



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال سوم / شماره نهم / بهار ۱۳۹۳

## بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

محمود معین الدین

استادیار حسابداری و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

سعید سعید اردکانی

دانشیار مدیریت بازرگانی و عضو هیئت علمی دانشگاه یزد

علی فاضل یزدی

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد (مسئول مکاتبه)

fazel350@yahoo.com

لیلی زین الدینی میمند

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد یزد

تاریخ دریافت: ۹۲/۴/۱۲ تاریخ پذیرش: ۹۲/۹/۲۰

### چکیده

یکی از عوامل اصلی بهبود کارایی اقتصادی، نظام راهبردی بنگاه (حاکمیت شرکتی) است که در برگزیده مجموعه ای از روابط میان مدیریت شرکت، هیئت مدیره، سهامداران و سایر گروه های ذینفع است. هدف از انجام این پژوهش بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ (قلمرو زمانی ۷ساله) با استفاده از تکنیک معادلات ساختاری و رگرسیون می باشد. درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، وجود حسابرس داخلی و وجود حسابرس مستقل از جمله مکانیزم های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده در این پژوهش هستند. ساختار سرمایه نیز شامل نسبت بدهی های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می باشد. ارزش شرکت نیز با نسبت کیوتوبین سنجیده شده است. یافته های تحقیق حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد و همچنین بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطه معنا داری وجود دارد.

**واژه های کلیدی:** حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه، ارزش شرکت، سرمایه گذاران نهادی.

## ۱- مقدمه

امروزه اگر شرکت‌ها بخواهند از مزایای جهانی شدن سرمایه برخوردار شوند و قابلیت آن را داشته باشند تا سهام خود را در بورس‌های معتبر دنیا عرضه نمایند و از این طریق بتوانند سرمایه‌های کم هزینه و بلند مدتی را جذب کنند، عواملی از جمله یک برنامه منظم و مدون تحت نظام حاکمیت شرکتی ضرورت دارد. با توسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیأت مدیره شرکت‌ها، این سؤال به صورت جدی مطرح می‌گردد که مدیرانی که در واقع مالک شرکت نمی‌باشند چگونه پیگیر منافع سهامداران (مالکان موسسه) خواهند بود. با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیأت مدیره، توجه به نظام حاکمیت شرکتی به صورت چشمگیری افزایش یافته است. برای این منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی<sup>۱</sup> و ارتقاء شفافیت اطلاعات در شرکت‌های سهامی امری لازم است. قانون تجارت ایران در قسمت مربوط به شرکت‌های تجاری با نیازهای امروز و نیز با عنایت به تحولات موجود در بازار سرمایه دچار کمبودهایی به ویژه در زمینه حقوق سهامداران و نیز در نحوه اداره و کنترل شرکت می‌باشد. همچنین این قانون از یکسری مشکلات ساختاری در مدیریت نیز رنج می‌برد. تمرکز سهام در دست گروهی خاص هزینه‌های نمایندگی را افزایش داده و زمینه فرصت طلبی را برای سهامداران اکثریت و مدیران منتخب آن‌ها فراهم نموده است. رفع اینگونه نارسایی‌ها و چالش‌ها نیازمند وجود یک نظام حاکمیت شرکتی مناسب در شرکت‌های سهامی است. نظام حاکمیت شرکتی در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل می‌باشد. در این ساختار نه تنها منافع سهامداران تضمین می‌شود بلکه شرکت در مقابل اشخاص نظیر: طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و نهایتاً جامعه نیز پاسخگو می‌باشد (سجادی، ۱۳۸۸). از سوی دیگر، تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه، به معنی نحوه تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر روی ارزش شرکت تأثیرگذار است. ارزش شرکت، مانند هر دارایی سرمایه‌ای، برابر ارزش فعلی بازدهی‌های آتی آن بر اساس یک نرخ تنزیل معین است. این نرخ تنزیل برای به دست آوردن ارزش شرکت، همان هزینه سرمایه است. مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام می‌بایست تلاش نمایند، ساختار سرمایه شرکت را به گونه‌ای تنظیم نمایند که هزینه سرمایه شرکت، حداقل و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد (محسنی، ۱۳۷۷). با توجه به مباحث مطرح شده، ضرورت تحقیقاتی که بتواند اهمیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت در ایران مورد بررسی قرار دهد به خوبی احساس می‌شود. این تحقیق در پی یافتن پاسخی به این پرسش است که اثربخشی برخی از مکانیزم‌های حاکمیت

شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت چگونه است یا آیا نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تأثیر دارد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- حاکمیت شرکتی

از یک دیدگاه، حاکمیت شرکتی به رابطه بین شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این یک الگوی قدیمی است که در قالب تئوری نمایندگی بیان می‌شود. این دیدگاه، متمرکز بر قابلیت‌های سیستم قانونی یک کشور برای حفظ حقوق سهامداران اقلیت است. از طرف دیگر، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت یک شبکه از روابط دید که نه تنها بین شرکت و مالکان آنها (سهامداران) بلکه بین شرکت و عده زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشنندگان، دارندگان اوراق قرضه و ... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذینفعان دیده می‌شود. بررسی کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی، نشان می‌دهد که تمام آنها دارای ویژگی‌های مشترک و معینی هستند که یکی از مهمترین آنها پاسخگویی است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). این دیدگاه بر سطح پاسخگویی وسیع تری نسبت به سهامداران و دیگر ذینفعان تأکید دارد. نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان یک نظام مرتبط کننده چند شاخه علمی از قبیل، حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق و با حفظ تعادل میان اهداف اجتماعی و اقتصادی و اهداف فردی و جمعی موجب ترغیب و تقویت استفاده کارآمد از منابع و الزام پاسخگویی شرکت‌ها در قبال سایر صاحب‌نفع‌های خود می‌گردد. از جهت دیگر اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند باعث اختصاص بهینه منابع و ارتقای شفافیت اطلاعات و در نهایت رشد توسعه اقتصادی گردد (جان و سنبِت، ۱۹۹۸). در واقع، هدف نهایی نظام راهبری شرکت‌ها نه تنها کاهش مشکل نمایندگی و همسومونودن منافع کارگزار با منافع کارگزار، بلکه تأمین منافع تمام گروه‌های ذینفع در شرکت‌ها و واحدهای تجاری است. بنابراین، به لحاظ نظری، انتظار می‌رود که ویژگی‌های یک نظام راهبری بر عملکرد مالی شرکت‌ها تأثیرگذار باشد، زیرا راهبری اثربخش موجب می‌شود پیامدهای نامناسب ناشی از تضاد منافع بین مدیران و مالکان، نظیر سوء استفاده از قدرت، کاهش یابد. در ادامه دو متغیر استقلال هیأت مدیره و ساختار مالکیت به عنوان عوامل نظام حاکمیت شرکتی در این تحقیق به اختصار توضیح داده می‌شود. در ایران نیز هرچند از اوایل دهه ۱۳۴۰ بورس اوراق بهادار تأسیس شد و در قانون تجارت و به ویژه در لایحه اصلاحی اسفند ماه ۱۳۴۷ در موارد مرتبط با نحوه تأسیس و اداره شرکت‌ها تا حدودی مطرح شده بود ولی موضوع حاکمیت شرکتی با مفهوم کنونی آن، در چند سال اخیر مطرح شده است. این موضوع در اوایل دهه ۸۰ و در مصاحبه‌های مسئولان وقت سازمان بورس اوراق بهادار و در مرکز

پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی مطرح و بررسی شد و در وزارت امور اقتصاد و دارایی کمیته‌ای به موضوع حاکمیت شرکتی پرداخته بود.

## ۲-۲- ساختار سرمایه

تصمیمات بودجه بندی و تأمین مالی، که در حال حاضر از اصلی ترین حوزه‌های تصمیم گیری مدیران مالی شرکت‌های سهامی عام به شمار می‌روند باید در راستای حداکثر کردن ارزش شرکت برای صاحبان سهام اتخاذ شوند و آنچه که در تصمیمات بودجه بندی سرمایه ای نقش اصلی را ایفاء می‌کند، هزینه سرمایه شرکت است. زیرا از هزینه سرمایه به عنوان نرخ تنزیل جریان‌های نقدی حاصل از پروژه‌های سرمایه گذاری استفاده می‌شود. بنابراین، رد یا قبول پیشنهادات سرمایه گذاری در گرو نرخ تنزیل و یا همان هزینه سرمایه است و این در حالی است که هزینه سرمایه شرکت، تابعی از ساختار سرمایه آن می‌باشد. بنابراین انتظار می‌رود تغییر در ترکیب منابع تأمین مالی (ساختار سرمایه) بر هزینه سرمایه و متعاقباً بر ارزش شرکت تأثیر گذار باشد (باقرزاده، ۱۳۸۲). طبق رویکرد ارزشیابی، ساختار بهینه سرمایه زمانی به وجود خواهد آمد که ارزش شرکت حداکثر شود یا هزینه سرمایه حداقل گردد. دو دیدگاه متضاد در رابطه بین ساختار سرمایه با هزینه سرمایه یا ارزش شرکت وجود دارد. از یک طرف طرفداران نظریه سنتی ادعا می‌کنند که هزینه سرمایه یا ارزش واحد اقتصادی تحت تأثیر تغییرات ساختار سرمایه قرار دارد. و از طرف دیگر مودیلیانی و میلر معتقدند که ارزش شرکت یا هزینه سرمایه مستقل از تصمیمات ساختار سرمایه است این دو دیدگاه متفاوت به روش سود خالص و سود عملیاتی خالص معروفند (صوفیانی، ۱۳۸۴).

## ۳-۲- ارزش شرکت

مفهوم ارزش از دیرباز و از زمانی که بشر به تجارت و جمع آوری سرمایه و ثروت پرداخته وجود داشته است. در تمام زمان‌ها ارزش، شاخص ثابتی بود که در دوره مدرن به وسیله اقتصاددانان و جامعه شناسان به کار رفته است. با توسعه اقتصاد جهانی در پنجاه سال گذشته توجه بیشتری به فرآیند ایجاد ارزش شده است، از دیدگاه کسب و کار دو رویکرد متفاوت به طور شگفت انگیزی توسعه یافت، ارزش برای مشتری و ارزش برای سهامداران (دریابیگی، ۱۳۸۲). با توجه به رشد واحدهای تجاری و تأسیس شرکت‌های سهامی، و اینکه هر یک از سهامداران دارای علایق و انتظارات متفاوتی هستند، هدف نهایی و آنچه که می‌توان بین همه آن‌ها مشترک دانست، حداکثر ساختن ارزش جاری سرمایه‌گذاری انجام شده در شرکت است. این ارزش به واسطه دارایی‌های موجود و کارآیی عملیاتی حاصل می‌گردد، بنابراین

ارزش حقوق صاحبان سهام از دو جزء ارزش مورد انتظار نگهداشت منابع عملیاتی موجود و ارزش ناشی از گسترش عملیات یا فعالیت‌های آتی عملیاتی تشکیل می‌شود. امروزه از دیدگاه بازار سرمایه و سهامداران، آنچه ارزش شرکت را تشکیل می‌دهد رشد پایدار و متممادی ارزش آفرینی است نه سودآوری گذشته و کوتاه مدت. علل تغییر این نگرش ریشه در محرکه‌های نوین ارزش آفرینی، مزیت رقابتی و مدیریت ریسک دارد که به واسطه آن سهامداران عمدتاً در آینده شرکت‌ها و بنگاه‌های اقتصادی سرمایه‌گذاری می‌کنند و از این رو عواملی که بیانگر سودآوری مستمر و رشد پایدار هستند، می‌تواند معیار مناسب ارزش برای آنان باشد. از طرف دیگر براساس تکنیکی به نام تحلیل ارزش برای سهامداران، با استفاده از گردش وجه نقد آتی تصویر روشنی از شرکت را به آن‌ها ارائه می‌نماید (رودنشین، ۱۳۸۴).

#### ۲-۴- پیشینه پژوهش

قنبری (۱۳۸۶) اثر نسبت حضور اعضای غیر موظف، شفافیت اطلاعاتی، وجود حسابرس داخلی و حضور سرمایه‌گذاران نهادی را به عنوان معیارهایی از حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فقط حضور سرمایه‌گذاران نهادی و وجود حسابرس داخلی بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. رئیسی (۱۳۸۷) در تحقیقی به رتبه بندی شرکت‌ها از نظر حاکمیت شرکتی و بررسی اثر آن بر عملکرد شرکت‌ها پرداخته است. نتایج تحقیق حاکی از آن بود که هیچگونه ارتباط معنی داری بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها وجود ندارد. حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) طی مطالعه‌ای بر روی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۳ رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت را مورد آزمون قرار دادند. یافته‌های تحقیق مبین ارتباط مثبت بین سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت می‌باشد. 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. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که ارزش وثیقه‌ای دارایی‌ها مهمترین عامل تعیین کننده ساختار سرمایه شرکت‌ها می‌باشد. بت شکن و خرازی (۱۳۸۸) در تحقیقی تحت عنوان "حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، که بر مبنای معیارهای اصل ۲ حاکمیت شرکتی سازمان توسعه و همکاری‌های اقتصادی انجام گرفت، به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حقوق سهامداران رعایت نشده است. اعتمادی و همکاران (۱۳۸۸) تأثیر بهره‌وری نیروی انسانی بر ارزش بازار شرکت‌های پذیرفته شده در

بورس اوراق بهادار تهران را در بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۴ مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین بهره‌وری نیروی انسانی و ارزش بازار رابطه معناداری وجود دارد. مدرس و فعلی (۱۳۸۸) برای بررسی نقش سهامدار نهادی و درصد مدیران غیر موظف به عنوان نمونه‌هایی از شاخص‌های نظام راهبری شرکتی بر ارزش شرکت، اطلاعات ۴ ساله ۹۷ شرکت را مورد بررسی قرار داد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که وجود سهامدار نهادی و وجود مدیران غیر موظف در هیأت مدیره شرکت‌ها، ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. فخاری و طاهری (۱۳۸۹) به بررسی رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که حضور سرمایه‌گذاران نهادی موجب افزایش نظارت بر عملکرد مدیران شده است. فهیمی (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران در قلمرو زمانی ۱۳۸۶-۱۳۸۲ پرداخته است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل حاکی از این است که بین نسبت حضور اعضای غیر موظف هیأت مدیره و هزینه سرمایه ارتباط معنادار و معکوسی وجود دارد. محبی (۱۳۸۹) برای بررسی تأثیر سازوکارهای نظام راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اطلاعات ۶ ساله ۶۱ شرکت را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار بین درصد مدیران غیر موظف هیأت مدیره و اندازه شرکت با هزینه سرمایه و رابطه مثبت بین یکسان بودن وظیفه مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره با هزینه سرمایه می‌باشد. رسائیان و همکاران (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش بیانگر آن است که بین درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه معکوس و معنی داری وجود دارد، اما بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی و سطح نگهداشت وجه نقد رابطه مستقیم و معنی داری وجود ندارد. اشرفی (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین سازوکارهای نظام راهبری شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۷ پرداخته است. نتایج به دست آمده نشانگر وجود رابطه مثبت و معناداری میان مالکیت نهادی و ساختار سرمایه می‌باشد ولی میان درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره و همچنین تفکیک مدیر عامل از اعضای هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری مشاهده نشده است. دیوید و کامر<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) در تحقیقی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد ۳۰۴ شرکت هندی را مورد مطالعه قرار دادند. نتایج تحقیق نشان داد درصد بیشتر سهامداران خارجی با افزایش ارزش شرکت مرتبط است در حالیکه این ارتباط در مورد سهامدار نهادی معنادار نیست. فاربر<sup>۵</sup> (۲۰۰۵) در پژوهشی با استفاده از یک نمونه متشکل از ۹۳ شرکت، رابطه بین تشخیص تقلبات در گزارشگری مالی و کیفیت مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را

مورد ارزیابی قرار داد. نتایج حاکی از این بود که شرکت‌های متقلب سیستم حاکمیت شرکتی ضعیفتری دارند. سوگورب<sup>۶</sup> (۲۰۰۵) به بررسی چگونگی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌های کوچک بر ساختار سرمایه آنان در اسپانیا پرداخته است. نتایج تحقیق نشان داد که سپرهای مالیاتی و سودآوری این شرکت‌ها با ساختار سرمایه رابطه منفی دارد. هات و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۰۸) حاکمیت شرکتی، شفافیت و عملکرد شرکت‌های کشور مالزی را مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت خارجی با عملکرد رابطه مثبت و معناداری دارد و رابطه منفی و معناداری بین حق الزحمه حسابرسی و عملکرد شرکت وجود دارد. جونگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۸) در تحقیقی به بررسی نقش فاکتورهای خاص هر کشور در تعیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های ۴۲ کشور توسعه یافته و در حال توسعه پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که فاکتورهای خاص هر شرکت نظیر اندازه شرکت، ریسک تجاری، رشد، سودآوری و دارایی‌های مشهود شرکت به طور معناداری با ساختار سرمایه ارتباط دارد. علی شاه و بات (۲۰۰۹) مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را روی هزینه سرمایه شرکت‌های پاکستانی مورد آزمون قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ارتباط منفی بین مالکیت مدیران، اندازه هیأت مدیره و هزینه سرمایه وجود دارد و همچنین ارتباط مثبتی بین استقلال هیأت مدیره و کمیته حسابرسی با هزینه سرمایه وجود دارد. کور نایدی و تورانی راد<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) در مطالعه خود، تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی را بر شیوه تأمین مالی و هزینه سرمایه بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان داد شرکت‌هایی که حقوق سهامداران را رعایت نمی‌کنند، بیشتر از بدهی برای تأمین مالی خود استفاده می‌کنند. منداسی و گاماس<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۰) در تحقیقی تحت عنوان "تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت: شواهدی از ترکیه" به این نتیجه رسیدند که مالکیت در ترکیه بسیار متمرکز می‌باشد و تمرکز مالکیت اثر مثبت و معناداری بر ارزش و سودآوری شرکت دارد. اناب چادری و سامن چادری<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۰) تأثیر ساختار سرمایه روی ارزش شرکت را در بخش اقتصادی بنگلادش مورد بررسی قرار دادند. یافته این تحقیق حاکی از آن است که حداکثر کردن ثروت سهامداران نیازمند ترکیب بهینه بدهی و سرمایه است در حالیکه هزینه سرمایه همبستگی منفی در این تصمیم دارد و باید تا حد امکان حداقل شود. بریک و چیدمیران<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۰) در تحقیقی برای یک پنل گسترده از شرکت‌ها در طول یک دوره ۶ ساله از سال ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۵ به بررسی عوامل تعیین کننده فعالیت نظارتی هیأت مدیره و تأثیر آن بر ارزش شرکت‌ها پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که فعالیت نظارتی هیأت مدیره تأثیر مثبتی بر ارزش بازار شرکت دارد. گارسیا و سنچز<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۱) در تحقیق خود ارتباط بین ارزش شرکت و ساختار مالکیت را بر روی ۵۶ شرکت غیر مالی طی دوره زمانی ۲۰۰۲-۱۹۹۹ در کشور اسپانیا بررسی کردند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین تمرکز مالکیت و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود دارد. آمان و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۱) با بررسی ۶۴ ویژگی حاکمیت شرکتی

در ۲۲ کشور توسعه یافته طی سال‌های ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۷ به این نتیجه رسیدند که یک رابطه مثبت و قوی بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت وجود دارد. با توجه به مباحث مطرح شده، ضرورت تحقیقاتی که بتواند اهمیت سازوکارهای حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت در ایران مورد بررسی قرار دهد به خوبی احساس می‌شود. با توجه به اینکه با مطالعات انجام شده تاکنون هیچگونه تحقیقی مبتنی بر داده‌های شرکت‌های ایرانی براساس رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری برای بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت صورت نگرفته است. در این مطالعه با استفاده از رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری به بررسی این رابطه در محیط اقتصادی ایران پرداخته می‌شود.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری مورد بررسی قرار می‌دهد. بنابراین، این تحقیق از نظر هدف کاربردی، از نظر اجرا توصیفی است و از نظر بررسی رابطه بین متغیر-ها نیز در شاخه همبستگی قرار دارد. همچنین روش تحقیق از نوع تجزیه و تحلیل ماتریس کوواریانس و مدل شاخص‌های چندگانه - علل چندگانه است. مراحل کلی تحقیق به این صورت می‌باشد، که ابتدا بر مبنای ادبیات تحقیق سازه‌ها مشخص گردیدند و تعریف عملیاتی سازه‌های مورد بررسی انجام شد و مدل تحقیق تدوین گردید. ابزارهای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات عبارتند از مشاهده، مصاحبه، پرسشنامه و مراجعه به اسناد و مدارک، که در تحقیق حاضر از مراجعه به اسناد و مدارک استفاده شده است. داده‌های مورد نیاز تحقیق به شیوه‌های مختلف جمع‌آوری شده‌اند. برای جمع‌آوری اطلاعات مربوط به مباحث تئوریک مانند ادبیات موضوع تحقیق از روش کتابخانه‌ای و برای گردآوری داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از منابع و پایگاه‌های اطلاعاتی مختلف به ویژه نرم افزار تدبیر پرداز، ره آورد نوین و پایگاه‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌ها استفاده شده است. تحلیل داده‌ها نیز با استفاده از نرم‌افزارهای SPSS و LISREL انجام شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، این جامعه آماری به این دلیل انتخاب شده است که اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قابل دسترس هستند و همچنین به خاطر مقررات خاص بورس اوراق بهادار، اطلاعات مالی این شرکت‌ها همگن می‌باشند، بنابراین تجزیه و تحلیل داده‌ها بهتر انجام می‌شود.



نمونه آماری در تحقیق حاضر با در نظر گرفتن قلمرو مکانی و زمانی تحقیق به این صورت انتخاب شده اند که جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری نباشند و دارای چهار ویژگی زیر باشند:

- سال مالی شرکت پایان اسفند ماه باشد و شرکت نباید در طول سال های مورد بررسی تغییر سال مالی داده باشد.
- بیش از ۶ ماه وقفه در انجام معاملات شرکت وجود نداشته باشد.
- شرکت در فاصله سال های مورد مطالعه زیان ده نباشد.
- اطلاعات کامل و تفصیلی صورت های مالی سالانه شرکت همراه با قیمت بازار سهم در پایان سال برای دوره ای که شرکت مورد بررسی قرار می گیرد موجود باشد.

با توجه دوره زمانی تحقیق، که یک دوره ۷ ساله انتخاب گردید ( از ابتدای سال ۱۳۸۲ آغاز و به انتهای سال ۱۳۸۸) محقق به روش حذفی شرکت های مورد مطالعه را از بین جامعه آماری، انتخاب نموده است. در نتیجه فرآیند ذکر شده، تعداد ۶۰ شرکت به عنوان شرکت های مورد مطالعه انتخاب شدند.

#### ۴- فرضیه های پژوهش

یک مدل کامل معادله ساختاری شامل ۲ مؤلفه مدل ساختاری و مدل اندازه گیری می باشد. بر اساس این مدل فرضیات را می توان به ۲ بخش تقسیم کرد. فرضیات مبتنی بر مدل ساختاری و فرضیات مبتنی بر مدل اندازه گیری (هومن، ۱۳۸۷).

#### • فرضیات مبتنی بر مدل ساختاری

- فرضیه اول: حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت دارد.
- فرضیه دوم: حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تأثیر دارد.
- فرضیه سوم: حاکمیت شرکتی بر انتخاب ساختار سرمایه تأثیر دارد.
- فرضیه چهارم: ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

#### • فرضیات مبتنی بر مدل اندازه گیری

- فرضیه اول: درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می سنجد.
- فرضیه دوم: درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی مفهوم حاکمیت شرکتی را می سنجد.
- فرضیه سوم: نسبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می سنجد.

- فرضیه چهارم: دوگانگی وظیفه مدیر عامل مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد.
- فرضیه پنجم: اندازه هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد.
- فرضیه ششم: وجود حسابرس داخلی مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد.
- فرضیه هفتم: اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد.
- فرضیه هشتم: شاخص نسبت بدهیهای کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.
- فرضیه نهم: شاخص نسبت بدهیهای بلند مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.
- فرضیه دهم: شاخص نسبت بدهیهای کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.
- فرضیه یازدهم: شاخص نسبت بدهیهای بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.
- فرضیه دوازدهم: نسبت کیوتو بین مفهوم ارزش شرکت را می‌سنجد.

#### ۵- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

در پژوهش حاضر متغیرهای تحقیق عبارتند از:

- درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره<sup>۱۵</sup>
- مالکیت مدیران در این تحقیق به درصد سهامی که مدیران موظف و غیر موظف شرکت در اختیار دارند، اطلاق می‌شود. که اطلاعات مربوط به این متغیر از لیست سهامداران استخراج شده است.
- درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۱۶</sup>
- آن درصد از سهام شرکت که در اختیار بانکها، شرکت‌های بیمه، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و... می‌باشد. داده‌های مورد نیاز جهت محاسبه درصد مالکیت سرمایه‌گذاری نهادی از نرم افزار رهاورد نوین استخراج شده است.
- نسبت مدیران غیر موظف در هیأت مدیره<sup>۱۷</sup>
- این نسبت از حاصل تقسیم تعداد مدیران غیرموظف در هیأت مدیره که شرکت در آن سال داشته، به کل اعضای هیأت مدیره به دست می‌آید. اطلاعات مربوطه از گزارشات هیأت مدیره جمع‌آوری شده است.
- دوگانگی وظیفه مدیر عامل<sup>۱۸</sup>

در این تحقیق یکی بودن یا نبودن رئیس هیأت مدیره و مدیر عامل شرکت از گزارشات هیأت مدیره استخراج، و در شرکت‌هایی که این دو پست سازمانی توسط یک نفر اشغال شده بود مقدار آن یک، و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

#### • اندازه هیأت مدیره<sup>۱۹</sup>

در تحقیق حاضر تمامی اعضای هیأت مدیره در نظر گرفته شده است. که اطلاعات مربوط به آن از سایت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است.

#### • وجود حسابرس داخلی در شرکت<sup>۲۰</sup>

این متغیر مصنوعی میباشد و برای شرکت‌هایی که حسابرس داخلی داشتند مقدار آن را یک و برای بقیه شرکتها مقدار آن را صفر در نظر گرفتیم. و از روی چارت سازمانی به مقدار آن دست یافتیم.

#### • اندازه مؤسسه حسابرسی مستقل

تحقیقات نشان می‌دهد که اگر شرکت توسط یکی از مؤسسات بزرگ، حسابرسی شده باشد کیفیت اطلاعات آن بهتر است (احمدپور و همکاران، ۱۳۸۸). بنابراین در این تحقیق شرکت‌هایی که توسط سازمان حسابرسی حسابرسی شده‌اند با سایر شرکت‌ها مقایسه می‌شوند. این متغیر مصنوعی را از طریق گزارشات حسابرسی شرکت‌ها جمع‌آوری و در شرکت‌هایی که حسابرسی آن‌ها توسط سازمان حسابرسی انجام گرفته بود مقدار آن یک، و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است.

#### • ساختار سرمایه<sup>۲۱</sup>

ساختار سرمایه با استفاده از نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود. نحوه محاسبه این شاخص‌ها به صورت زیر است:

$$ST / MVE = \frac{STL_{it}}{MVE_{it}}$$

که در آن:

$STL_{it}$ : بدهی‌های کوتاه مدت شرکت آدرسال $t$

$MVE_{it}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت آدرسال $t$ .

$$LT / MVE = \frac{LTL_{it}}{MVE_{it}}$$

که در آن:

$LTL_{it}$  : بدهی‌های بلندمدت شرکت آدرسال  $t$  و  
 $MVE_{it}$  : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت آدرسال  $t$ .

و

$$ST / BVE = \frac{STL_{it}}{BVE_{it}}$$

که در آن:

$STL_{it}$  : بدهی‌های کوتاه مدت شرکت آدر سال  $t$  و  
 $BVE_{it}$  : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت آدر سال  $t$ .

که در آن:

$$LT / BVE = \frac{LTL_{it}}{BVE_{it}}$$

$LTL_{it}$  : بدهی‌های بلندمدت شرکت آدر سال  $t$  و  
 $BVE_{it}$  : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت آدر سال  $t$ .

#### • کیوتوبین

برای محاسبه کیوتوبین از فرمول زیر استفاده شده است:

$$QTobin = \frac{MVE + ST + LT}{TA}$$

که در آن:

MVE: ارزش بازار سهام عادی در پایان سال  
 ST: ارزش دفتری پایان سال بدهی‌های با سررسید کمتر از یک سال (کوتاه مدت)  
 LT: ارزش دفتری بدهی‌های بلندمدت در پایان سال  
 TA: ارزش دفتری کل دارایی‌ها در پایان سال

#### ۶- یافته‌های پژوهش

##### ۶-۱- نتایج شاخص‌های برازندگی حاصل از برآورد مدل

از آنجا که هدف از مدلسازی در این پژوهش، تعیین عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت و همینطور تعیین رابطه علت و معلولی بین متغیرهای ساختار سرمایه،

حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت می‌باشد. برای اطمینان از اینکه مدل شاخص‌های چندگانه - علل چندگانه می‌تواند به عنوان یک توصیف احتمالی برای روابط بین متغیرهای آزمون شده تصور شود و پارامترهای برآورد شده با روش حداکثر راستنمایی را می‌توان به گونه‌ای قابل اتکا تفسیر نمود، شاخص‌های برازندگی مدل با استفاده از نرم‌افزار LISREL محاسبه نمود شاخص‌های برازندگی محاسبه شده در جدول ۱ خلاصه شده است.

جدول (۱): شاخص‌های برازش در مدل

مجذور کای تابع برازندگی حداقل	۰/۰۷ (P = ۰/۷۷)
ریشه خطای میانگین مجذورات تقریبی (RMSEA)	۰/۰
شاخص نرم شده برازندگی (NFI)	۰/۹۹
شاخص برازندگی تطبیقی (CFI)	۱/۰۰
ریشه میانگین مجذور باقی مانده ها (RMR)	۰/۰۰۵۲
شاخص خوبی برازندگی (GFI)	۱/۰۰
شاخص خوبی برازندگی تعدیل شده (AGFI)	۰/۹۹۸

تجزیه و تحلیل این برخی از این شاخص‌ها در زیر مطرح شده است:

۱. مهمترین آماره‌ی برازش مجذور کای تابع برازندگی حداقل است. این آماره میزان تفاوت ماتریس مشاهده شده و برآورد شده را اندازه گیری می‌کند. عدم معناداری این آماره برازش مدل را نشان می‌دهد. داده‌های جدول نشان می‌دهد که این میزان ارزش با ۵۱ درجه آزادی معنی دار نمی‌باشد. علاوه بر آن ارزش p نیز گزارش گردیده است. عدم معناداری این شاخص نشان دهنده برازش مدل با داده‌ها است.

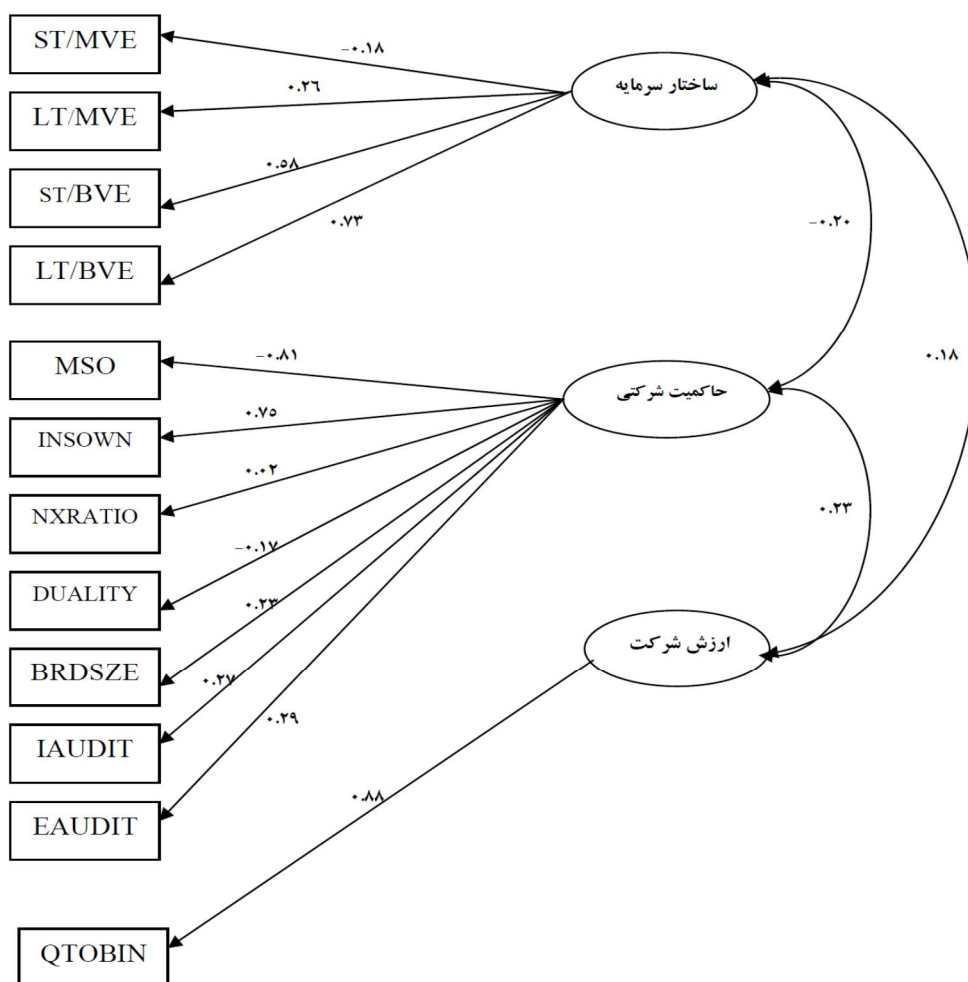
۲. شاخص برازندگی تطبیقی به دست آمده معادل ۱/۰۰ می‌باشد. مقدار به دست آمده بیشتر از مقدار ملاک (۰/۹) است. بنابراین طبق این شاخص می‌توان نتیجه گرفت که مدل دارای برازش مطلوبی است.

۳. شاخص خوبی برازندگی تعدیل شده به دست آمده معادل ۰/۹۹۸ است این مقدار بیشتر از مقدار ملاک (۰/۹) می‌باشد. بنابراین طبق این شاخص هم می‌توان نتیجه گرفت که مدل دارای برازش مطلوبی است.

۴. شاخص نرم شده برازندگی مدل صفر را به عنوان مدلی که در آن همه همبستگی‌ها صفر است تعریف می‌کند (هومن، ۱۳۸۷). مقدار این شاخص در این مدل برابر با ۰/۹۹ است و چون این مقدار بیشتر از ۰/۹ است نشان دهنده برازش خوب و قابل قبول مدل با داده‌ها است.

۵. شاخص ریشه خطای میانگین مجذورات تقریب مبتنی بر پارامتر غیر مرکزی است. از آنجایی که ریشه خطای میانگین مجذورات به دست آمده (۰) از مقدار ملاک ۰/۱ اختلاف زیادی دارد، نشان دهنده برازش خوب و قابل قبول مدل می‌باشد.

با توجه به مقادیر شاخص‌های برازندگی، که همه آن‌ها به نوعی نشان دهنده برازش مطلوب و قابل قبول مدل با داده‌های پژوهشی بود، می‌توان نتیجه گرفت که ارائه مدل زیر در خصوص ارتباط بین متغیرها در این پژوهش مورد تأیید می‌باشد.



شکل (۱): مدل تحلیل مسیر بر حسب ضرایب برآورد شده

## ۲-۶- معادلات پیش بینی متغیرهای ملاک (درونزاد) در مدل معادله ساختاری

هر یک از متغیرهای ملاک یک معادله ساختاری را به وجود می‌آورند که معادلات ساختاری مربوطه در جدول ۲ بیان شده است:

جدول (۲): معادلات پیش بینی متغیرهای ملاک در مدل

متغیر ملاک در مدل	معادله ساختاری	واریانس خطا Errorvar	ضریب رگرسیون چند متغیره R <sup>2</sup>
حاکمیت شرکتی	GAVE = -0/۲۰ ASTR	0/۱۵	0/۸۵
ارزش شرکت	VAL = 0/۰۱۸ STU + 0/۲۳ GAVE	0/۲۱	0/۷۹

حاکمیت شرکتی = GAVE، ساختار سرمایه = STR، ارزش شرکت = VAL

همانطور که از جدول ۲ استنتاج می‌شود در معادله ساختاری اول ۸۵ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیر حاکمیت شرکتی تبیین می‌شود و مقدار ۱۵ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیرهای دیگر در مدل تبیین می‌گردد. پس بنابراین متغیر مذکور ۰/۸۵ تغییرات حاکمیت شرکتی را پیش بینی می‌کند. در معادله ساختاری دوم ۷۹ درصد واریانس ارزش شرکت توسط متغیرهای ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی تبیین می‌شود و مقدار ۲۱ درصد واریانس ارزش شرکت توسط متغیرهای دیگر در مدل تبیین می‌گردد. پس بنابراین ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی ۰/۷۹ تغییرات ارزش شرکت را پیش‌بینی می‌کنند.

## ۳-۶- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این قسمت با استفاده از آزمون معناداری فرضیه‌های پژوهش در دو بخش ساختاری و اندازه‌گیری مورد بررسی قرار می‌گیرند و با طرح مجدد فرضیه‌های مورد نظر با استناد به نتایج تجزیه و تحلیل، هر فرضیه مورد بررسی قرار می‌گیرد.

### ۳-۶-۱- فرضیات مبتنی بر مدل ساختاری

**فرضیه اول:** حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت دارد. برای آزمون نقش میانجی از رگرسیون چند متغیری (چندگانه) استفاده شده است. بدین منظور، اثر غیر مستقیم حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت را با توجه به ضرایب جدول ۲ اینگونه محاسبه شده است.

$$-0/۲۰ \times 0/۲۳ = -0/۰۴$$

از آنجایی که اثر مستقیم ساختار سرمایه بر ارزش شرکت ۱۸٪ و اثر غیر مستقیم آن تقریباً صفر می‌باشد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد. از تجزیه و تحلیل این فرضیه می‌توان گفت قانون تجارت ایران در قسمت مربوط به شرکت‌های تجاری با نیازهای امروز و نیز با عنایت به تحولات موجود در بازار سرمایه دچار کمبودهایی به ویژه در زمینه حقوق سهامداران و نیز در نحوه اداره و کنترل شرکت‌ها می‌باشد. همچنین این قانون از یکسری مشکلات ساختاری در مدیریت نیز رنج می‌برد.

**فرضیه دوم:** حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت تاثیر دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۳ در خصوص رابطه مستقیم اثر دو متغیر نهفته حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت مقدار ضریب مسیر ( $\gamma = 0/23$ ,  $p < 0/05$ ) بوده و ارزش  $t$  آن ۴/۲۵ بیان می‌کند که دو متغیر نهفته حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه دوم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه دوم ساختاری

اثرات مستقیم متغیرها	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار T	سطح معناداری
اثر حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت	۰/۲۳	۰/۰۷	۴/۲۵ **	$p < 0/05$

در توجیه این یافته می‌توان گفت که شرکت‌های ایرانی که به نحو مناسبتری حاکمیت شرکتی را به کار می‌گیرند بیشتر مورد توجه سرمایه‌گذاران بوده و در ضمن دارای ارزش بیشتری نیز می‌باشند. در واقع شرکت‌های دارای سطوح بالاتر استانداردهای حاکمیت شرکتی توانسته‌اند به نحو مناسبتری ارزش شرکت (ثروت سهامداران) را افزایش دهند. به دلیل اینکه نظام حاکمیت شرکتی مدیران را تشویق می‌کند که به جای پرداختن به اهداف شخصی خود به دنبال حداکثر کردن ارزش و منافع شرکت باشند.

**فرضیه سوم:** حاکمیت شرکتی بر انتخاب ساختار سرمایه تأثیر دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۴ در خصوص رابطه ی مستقیم اثر دو متغیر نهفته حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه مقدار ضریب مسیر ( $\gamma = -0/208$ ,  $p < 0/05$ ) بوده و ارزش  $t$  آن -۵/۲۱ بیان می‌کند که دو متغیر نهفته حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه رابطه معنادار وجود دارد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.



جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه سوم ساختاری

اثرات مستقیم متغیرها	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار T	سطح معناداری
اثر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه	-۰/۲۰۸	۰/۰۷	-۵/۲۱ **	$p < ۰/۰۵$

در توجیه این یافته می‌توان به این مطلب اشاره کرد که با توجه به این که یکی از مهمترین تصمیماتی که در یک سازمان اتخاذ می‌گردد، نحوه تأمین مالی از محل انتشار سهام یا دریافت وام (ایجاد بدهی) می‌باشد، که این موضوع تعیین کننده ترکیب سرمایه شرکت بوده و هرکدام از این دو راهکار که انتخاب شود تأثیرات متفاوتی بر شرکت می‌گذارد. بنابراین، متغیرهای نظام حاکمیت شرکتی همچون اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و تفکیک وظایف مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره می‌تواند تأثیر مستقیمی بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه داشته باشد.

**فرضیه چهارم:** ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر دارد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۵ در خصوص رابطه ی مستقیم اثر دو متغیر نهفته ساختار سرمایه بر ارزش شرکت مقدار ضریب مسیر ( $\gamma = ۰/۱۸$ ,  $p < ۰/۰۵$ ) بوده و ارزش t آن  $۳/۰۴$  بیان می‌کند که دو متغیر نهفته ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معنادار وجود دارد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه چهارم پژوهش تأیید می‌شود.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه چهارم ساختاری

اثرات مستقیم متغیرها	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار T	سطح معناداری
اثر ساختار سرمایه بر ارزش شرکت	۰/۱۸	۰/۰۸	۳/۰۴ **	$p < ۰/۰۵$

در توجیه این یافته می‌توان به این مطلب اشاره کرد که وجود ارتباط بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت به این دلیل است که ساختار سرمایه، ترکیب منابع وجوه بلندمدت مورد استفاده شرکت است و با توجه به هدف مدیر مالی که افزایش ثروت سهامداران است، هدف از تعیین ترکیب منابع مالی حداکثر کردن ثروت سهامداران می‌باشد. از نظر مدیر مالی، تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت اهمیت بسیار زیادی دارد، زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و ارزش کل شرکت تأثیر گذاشت. هزینه سرمایه حداقل نرخ بازدهی است که شرکت باید به دست آورد تا بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران و تأمین کنندگان سرمایه شرکت برآورده گردد و ارزش شرکت تغییر نکند.

## ۶-۳-۲- فرضیات مبتنی بر مدل اندازه‌گیری

در این بخش به تعداد متغیرهای مشاهده شده معادله اندازه‌گیری ارائه می‌شود. هر معادله به ترتیب شامل ضریب مسیر بین متغیر مشاهده شده و متغیر مکنون، خطای اندازه‌گیری متغیر مشاهده شده، همراه آزمون معناداری آن بر پایه مشخصه  $t$  و نیز مقدار  $R^2$  یعنی ضریب تعیین یا نسبت واریانس تبیین شده به وسیله متغیر مکنون است.

**فرضیه اول:** درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۶ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (MSO) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $\gamma = -0/81$ ,  $p < 0/05$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $-16/66$  بیان می‌کند که درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه اول پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه اول در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار T	سطح معناداری
درصد مالکیت اعضای هیات مدیره MSO	-0/81	0/48	-16/66 **	$p < 0/05$

همانطور که نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد حدود ۶۶ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر درصد مالکیت اعضای هیات مدیره (MSO) تبیین می‌شود.

جدول (۷): نتایج ضریب تعیین در فرضیه اول مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجدور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
درصد مالکیت اعضای هیات مدیره MSO	0/66	0/33

**فرضیه دوم:** درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۸ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (INSOWN) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $\gamma = 0/75$ ,  $p < 0/01$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $15/37$  بیان

می‌کند که در صد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۹ درصد اطمینان فرضیه دوم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۸): نتایج آزمون فرضیه دوم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی INSOWN	۰/۷۵	۰/۰۴	۱۵/۳۷ ***	$p < ۰/۰۱$

همانطور که نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد حدود ۵۷ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی (INSOWN) تبیین می‌شود.

جدول (۹): نتایج ضریب تعیین در فرضیه دوم مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی INSOWN	۰/۵۷	۰/۴۲

فرضیه سوم: نسبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. براساس اطلاعات مندرج در جدول ۱۰ درخصوص ضریب مسیر بین متغیر (NXRATIO) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $p > ۰/۰۵$ ،  $۰/۰۲۲$ ) بوده و ارزش t آن  $۰/۴۶$  بیان می‌کند که نسبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را به صورت ضعیفی می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه سوم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید نمی‌شود.

جدول (۱۰): نتایج آزمون فرضیه سوم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
نسبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره NXRATIO	۰/۰۲۲	۰/۰۴۸	۰/۴۶	$p > ۰/۰۵$

همانطور که نتایج جدول ۱۱ نشان می‌دهد تنها حدود یک درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر نسبت حضور اعضای غیر موظف در هیأت مدیره (NXRATIO) تبیین می‌شود.

جدول (۱۱): نتایج ضریب تعیین در فرضیه سوم مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
نسبت حضوراعضای غیر موظف در هیأت مدیره NXRATIO	۰/۰۱	۰/۹۹

فرضیه چهارم: دوگانگی وظیفه مدیر عامل مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۱۲ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (DUALITY) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $p < ۰/۰۵$ ,  $-۰/۱۷$ ) بوده و ارزش t آن  $-۳/۶۳$  بیان می‌کند که دوگانگی وظیفه مدیر عامل مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه چهارم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۱۲): نتایج آزمون فرضیه چهارم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
دوگانگی وظیفه مدیرعامل DUALITY	-۰/۱۷	۰/۰۴۸	*-۳/۶۳	$p < ۰/۰۵$

همانطور که نتایج جدول ۱۳ نشان می‌دهد تنها حدود ۳/۱۰ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر دوگانگی وظیفه مدیرعامل (DUALITY) تبیین می‌شود.

جدول (۱۳): نتایج ضریب تعیین در فرضیه چهارم مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
دوگانگی وظیفه مدیرعامل DUALITY	۰/۰۳۱	۰/۹۶

فرضیه پنجم: اندازه هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. براساس اطلاعات مندرج در جدول ۱۴ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (BRDSZE) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $p < ۰/۰۵$ ,  $۰/۲۳۶$ ) بوده و ارزش t آن  $۴/۸۴$  بیان می‌کند که اندازه هیأت مدیره مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه پنجم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۱۴): نتایج آزمون فرضیه پنجم در مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
اندازه هیأت مدیره BRDSZE	۰/۲۳۶	۰/۰۴۸	***۴/۸۴	p<۰/۰۵

همانطور که نتایج جدول ۱۵ نشان می‌دهد تنها حدود ۵/۶۰ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر اندازه هیأت مدیره (BRDSZE) تبیین می‌شود.

جدول (۱۵): نتایج ضریب تعیین در فرضیه پنجم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
اندازه هیأت مدیره BRDSZE	۰/۰۵۶	۰/۹۳

فرضیه ششم: وجود حسابرس داخلی مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد.  
براساس اطلاعات مندرج در جدول ۱۶ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (IAUDIT) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر (p<۰/۰۵، ۰/۲۷۶) بوده و ارزش t آن ۵/۶۵ بیان می‌کند که وجود حسابرس داخلی مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه ششم پژوهش در مدل اندازه گیری تأیید می‌شود.

جدول (۱۶): نتایج آزمون فرضیه ششم در مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
وجود حسابرس داخلی IAUDIT	۰/۲۷۶	۰/۰۴۸	***۵/۶۵	p<۰/۰۵

همانطور که نتایج جدول ۱۷ نشان می‌دهد تنها حدود ۷/۷۰ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر وجود حسابرس داخلی (IAUDIT) تبیین می‌شود.

جدول (۱۷): نتایج ضریب تعیین در فرضیه ششم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
وجود حسابرس داخلی IAUDIT	۰/۰۷۷	۰/۹۱

**فرضیه هفتم:** اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۱۸ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (EAUDI) و متغیر مکنون حاکمیت شرکتی (GAVE) مقدار ضریب مسیر ( $p < 0/05$ ,  $0/29$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $5/95$  بیان می‌کند که اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) مفهوم حاکمیت شرکتی را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه هفتم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۱۸): نتایج آزمون فرضیه هفتم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار $t$	سطح معناداری
اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) EAUDIT	۰/۲۹	۰/۰۴۸	۵/۹۵**	$p < 0/05$

همانطور که نتایج جدول ۱۹ نشان می‌دهد تنها حدود ۸/۵۰ درصد واریانس حاکمیت شرکتی توسط متغیر اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) (EAUDIT) تبیین می‌شود.

جدول (۱۹): نتایج آزمون فرضیه هفتم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
اندازه مؤسسه حسابرسی (حسابرس مستقل) EAUDIT	۰/۰۸۵	۰/۹۰

**فرضیه هشتم:** شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۲۰ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (ST/MVE) و متغیر مکنون ساختار سرمایه (STR) مقدار ضریب مسیر ( $p < 0/05$ ,  $-0/18$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $-3/71$  بیان می‌کند که شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد. بنابراین با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه هشتم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۲۰): نتایج ضریب تعیین در فرضیه هشتم مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار $t$	سطح معناداری
شاخص نسبت بدهی کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ST/MVE	-۰/۱۸	۰/۰۴۸	-۳/۷۱**	$p < 0/05$

همانطور که نتایج جدول ۲۱ نشان می‌دهد تنها حدود ۳/۳۰ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیر شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (ST/MVE) تبیین می‌شود.

جدول (۲۱): نتایج ضریب تعیین در فرضیه هشتم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
شاخص نسبت بدهی کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام ST/MVE	۰/۰۳۳	۰/۹۴

**فرضیه نهم:** شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.

براساس اطلاعات مندرج در جدول ۲۲ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (LT/MVE) و متغیر مکنون ساختار سرمایه (STR) مقدار ضریب مسیر ( $p < ۰/۰۵$ )،  $۰/۲۶۴$  بوده و ارزش  $t$  آن  $۵/۴۰$  بیان می‌کند که شاخص نسبت بدهی‌های بلند مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد. بنابراین ۹۵ درصد اطمینان فرضیه نهم پژوهش در مدل اندازه گیری تأیید می‌شود.

جدول (۲۲): نتایج آزمون فرضیه نهم در مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مقدار بر آورد	خطای استاندارد	مقدار $t$	سطح معناداری
شاخص نسبت بدهی بلند مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام LT/MVE	۰/۲۶۴	۰/۰۴۸	$۵/۴۰$	$p < ۰/۰۵$

همانطور که نتایج جدول ۲۳ نشان می‌دهد تنها حدود ۷ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیر شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (LT/MVE) تبیین می‌شود.

جدول (۲۳): نتایج ضریب تعیین در فرضیه نهم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
شاخص نسبت بدهی بلند مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام LT/MVE	۰/۰۷۰	۰/۹۱

**فرضیه دهم:** شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۲۴ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (ST/BE) و متغیر مکنون ساختار سرمایه (STR) مقدار ضریب مسیر ( $p < 0/01$ ,  $0/58$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $12/001$  بیان می‌کند که شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد. بنابراین با ۹۹ درصد اطمینان فرضیه دهم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.

جدول (۲۴): نتایج آزمون فرضیه دهم در مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار $t$	سطح معناداری
شاخص نسبت بدهی کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ST/BE	۰/۵۸	۰/۰۴۸	*۱۲/۰۰۱	$p < 0/01$

همانطور که نتایج جدول ۲۵ نشان می‌دهد حدود ۳۴ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیر شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (ST/BE) تبیین می‌شود.

جدول (۲۵): نتایج ضریب تعیین در فرضیه دهم مدل اندازه‌گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره $R^2$	واریانس خطا $errorvar$
شاخص نسبت بدهی کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ST/BE	۰/۳۴	۰/۶۷

**فرضیه یازدهم:** شاخص نسبت بدهی‌های بلند مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام، مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۲۶ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (LT/BE) و متغیر مکنون ساختار سرمایه (STR) مقدار ضریب مسیر ( $p < 0/01$ ,  $0/73$ ) بوده و ارزش  $t$  آن  $35/76$  بیان می‌کند که شاخص نسبت بدهی‌های بلند مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مفهوم ساختار سرمایه را می‌سنجد. بنابراین با ۹۹ درصد اطمینان فرضیه یازدهم پژوهش در مدل اندازه‌گیری تأیید می‌شود.



جدول (۲۶): نتایج آزمون فرضیه یازدهم در مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
شاخص نسبت بدهی بلند مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام LT/BVE	۰/۷۳	۰/۰۴۸	***۳۵/۷۶	p<۰/۰۱

همانطور که نتایج جدول ۲۷ نشان می‌دهد حدود ۵۳/۲۹ درصد واریانس ساختار سرمایه توسط متغیر شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (LT/BE) تبیین می‌شود.

جدول (۲۷): نتایج ضریب تعیین در فرضیه یازدهم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
شاخص نسبت بدهی بلند مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام LT/BVE	۰/۵۳۲۹	۰/۴۶

فرضیه دوازدهم: نسبت کیوتوبین مفهوم ارزش شرکت را می‌سنجد.

بر اساس اطلاعات مندرج در جدول ۲۸ در خصوص ضریب مسیر بین متغیر (QTOBIN) و متغیر مکنون ارزش شرکت (VAL) مقدار ضریب مسیر (p<۰/۰۱، ۰/۸۸۴) بوده و ارزش t آن ۱۸/۱۱ بیان می‌کند که نسبت کیوتوبین مفهوم ارزش شرکت را می‌سنجد. بنابراین با ۹۹ درصد اطمینان فرضیه دوازدهم پژوهش در مدل اندازه گیری تأیید می‌شود.

جدول (۲۸): نتایج آزمون فرضیه دوازدهم در مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مقدار برآورد	خطای استاندارد	مقدار t	سطح معناداری
نسبت کیوتوبین	۰/۸۸۴	۰/۰۴۸	***۱۸/۱۱	p<۰/۰۱

همانطور که نتایج جدول ۲۹ نشان می‌دهد حدود ۷۷/۶۰ درصد واریانس ارزش شرکت توسط متغیر نسبت کیوتوبین (QTOBIN) تبیین می‌شود.

جدول (۲۹): نتایج ضریب تعیین در فرضیه دوازدهم مدل اندازه گیری

عنوان متغیر	مجذور همبستگی چند متغیره R2	واریانس خطا errorvar
نسبت کیوتوبین	۰/۷۷۶	۰/۲۲

در توجیه یافته‌های این بخش می‌توان به این مطلب اشاره کرد که بر مبنای نتایج حاصله در این تحقیق، نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مقایسه با نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شاخص قویتری برای ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتیجه دیگر حاکی از این است که درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره در مقایسه با سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شاخص قویتری برای این نظام محسوب می‌شود. ترتیب اهمیت نسبی سایر عوامل حاکمیت شرکتی عبارت است از: درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی، وجود حسابرس مستقل، وجود حسابرس داخلی، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل و نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره.

#### ۴-۶- اهمیت نسبی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی

با مقایسه بارهای عاملی کاملاً استاندارد شده هر یک از عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی، اهمیت نسبی هر یک از آن‌ها در تعیین ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی مشخص شده است. جدول ۳۰ بارهای عاملی کاملاً استاندارد شده را نشان می‌دهد.

جدول (۳۰): نتایج بارهای عاملی کاملاً استاندارد شده

بار عاملی	علائم اختصاری	عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی
۰,۵۴	ST/MVE	نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
۰,۹۵	LT/MVE	نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام
۰,۹۹	ST/BVE	نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۱	LT/BVE	نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
۰,۸۲	MSO	درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره
۰,۷۵	INSOWN	درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی
۰,۰۱	NXRATIO	نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره
۰,۱۷	DUALITY	دوگانگی وظیفه مدیرعامل
۰,۲۱	BRDSZE	اندازه هیأت مدیره
۰,۲۶	IAUDIT	وجود حسابرس داخلی
۰,۲۷	EAUDIT	وجود حسابرس مستقل

بارهای عاملی کاملاً استاندارد شده نشان می‌دهد که از میان عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام با مقدار بار عاملی ۱ نسبت به بقیه شاخص‌ها از اهمیت بیشتری برخوردار است. همچنین از میان عوامل تعیین کننده حاکمیت شرکتی شاخص درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره با مقدار بار عاملی ۰/۸۲ نسبت به بقیه شاخص‌ها از اهمیت بیشتری برخوردار است.

## ۷- نتیجه گیری و بحث

تشکیل شرکت‌های سهامی عام در صورتیکه توأم با شناخت و آگاهی باشد می‌تواند پس اندازهای مردم را به سمت شرکت‌ها و بازار سرمایه هدایت نماید و بر عمق بازار سرمایه بیفزاید. در این راستا صیانت از حقوق و منافع صاحبان سرمایه امری ضروری است (سجادی، ۱۳۸۸). نظام مطلوب حاکمیت شرکتی موجب این اطمینان خاطر می‌شود که بنگاه‌ها از سرمایه خود به نحو مؤثر استفاده کنند و همچنین منافع دامنه گسترده‌ای از ذینفعان و جامعه‌ای که در آن فعالیت دارند را در نظر می‌گیرند و به شرکت و سهامداران پاسخگو هستند (کلین<sup>۲۲</sup>، ۲۰۰۲). حاکمیت شرکتی مکانیزمی برای مدیریت، هدایت و نظارت بر فعالیت‌های شرکت با هدف خلق ارزش برای سهامداران است. این بدان معناست که شرکت‌ها لزوماً ارزش‌های معینی را مثلاً به دلیل اینکه آن‌ها از لحاظ معنوی مطلوب هستند، دنبال نمی‌کنند، بلکه دنبال کردن برخی ارزش‌های معین به دلیل ساختار حاکمیت شرکتی آنهاست. به عبارت دیگر، ارزش‌های شرکت‌ها زمانی ایجاد می‌شوند که آن‌ها ارزش‌های ذینفعان برجسته و کلیدی خود را درونی می‌کنند. ذینفعان می‌توانند به طور مستقیم از طریق معاملات بازار و قراردادهای شرکت تأثیرگذارند بدون این که ارزش‌های خود را بر شرکت تحمیل کنند، اما هزینه‌های معاملاتی و مشکلات اطلاعاتی محدودیتی را برای استفاده از سازوکار قراردادی ایجاد می‌کنند (یگانه و عالی زاده، ۱۳۸۹). در این تحقیق به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش شامل درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیرعامل، اندازه هیأت مدیره، وجود حسابرس داخلی، وجود حسابرس مستقل، ارزش شرکت، ساختار سرمایه نیز شامل شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، شاخص نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و شاخص نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. قلمرو زمانی تحقیق طی سالهای

۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ (دوره ۷ساله) بوده و تعداد ۶۰ شرکت به عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفتند. همچنین برای آزمون فرضیات تحقیق از رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری استفاده شده است. بر مبنای نتایج تحقیق، نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در مقایسه با نسبت بدهی‌های بلندمدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و نسبت بدهی‌های کوتاه مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شاخص قویتری برای ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتیجه دیگر این تحقیق حاکی از این است که درصد مالکیت اعضای هیأت مدیره در مقایسه با سایر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی شاخص قویتری برای این نظام محسوب می‌شود. همچنین متغیرهای نظام حاکمیت شرکتی همچون اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و تفکیک وظایف مدیرعامل از اعضای هیأت مدیره می‌تواند تأثیر مستقیمی بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه دارد و شرکت‌های دارای سطوح بالاتر استانداردهای حاکمیت شرکتی توانسته‌اند به نحو مناسبتری ارزش شرکت (ثروت سهامداران) را افزایش دهند. با توجه به نتایج پژوهش که حاکی از تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت‌ها و همچنین ساختار سرمایه آن‌ها بود به سازمان بورس اوراق بهادار، به عنوان یک نهاد ناظر و سیاست‌گذار پیشنهاد می‌شود که تدوین آیین‌نامه‌های لازم در این زمینه را در دستور کار خود قرار داده و شرکت‌ها را ملزم به رعایت آن نماید.

با توجه به نتایج پژوهش برای اطمینان بیشتر به موضوع پژوهش می‌توان پیشنهادهایی را برای پژوهش‌های آتی مطرح کرد. همچنین، پس از انجام این پژوهش‌پرسش‌های متعددی درباره موضوع حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه و ارزش شرکت به ذهن متبادر می‌شود. این پرسش‌ها می‌تواند به شکل پرسش و یا فرضیه زمینه پژوهش‌های آینده قرار گیرد که برخی از آن‌ها به شرح زیر است:

- با اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و پذیرش شرکت‌های بیشتر در بورس اوراق بهادار تهران، این امکان فراهم می‌آید که تعداد شرکت‌های بیشتری را به عنوان نمونه تحقیق گزینش کرد.
- دوره زمانی انجام تحقیق افزایش یابد و در سال‌های آینده این تحقیق در بازه زمانی طولانی تری انجام شود.
- ارتباط سایر ویژگی‌های هیأت مدیره مانند: سن، تحصیلات، داشتن تخصص در زمینه کاری، تعداد جلسات هیأت مدیره و... بر ساختار سرمایه مورد بررسی قرا گیرد.
- بر اساس نوع صنعت روابط بین مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه و ارزش شرکت مورد آزمون قرا گیرد.

- از دیگر مدل‌های معادلات ساختاری و همچنین از مدل‌های غیرخطی همانند شبکه‌های عصبی برای بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت استفاده شود.

### فهرست منابع

- \* احمد پور، ا و ملکیان، ا و کردتبار، ح (۱۳۸۸). بررسی تأثیر مدیران غیر موظف و سرمایه گذاران نهادی در مدیریت سود، فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال اول، شماره سوم، صص ۸۷-۶۸.
- \* اشرفی، م (۱۳۸۹). بررسی ارتباط سازوکارهای نظام راهبری شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه.
- \* اعتمادی، ح و گنجی، ح و مهرابی کوشکی، ع (۱۳۸۸). بهره‌وری منابع انسانی و رابطه آن با ارزش بازار شرکت، نشریه مدیریت بازرگانی، شماره سوم، دوره اول، صص ۳۸-۲۳.
- \* باقرزاده، س (۱۳۸۲). تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مالیدانشگاه تهران، سال پنجم، شماره ۱۶، صص ۴۷-۲۳.
- \* بت شکن، م و رهبری خرازی، م (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی: میزان رعایت حقوق سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بصیرت، سال شانزدهم، شماره چهل و دو، صص ۱۳۳-۱۵۳.
- \* حساس یگانه، ی و عالی زاده، ع (۱۳۸۹). ارزش شرکت و حاکمیت شرکتی، ماهنامه حسابداری، شماره ۲۲۰، صص ۷۹-۷۰.
- \* حساس یگانه، ی و مرادی، م و اسکندر، ه (۱۳۸۷). بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره پانزدهم، شماره پنجاه و دو، صص ۱۲۲-۱۰۷.
- \* حساس یگانه، ی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران، ماهنامه حسابرس، شماره سی و دو، صص ۳۹-۳۲.
- \* دریابیگی، س (۱۳۸۲). مقایسه ارزش افزوده اقتصادی با سود حسابداری در تعیین ارزش بازر در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.

- \* رسائیان، ا و رحیمی، ف و حنجری، س (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم‌های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۴۴-۱۲۵.
- \* رود نشین، ح (۱۳۸۴). بررسی و تبیین رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری و ارزش شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره).
- \* رئیسی، ز (۱۳۸۷). رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
- \* سجادی، ع (۱۳۸۸). نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی، فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴، صص ۲۷۶-۲۵۷.
- \* صوفیانی، ا (۱۳۸۴). بررسی ارتباط ساختار سرمایه و ارزش افزوده اقتصادی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- \* فخاری، ح و طاهری، ع (۱۳۸۹). بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره چهارم، صص ۱۷۲-۱۵۹.
- \* فهیمی، س (۱۳۸۹). بررسی تأثیر مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه یزد.
- \* قنبری، ف (۱۳۸۶). بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
- \* محبی، ا (۱۳۸۹). ارتباط بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و اندازه شرکت بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- \* محسنی دمنه، ق (۱۳۷۷). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و بازدهی سهام در بازار سرمایه ایران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق (ع).
- \* مدرس، ا و فعلی، م (۱۳۸۷). رابطه نظام راهبری شرکتی با ارزش شرکت، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۲۳، ص ۸۹.
- \* هومن، ح (۱۳۸۷). مدل یابی معادلات ساختاری با کاربرد نرم افزار لیزرل، سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت)، چاپ دوم.
- \* 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.

- \* Ali Shah, S, Z. Butt, S, A.(2009). "The Impact of Corporate Governance on the Cost of Equity: Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies", the Lahore Journal of Economics 14: 1 (summer 2009) : pp. 139-171.
- \* Ammann, M., Oesch, D., & Schmid, M.M.(2011). "Corporate governance and firm value: International evidence." Journal of Empirical Finance 18, 36–55.
- \* Brick, I.E., & Chidambaram, N. k.(2010)." Board meetings, committee structure, and firm value." Journal of Corporate Finance .16, 533–553.
- \* Chowdhury, A., & Chowdhury, S.P.(2010)." Impact of capital structure on firm's value: Evidence from Bangladesh." Peer-reviewed and open access journal, 3,111-122.
- \* Dwivedi, N., & Kumar, A.(2005)." Corporate Governance and Performance Of Indian Firms: The Effect of Board Size and Ownership. Employee Responsibilities and Rights." Journal, 17 (3) , 161-172.
- \* Farber, D. B.(2005)." Restoring trust after fraud: Does corporate governance matter?" The Accounting Review, 88 (2) , 534-561.
- \* Garcí'a, E., Sa'nchez, J, P.(2011). "Firm value and ownership structure in the Spanish capital market", CORPORATE GOVERNANCE, 11 (1) , 41-53.
- \* Haat, M. H. C., Rahman, R. A., & Mahenthiran, S.(2008). "Corporate governance, transparency and performance of Malaysian Companies."Managerial Auditing Journal, 23 (8) .744-778.
- \* Jong, A.D., Kabir, R., & Nguyen, T.T.(2008). "Capital structure around the world: The roles of firm – and country – specific determinants."Journal of Banking & Finance, 32, 1954-1969.
- \* Klein, A.(2002)." Audit committee, board of director characteristics and earnings management." Journal of accounting and economics , 33, 375-400.
- \* Koerniadi, H., & Tourani-Rad, A.(2009). "Corporate governance, financing pattern and cost of capital: Evidence from New Zealand companies." Paper presented at the 14th New Zealand Finance Colloquium.
- \* Mandaci, P., Gumus.G.(2010). " Ownership Concentration. Managerial ownership and firm performance:" Evidence form trkey.Dol:102478/v10033-010-0005-4.
- \* Sogorb, F.(2005). "How SME uniqueness affects capital structure: evidence a 1994 - 1998 Spanish data panel. Small business economics". 25 (5) , 447-457

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> Accountability

<sup>2</sup> Corporate Governance

<sup>3</sup> John & Senbet

<sup>4</sup> Dwivedi & Kumar

<sup>5</sup> Farber

<sup>7</sup> Sogorb

<sup>7</sup>Haat et al.

- <sup>8</sup>Jong et al.  
<sup>9</sup> Koerniadi & Tourani-Rad  
<sup>10</sup> M&aci & Gumus  
<sup>11</sup> Anup Chowdhury, Suman Chowdhury  
<sup>12</sup> Brick & Chidambaram  
<sup>13</sup> Garcia & Sanchez  
<sup>14</sup> Ammann et al.  
<sup>15</sup> Managerial Share Ownership(MSO)  
<sup>17</sup> Institutional Investor Ownership(INSOWN)  
<sup>17</sup> Non-Executive Directors Ratio(NXRATIO)  
<sup>14</sup> Chief Executive Officer Duality(DUALITY)  
<sup>۲۰</sup> Board Size (BRDSZE)  
<sup>۲۰</sup> Insider Auditor(IAUDIT)  
<sup>۲۱</sup> Capital Structure  
<sup>۲۲</sup> Klein