحقیق ۱۵۰ شرکت در طی مدت ۶ سال مورد مطالعه قرار گرفتند که بین سال های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۳ بود. این تحقیق رابطه میان حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه را در شرکت های متوسط و کوچک در غنا مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان داد که یک رابطه معکوس میان ساختار سرمایه و تعداد اعضای هیات مدیره وجود دارد، ولی یک رابطه مثبت میان ساختار سرمایه با آرایش هیات مدیره، میزان مهارت هیات مدیره و دوگانگی ریاست هیات مدیره وجود دارد. [۸]

تحقیق دیگری که در این زمینه انجام شد مربوط به حیات آوان^۹ و دیگران می باشد که در سال ۲۰۱۰ انجام شد. هدف اصلی این پروژه یافتن ارتباط میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در شرکت های پاکستان بود. به این منظور اطلاعات حدود ۱۰۰ شرکت از میان شرکت های حاضر در بورس کراچی و لاهور مورد بررسی قرار گرفت. بازه زمانی این تحقیق مربوط به سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۰۹ بود. برای اندازه گیری میزان حاکمیت شرکتی، ۱۴ متغیر حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفتند. نتایج تحقیق حاکی از آن بود میان تعداد اعضای هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه مثبتی وجود دارد. همچنین میان دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره و مدیرعامل و همچنین وجود اعضای غیر موظف با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. در ضمن میان مهارت اعضای هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه مثبت وجود دارد. [۱۷]

9 - Hayat M. Awan

روش تحقیق

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نظر شیوه تحقیق، توصیفی و از نوع پیمایشی است. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها، از روش تحلیل همبستگی استفاده خواهد شد. تحقیق همبستگی^{۱۰} یا همخوانی شامل کلیه روش‌هایی است که در آن سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از مدل رگرسیون و رابطه همبستگی کشف یا تعیین شود. هدف روش تحلیل همبستگی، مطالعه همراهی (حدود) تغییرات یک یا چند متغیر با تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است.

داده‌های مورد نیاز پژوهش جهت آزمون فرضیه‌ها از قبیل بدهی بلند مدت، سرمایه مورد استفاده، تعداد اعضای غیر موظف، درصد سهام‌داران نهادی، تعداد اعضای هیات مدیره، درصد سهام‌داران بزرگ و تعداد کل سهام شرکت‌ها از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین گزارش فعالیت هیات مدیره به مجمع عمومی سالیانه شرکت‌ها (با مراجعه به سایت مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی^{۱۱}) گردآوری شده است. در برخی از موارد نیز به علت عدم وجود اطلاعات مورد نیاز در اسناد و مدارک، با انجام تحقیقات میدانی اقدام به جمع‌آوری اطلاعات شده است که در این مرحله برای بدست آوردن اطلاعات اقداماتی از قبیل مراجعه مستقیم به شرکت‌ها و یا برخی موسسات دیگر صورت پذیرفته. ابزارهای مورد استفاده جهت جمع‌آوری اطلاعات نیز شامل مشاهده، آزمون‌های آماری، بانک‌های اطلاعاتی، نرم افزار Eviews، نرم افزار SPSS و نرم افزار Excel می باشد.

10 - Correlation
11 - www.rdis.ir

اهداف تحقیق

در تحقیق حاضر به بررسی رابطه بین المان‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. لذا هدف از این تحقیق را می‌توان پاسخگویی به سوالات ذیل برشمرد:

- ۱ - آیا رابطه معناداری میان المان‌های حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه شرکت‌های فعال در صنعت خودزو و قطعات در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد؟
- بنا به اهدافی که از ابتدا برای انجام این تحقیق در نظر گرفته شده است فرضیات تحقیق به صورت زیر تعریف می‌شود:
- ۱ - بین تجمع سهام در نزد چند فرد خاص با ساختار سرمایه شرکت رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲ - بین نسبت استقلال هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳ - بین نسبت حضور سرمایه گذاران نهادی با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴ - بین یکسان بودن رئیس هیات مدیره و مدیرعامل با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.
- ۵ - بین وجود حسابرس داخلی با ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

متغیرهای مورد مطالعه

انتخاب متغیرهای مدل در این تحقیق بر اساس تحقیقات عملی انجام شده در قبل صورت گرفته است. در این تحقیق می‌خواهیم تاثیر حاکمیت شرکتی را بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نماییم. از این رو در مدل استفاده شده ساختار سرمایه را به عنوان متغیر وابسته در نظر می‌گیریم. متغیرهایی مانند تمرکز حاکمیت، نسبت استقلال هیات مدیره، تعداد اعضای هیات مدیره، نسبت حضور سرمایه گذاران نهادی،

دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره و همچنین وجود حسابرس داخلی^{۱۲} به عنوان متغیرهای نماینده حاکمیت شرکتی هستند.

Capital Structure (CS) = سرمایه مورد استفاده / بدهی بلند مدت

Ownership Concentration (OC) = تعداد کل سهام / تعداد سهام سهامداران بزرگ

Board Independence (BI) = تعداد کل اعضای هیات مدیره / تعداد اعضای هیات مدیره غیر موظف

Board Size (BS) = تعداد اعضای هیات مدیره

Institutional (I) = کل سهام/سهام متعلق به سازمان ها

CEO duality (CEO) = در صورت یکسان بودن نقش مدیر عامل و رئیس هیات مدیره ۱ و در غیر این صورت ۰ می باشد

Internal Auditor (IA) = در صورت وجود حسابرس داخلی ۱ و در غیر این صورت ۰ می باشد

$$CS_{i,t} = \alpha + \beta_1 OC_{i,t} + \beta_2 BI_{i,t} + \beta_3 BS_{i,t} + \beta_4 I_{i,t} + \beta_5 CEO_{i,t} + \beta_6 IA_{i,t} + U_{i,t}$$

در فرمول بالا α مقدار ثابت ساختار سرمایه است و $U_{i,t}$ مقدار خطای کل استاندارد مدل است و β_1 و β_2 و β_3 و β_4 و β_5 و β_6 ضرایب متغیرهای مستقل را نشان می دهند.

تجزیه و تحلیل داده ها

هدف از این قسمت، ارائه داده‌های آماری معرفی ویژگی‌های متغیرهای مورد مطالعه در میان شرکت‌های آماری می‌باشد. این موضوع از دو جهت حائز اهمیت است: نخست اینکه بدانیم با

چه جامعه آماری سروکار داریم و مبنایی برای تحلیل‌های خود در دست داشته باشیم، و دوم اینکه شناخت ما را در تعمیم نتایج یاری داده و در تحلیل ارتباطات میات ویژگی‌ها و متغیرهای اساسی پژوهش یاری می‌کند.

در جدول ۱ مشخصه‌های آماری متغیرهای مورد مطالعه در تحقیق نشان داده شده است. توضیح اینکه در این قسمت نیز همانند دیگر مراحل پژوهش، در فرآیند اصلاح، آماده سازی و پردازش داده‌ها از نرم افزار Exce 2007 و نرم افزار Eviews ویرایش ششم استفاده شده است.

جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش

وجود حسابرس داخلی (IA)	دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره (CEO)	نسبت حضور سرمایه گذاران نهادی (I)	استقلال هیات مدیره (BI)	تمرکز حاکمیت (OC)	ساختار سرمایه (CS)	
۰/۶۶۱۱	۰/۰۴۴۴	۰/۷۹۶۲	۰/۴۸۴۶	۰/۷۵۶۷	۰/۵۴۵۱	میانگین
۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۸۹۰۰	۰/۵۷۱۴	۰/۷۷۰۰	۰/۳۰۹۶	میانه
۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۰/۸۰۰۰	۱/۰۰۰۰	۲/۶۶۶۶	حداکثر
۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	۰/۴۵۰۰	۰/۰۰۲۹	حداقل
۰/۴۷۴۶	۰/۲۰۶۶	۰/۲۴۱۷	۰/۱۸۸۰	۰/۱۲۵۳	۰/۵۹۲۹	انحراف معیار

آماره‌های توصیفی در مورد متغیرهای تحقیق که در جدول بالا ارائه شده حکایت از نرمال بودن داده‌ها برای انجام آزمون رگرسیون دارد. لازم به توضیح است که میانگین ساختار سرمایه برای شرکت‌های مورد مطالعه حدود ۵۵٪ می‌باشد. حدود ۷۵٪ از سهام شرکت‌ها در اختیار سهام‌داران بزرگ است و همچنین حدود ۴۸٪ اعضای هیات مدیره را اعضای غیر موظف تشکیل می‌دهند. حدود ۸۰٪ سهام شرکت‌های مورد مطالعه متعلق به سهام‌داران نهادی است. در

۴٪ از شرکت‌های مورد مطالعه پست رئیس هیات مدیره و مدیرعامل بر عهده یک شخص قرار دارد و حدود ۶۶٪ از شرکت‌ها نیز از خدمات حسابرسان داخلی استفاده می‌کنند.

جدول ۲ نتایج حاصل از رگرسیون

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
OC	-0.100293	0.138598	-0.723629	0.0105
BI	-0.014351	0.035768	-0.401210	0.6889
I	-0.019186	0.192304	-0.099769	0.0207
CEO	-0.058318	0.021589	-2.701260	0.0077
IA	0.011030	0.014870	0.741746	0.0394
C	0.638605	0.201787	3.164751	0.0019
R-squared	0.832853	F-statistic		51.24994
Adjusted R-squared	0.793659	Prob(F-statistic)		0.000000

همان‌طور که در جدول ۲ نشان داده می‌شود، با استفاده از روش GLS نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که عدد معناداری برای متغیر OC، ۰/۰۱۰۵ و ضریب بدست آمده برای این متغیر ۰/۱۰۰۲۹۳- می‌باشد. برای متغیر BI، عدد معناداری برابر ۰/۶۸۸۹ و ضریب بدست آمده برابر ۰/۰۱۴۳۵۱- می‌باشد. عدد معناداری برای متغیر I، ۰/۰۲۰۷ و ضریب بدست آمده برای این متغیر ۰/۰۱۹۱۸۶- می‌باشد. عدد معناداری برای متغیر CEO، ۰/۰۰۷۷ و ضریب بدست آمده ۰/۰۵۸۳۱۸- می‌باشد. برای متغیر IA، عدد معناداری برابر ۰/۰۳۹۴ و ضریب بدست آمده برای این متغیر برابر ۰/۰۱۱۱۰۳۰ می‌باشد. عدد معناداری برای ضریب ثابت C برابر ۰/۰۰۱۹ و مقدار بدست آمده برای آن ۰/۶۳۸۶۰۵ می‌باشد.

برای تحلیل این نتایج ابتدا اعتبار آماری کل رگرسیون را با ضریب F می‌سنجیم. همان‌طور که در جدول ۲ ملاحظه می‌شود ضریب F برای این رگرسیون عدد ۵۱ می‌باشد که با توجه به عدد معناداری این متغیر که برابر $۰/۰۰۰۰$ است، کل رگرسیون از اعتبار آماری لازم برخوردار است.

از آنجا که اگر عدد معناداری هر یک از متغیرها بیشتر از $۰/۰۵$ باشد آن متغیر بر ساختار سرمایه اثری ندارد، بنابر این با بررسی عدد معناداری هر یک از متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش می‌توان نتیجه گرفت که متغیر BI بر ساختار سرمایه تاثیری ندارد. در ضمن مقدار ضریب تعیین مدل (Adjusted R-squared) برابر با $۰/۷۹۳۶$ می‌باشد که نشان دهنده این موضوع است که $۷۹/۳۶$ درصد از تغییرات CS توسط متغیرهای OC ، CEO ، I و IA تبیین می‌شوند.

نتیجه گیری

در این تحقیق ما به دنبال تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی و تاثیر آنها بر ساختار سرمایه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت خودرو و قطعات هستیم. در واقع ما به دنبال این موضوع هستیم که آیا کیفیت هر یک از متغیرهای حاکمیت شرکتی تاثیری بر میزان ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد یا خیر؟ کیفیت متغیر حاکمیت شرکتی در این تحقیق نشان دهنده میزان نظارت کارای اعمال شده به وسیله هیات مدیره و سهام‌داران بر فرصت طلبی مدیریت شرکت بوده و کیفیت حسابرسی نیز در وجود حسابرسان داخلی نمایان می‌شود. این متغیرها بر ساختار سرمایه شرکت موثر است.

نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون انجام شده بر روی داده‌های آماری بدست آمده از شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت خودرو و قطعات بیانگر آن است که از بین ۵ متغیر مورد مطالعه در این پژوهش، متغیر وجود حسابرسان داخلی ارتباطی مثبت با متغیر وابسته (ساختار سرمایه) دارد. به این معنا که با افزایش این متغیر، ساختار سرمایه نیز افزایش می‌یابد. از

بین متغیرهای باقیمانده در این پژوهش، نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی، تمرکز حاکمیت و دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه منفی دارند، به این معنا که با کاهش هر یک از این متغیرها، نسبت بدهی بلند مدت به سرمایه (ساختار سرمایه) کمتر خواهد بود. همچنین نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان استقلال هیات مدیره با ساختار سرمایه نشان نمی‌دهد.

در مورد نسبت سهام‌داران نهادی در تحقیقات دیگر نمونه مشابهی یافت نشد. در مورد وجود اعضای غیر موظف در هیات مدیره نتایج این پژوهش رابطه معناداری را با ساختار سرمایه پیدا نکرد. بداقی (۱۳۹۰) و وکیلی (۱۳۹۰) نیز رابطه معناداری میان وجود اعضای غیر موظف با ساختار سرمایه پیدا نکردند. ون و دیگران (۲۰۰۲) رابطه منفی با ساختار سرمایه پیدا کردند و جایش آبور (۲۰۰۷) رابطه ای مثبت میان وجود اعضای غیر موظف در هیات مدیره (استقلال هیات مدیره) با ساختار پیدا کرد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که میان نسبت سهام سهام‌داران نهادی با ساختار سرمایه رابطه منفی وجود دارد. در این مورد پژوهش مشابهی یافت نشد. در مورد دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره نتایج این پژوهش یک رابطه منفی را با ساختار سرمایه پیدا کرد. بداقی (۱۳۹۰) و وکیلی (۱۳۹۰) رابطه معناداری میان دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه پیدا نکردند. آبور (۲۰۰۷) و فابریک (۲۰۰۴) میان دوگانگی نقش مدیرعامل و رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه مثبت پیدا کردند. در مورد وجود حسابرسان داخلی در تحقیقات دیگر نمونه مشابهی یافت نشد.

پیشنهادها

به دلیل وجود تاثیر تعداد اعضای هیات مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود تا اعضای هیات مدیره بیشتر شود تا از این طریق سازو کارهای حاکمیت شرکتی تقویت شوند. همچنین به دلیل اینکه وجود سهام‌داران بزرگ در شرکت‌ها تاثیر مثبتی بر ساختار سرمایه دارد

می‌توان با تقویت این شاخص به افزایش ساختار سرمایه شرکت‌ها پردازیم. از آنجا که وجود حسابرس داخلی می‌تواند روند حاکمیت شرکتی را بهبود بخشد لذا تقویت این متغیر توصیه می‌شود. در ضمن از آنجا که وجود سرمایه‌گذاران نهادی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها تاثیر منفی دارد بنابراین پیشنهاد می‌شود که درصد سهام سهام‌داران نهادی کاهش پیدا کند.

فهرست منابع

۱ - احمدپور، احمد و سلیمی، امین، (۱۳۸۶)، "تاثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه"،

مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۲۶، ص ۱۳-۳۵

۲ - احمدپور، احمد و کاشانی پور، محمد، (۱۳۸۹)، "بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی و

کیفیت حسابرسی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی"، **مجله بررسی های**

حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۲، صص ۱۷-۳۲

۳ - احمدپور، احمد و ملکیان، اسفندیار و کردتبار، حسین، (۱۳۸۸)، "بررسی تاثیر مدیران

غیر موظف و سرمایه‌گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود"، **مجله تحقیقات**

حسابداری، شماره سوم، پاییز ۱۳۸۸

۴ - باقرزاده، سعید، (۱۳۸۲)، "تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران"، **دو فصلنامه تحقیقات مالی**، شماره ۱۶، ص: ۲۳-۴۷.

۵ - حساس یگانه، یحیی و رئیسی، زهره و حسینی، مجتبی، (۱۳۸۸)، "رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"،

فصل نامه علوم مدیریت ایران، سال چهارم، شماره ۱۳

۶ - رحیمیان، نظام الدین، (۱۳۸۰)، "تاملی در شیوه های تامین مالی منابع مالی در واحدهای اقتصادی"، **مجله حسابداری**، شماره ۱۴۶، ص ۲۸-۳۳

۷ - کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر، (۱۳۸۷)، "بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی"، **دو**

فصلنامه تحقیقات مالی، دوره ۱۰، شماره ۲۵، ص: ۷۳-۹۰

- 8- Abor, Joshua & Biekpe, Nicholas, (2007), "Does Corporate Governance Affect the Capital Structure Decisions of Ghanaian SMEs?", University of Stellenbosch Business School, South Africa
- 9- Ahmadpour, Ahmad & Bodaghi, Akram, (2010), "The Effect of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure of Iranian Listed Companies", 7th International Conference on Enterprise Systems, Accounting and Logistics, 28-29 June 2010, Rhodes Island, Greece

- 10- Berg, S. V., & Smith, S. K., (1978), "CEO and board chairman: A quantitative study of dual vs. unitary board leadership", *Directors and boards*, Spring
- 11- Berger, P. G., Ofek, E. and Yermack, D. L., (1997), "Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions", **Journal of Finance**
- 12- Fama, E. F., Jensen, M. C., (1983), "Separation of ownership and control", **Journal of Law and Economics**, Vol. 26
- 13- Gonzalez, Maximiliano & Cespedes, Lacelly, (2010), "Ownership and capital structure in Latin America", **Journal of Business Research**, Vol. 63, Vol. 248-254
- 14- Hart, O., (1995), "Corporate Governance: Some Theory and Implications", **The Economic Journal**
- 15- Kasbi, Salma, (2009), "Ownership Concentration and Capital Structure Adjustments", CEREG-DRM Paris-Dauphine University.
- 16- Khanchel, Imen, (2007), "Corporate Governance: Measurement and Determinants Analysis", **Managerial Auditing Journal**, Vol. 22, No. 8

- 17- Kumar, Jayesh, (2006), "Capital Structure and Corporate Governance", **Xavier Institute of Management**
- 18- Modigliani, F. and Miller, M., (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Finance", **American Economic Review**, Vol. 48 No. 1
- 19- Rehman, Ramiz & Rehman, Muhammad Ateeq & Raof, Awais, (2010), "Does corporate governance lead to a change in the capital structure?", American Journal of Social and Management Sciences.
- 20- Vaklifard, Hamidreza & Gerayli, Mahdi Safari, (2011), "Effect of Corporate Governance on Capital Structure: Case of the Iranian Listed Firms", **European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences**