

نقش ساختار سرمایه در ارتباط با حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها

حمید رزمی^۱، کبری جودی گنجی^۲

^۱ دکتر حسابداری، دانشگاه قاضی آنکارا، ترکیه.

^۲ کارشناس ارشد حسابداری. موسسه آموزش عالی اسوه معاصر، ایران.

نام نویسنده مسئول:

کبری جودی گنجی

چکیده

هدف کلی پژوهش حاضر بررسی نقش ساختار سرمایه در ارتباط با حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می باشد. برای بررسی همبستگی بین متغیرهای تحقیق ضریب همبستگی پیرسون مورد استفاده قرار گرفت و در نهایت برای آزمون فرضیه های تحقیق از رگرسیون بهره گیری شده است. نتایج آزمون فرضیه ها نشان می دهد بین اندازه هیئت مدیره و اهرم مالی رابطه معنی دار و مثبت و بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی رابطه معنی دار و منفی وجود دارد. همچنین متغیر اهرم مالی با عملکرد مالی رابطه مثبت و معنی دار و متغیر اهرم مالی بر رابطه اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر معنی دار و مثبت معنی دار دارند. و نهایتاً متغیر اهرم مالی بر رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر منفی و معنی دار دارد. از سویی میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده بیانگر اینست که تقریباً ۶۰ درصد از تغییرات متغیر اهرم مالی توسط متغیر اندازه هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است. و تقریباً ۳۰ درصد از تغییرات عملکرد مالی نیز توسط استقلال هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی.

مقدمه

بی شک یکی از مهمترین تحولات جهان در قرن هجدهم میلادی، انقلاب صنعتی، ظهور شرکت های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت بود. تا قبل از آن فعالیت های تجاری و اقتصادی در قالب مالکیت های فردی انجام می شد و جدایی مالکیت و مدیریت مطرح نبود. در نتیجه این تحولات، شرکت های سهامی محل تجمع منافع ذینفعان بسیاری در شرکتها، شامل سهامداران، مدیران، اعتبار دهندگان، کارکنان و سایر ذینفعان شد و در پی آن بازار مالی سازمان یافته ای در اکثر کشورها به وجود آمد. از آنجا که امکان حضور همه سهامداران و ذینفعان در شرکتها وجود ندارد لذا مدیران به نمایندگی از طرف آنها اداره امور شرکتها را به دست گرفتند و مسئول پاسخگویی به ذینفعان در مقابل منابع در دستشان شدند. سهامداران و ذینفعان خواهان حداکثر شدن منافع شرکت و لزوماً با منافع مدیران که کسب حداکثر پاداش است هم سو و هم جهت نمی باشد اینجاست که تضاد منافع پدید می آید. سازمان جدید سرمایه، زمینه وظایف حسابداری را گسترده تر کرد و تهیه و ارائه گزارش هایی لازم شد که بتواند سهامداران را از چگونگی اداره سرمایه هایشان، ارزیابی عملکرد و سنجش کارایی مدیران و گردانندگان موسسه و بلاخره آینده سرمایه گذاری هایشان مطلع کند. سرمایه گذاران با توجه به اطلاعات منتشر شده به وسیله مدیران نسبت به امورات سرمایه گذاری هایشان تصمیم گیری می کنند همچنین لازمه تصمیم گیری درست، اطلاعات قابل اتکا می باشد به طوری که هرچه اطلاعات قابل اتکا تر باشد تصمیمات بهتری اتخاذ می گردد.

از طرفی تضاد منافع که منجر به مشکل مشهوری به نام مشکل نمایندگی^۱ شده است یکی از موانع اصلی انتشار اطلاعات قابل اتکا می باشد. یکی از مهمترین راهکارهایی که برای حل مشکلات فوق در سالهای اخیر مورد توجه قانون گذاران، ذینفعان، دولت، محققان و سایرین شده است حاکمیت شرکتی می باشد (اسماعیل زاده مقری و همکاران، ۱۳۸۹، ۸۰).

همچنین در گذشته، اقتصاددانان تصور می کردند که تمامی ذینفعان و مالکین و سرمایه گذاران مربوط به یک شرکت سهامی مثل مدیران و سهامداران برای رسیدن به یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما از سال ۱۹۶۱ موارد بسیاری از تضاد منافع بین این ذینفعان و مالکین و سرمایه گذاران مشاهده شد و به دنبال آن شرکت ها در پی حل این تضاد منافع بر آمدند. یکی از راههای برخورد با تضاد منافع موجود بین سهامداران و مدیران استفاده از سیستم های ارزیابی عملکرد است (مهدوی و گوینده، ۱۳۸۸، ۶۱).

با نگاهی گذرا به مبانی نظری پژوهش، شرکت هایی که از نظام راهبری بالقوه ای برخوردارند، اهمیت کارایی سرمایه گذاری در آنها بیشتر احساس می شود. بنابراین، نظام راهبری شرکتی می تواند نقشی در بهبود کارایی سرمایه گذاری ایفا کند. انتظار می رود نظام راهبری شرکتی بتواند یکی از عوامل تأثیرگذار بر کارایی سرمایه گذاری شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد. از این رو در این پژوهش به بررسی نقش ساختار سرمایه در ارتباط با حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می شود.

۱- مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مالکیت شرکتی از طریق مالکیت سهام، تاثیر چشم گیری بر روش کنترل شرکتها داشت. بدین ترتیب، مالکان اداره شرکت را به مدیران تفویض کردند و بازارهای بورس اوراق بهادار شکل گرفت. یکی از ابزارهای تخصیص بهینه منابع، بازارهای اوراق بهادار می باشد. لذا هر مشکلی که در بازار مذکور به وجود آید، تنها مسأله اقتصادی نیست بلکه به مسأله ای اجتماعی مبدل می شود که در آن منافع عمومی جامعه به خطر خواهد افتاد برای حل و فصل مشکلات مذکور، یکی از مفاهیم با اهمیت مطرح شده در دو دهه اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی است (تاری وردی و حبیبی، ۱۳۹۵، ۸۷).

یکی از روشهای حل مشکل قراردادهای بین شرکت و صاحب نفع ها این است که از طریق مالکیت، رابطه بین شرکت و صاحب نفع ها به هم نزدیک شود. به عبارت دیگر، صاحب نفع ها در مالکیت شرکت سهیم شوند. با مشارکت صاحب نفع ها در شرکت، آنها اهمیت بیشتری برای روابط و قراردادهایی که با شرکت دارند، قایل خواهند بود. لذا، در اثر منفی که برای این صاحب نفع ها حاصل می شود، اثر مثبت بر عملکرد شرکت قابل انتظار است (قائم و شهریاری، ۱۳۸۸، ۱۱۵).

صیدی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت پرداختند. نتایج مدل اول پژوهش حاکی از عدم وجود رابطه معنادار بین متغیرهای استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی با کارایی سرمایه گذاری و وجود تاثیر منفی و معنی دار ساختار سرمایه بر رابطه بین استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی با کارایی سرمایه گذاری است. همچنین نتایج مدل دوم پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت و معنادار بین استقلال هیئت مدیره و مالکیت نهادی با عملکرد شرکت است و وجود تاثیر منفی و معنادار ساختار سرمایه بر رابطه بین مالکیت نهادی و استقلال هیئت مدیره با عملکرد شرکت است.

^۱ . Agency problem

انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری پرداختند و یافته های پژوهش حاکی از آن است که ساختار سرمایه بر پاداش هیئت مدیره تأثیر معنادار و مثبت دارد. علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می دهد که بین پاداش هیئت مدیره و کارایی سرمایه گذاری رابطه معناداری وجود دارد.

اماوید و همکاران^۲ (۲۰۱۷) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت از ۴۹۳ شرکت غیرمالی در تایلند در طول سالهای ۲۰۰۱-۲۰۱۴ بررسی کردند. در این نمونه کامل درک شد که حاکمیت شرکتی ارتباطی با اهرم مالی و عملکرد شرکت ندارد. اهرم مالی تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. هنگامی که شرکتها به شرکتهای کوچک و بزرگ تقسیم شده، تاثیر حاکمیت شرکتی مشاهده می شود. اثر منفی اندازه کمیته حسابرسی و اعتبار حسابرسی بر عملکرد شرکت فقط برای شرکتهای بزرگ مشهود است. بعلاوه، اهرم مالی اثر اندازه کمیته حسابرسی بر عملکرد شرکت را برای شرکتهای بزرگ نشان می دهد.

سان و همکاران^۳ (۲۰۱۵) طی سال های ۲۰۱۲-۱۹۹۸ به بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر تصمیم نسبت به اهرم مالی شرکت و تامین مالی خارجی پرداختند. در این پژوهش از دو معیار ساختار مالکیت، سهم مالکیت مدیران و مالکیت نهادی استفاده گردید. نتایج پژوهش آنها بیانگر این بود که شرکت هایی با مالکیت متمرکز با افزایش احتمال انتشار سهام نسبت به اوراق قرضه، اثری که طی دوره های رونق بازار بیشتر اتفاق می افتد، نسبت اهرمشان کاهش می یابد.

لذا با توجه به اینکه تاکنون در بررسی اسناد ملی ایران در سایت های معتبر از جمله ایران داک و غیره پژوهشی در خصوص بورس اوراق بهادار بررسی نقش ساختار سرمایه در ارتباط با حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکتها مشاهده نگردیده است. لذا این پژوهش می تواند در تعیین عوامل موثر در عملکرد آتی شرکتها مفید باشد.

۲- فرضیات تحقیق

فرضیه ۱: حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۱-۱: بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۱-۲: استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۱-۳: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۲: حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۲-۱: بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۲-۲: استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۲-۳: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۳: ساختار سرمایه (اهرم مالی) با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.
فرضیه ۴: ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه ۴-۱: ساختار سرمایه بر رابطه اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
فرضیه ۴-۲: ساختار سرمایه بر رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
فرضیه ۴-۳: ساختار سرمایه بر رابطه دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

۳- روش تحقیق

این پژوهش از لحاظ طبقه بندی پژوهش بر مبنای هدف از نوع کاربردی است. پژوهش کاربردی پژوهشی است که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فنون را برای حل مسایل اجرایی و واقعی به کار می گیرد. پژوهش حاضر از لحاظ طبقه بندی برحسب روش، از نوع توصیفی است. از میان انواع پژوهش های توصیفی، از نوع همبستگی بوده چرا که در آن ارتباط بین حاکمیت شرکتی، ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت مورد مطالعه قرار می گیرد. بنابراین از روش رگرسیون برای آزمون فرضیه ها استفاده شد. همچنین جهت اطمینان از قابل اتکاء بودن نتایج، از آزمون های پیش فرض استفاده از مدل رگرسیون استفاده گردید.

2. Umawadee et al.

3. Sun et al.

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ است. روش نمونه گیری از نوع حذفی و به صورت حذفی سیستماتیک خواهد بود. شرکت های انتخابی به عنوان نمونه باید حائز شرایط زیر باشند:

۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشد.
۲. به دلیل ماهیت خاص فعالیت شرکت های هلدینگ، بیمه، لیزینگ، بانک ها، موسسات مالی و سرمایه گذاری و تفاوت قابل ملاحظه آنها با شرکت های تولیدی و بازرگانی، شرکت انتخابی جز شرکت های یاد شده نباشد.
۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداشته باشد.
۴. اطلاعات مالی شرکت ها در دسترس باشد.

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۷۵ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آن ها به عنوان نمونه انتخاب شده اند.

در این پژوهش به منظور تحلیل داده ها و استخراج نتایج پژوهش، از نرم افزارهای Excel، Eviews استفاده می گردد. ابتدا داده های خام بر روی نرم افزار صفحه گسترده اکسل آماده و سپس جهت تحلیل نهایی وارد نرم افزار Eviews شده است. برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیرهای تحقیق از آزمون جاک-برا حاکمی و برای آزمون فرضیه های تحقیق از آزمون همبستگی و رگرسیون بهره گیری می شود.

۴- متغیرهای تحقیق، تعاریف عملیاتی و نحوه سنجش آنها

❖ متغیرهای مستقل

حاکمیت شرکتی: بردار متغیرهای حاکمیت شرکتی (CG) یک شرکت (اندازه هیئت مدیره، نسبت مدیران غیرموظف، دوگانگی مسئولیت مدیر عامل) می باشد.

اندازه هیئت مدیره: تعداد مدیرانی که عضو هیئت مدیره هستند.

نسبت (درصد) مدیران غیرموظف (BRDIND): از تقسیم تعداد اعضای غیر موظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره به دست می آید.

دوگانگی مسئولیت مدیرعامل (CEO): یک متغیر مجازی صفر و یک است. در صورتی که مدیر عامل، رئیس یا نائب رئیس هیئت مدیره باشد، مقدار صفر و در غیر این صورت مقدار یک را اختیار می کند.

❖ متغیر تعدیل کننده

ساختار سرمایه (LEV): برای سنجش ساختار سرمایه از اهرم مالی استفاده می کنیم که برای محاسبه آن از نسبت بدهی کل به دارایی کل استفاده می کنیم.

❖ متغیر وابسته

عملکرد مالی (ROE): نسبت درآمدها قبل از سود و مالیات بر مجموع حقوق صاحبان سهام می باشد.

❖ متغیرهای کنترلی

اندازه (SIZE): منظور از اندازه شرکت، لگاریتم طبیعی درآمد شرکت می باشد.

سن شرکت (AGE): منظور از سن شرکت، تفاوت سال t و سال تاسیس شرکت می باشد.

فرصت های رشد (MBV): منظور از فرصت های رشد، (ارزش دفتری کل بدهی ها + ارزش بازار حقوق صاحبان سهام) تقسیم بر ارزش دفتری مجموع دارایی ها می باشد.

بازده دارایی ها (ROA): بازده دارایی ها، از نسبت سود خالص بر کل دارایی ها بدست می آید.

نسبت دارایی های ثابت (PPE): این نسبت از تقسیم درآمد خالص فروش بر دارایی های ثابت به دست می آید.

برای آزمون فرضیه هایی که تاثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه (اهرم مالی) را پیش بینی می کند از معادله زیر استفاده شد.

$$LEV_t = b_0 + b_1CG + b_2CNL + e_{it} \quad \text{رابطه (۱)}$$

برای آزمون فرضیه هایی که تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد مالی شرکت را پیش بینی می کند از معادله زیر استفاده شد.

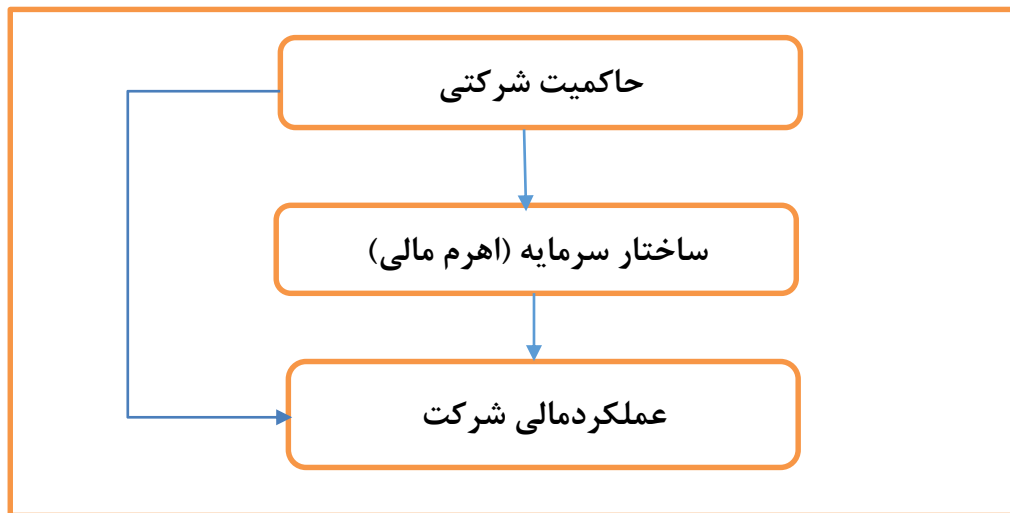
$$ROE_t = b_0 + b_1CG + b_2CNL + e_{it} \quad \text{رابطه (۲)}$$

از ROE برای اندازه گیری عملکرد مالی شرکت استفاده می شود. متغیرهای دیگر همان هستند که در رابطه قبلی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه هایی که تاثیر ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر عملکرد مالی شرکت را پیش بینی می کند از معادله زیر استفاده شد.

$$ROE_t = b_0 + b_1LEV + b_2CNL + e_{it} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در اینجا $ROE_{i,t}$ نسبت درآمدها قبل از سود و مالیات بر دارایی برای شرکت i در زمان t است. متغیرهای دیگر در رابطه قبلی تعریف شده است. برای آزمون فرضیه هایی که تاثیر تعدیل کننده ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی را پیش بینی می کنند، از معادله زیر استفاده خواهد شد.

$$ROE = b_0 + b_1CG + b_2LEV + b_3CG*LEV + b_4CNL + e_{it} \quad \text{رابطه (۴)}$$



شکل (۱): مدل مفهومی تحقیق.

۵- بحث و نتیجه گیری

۵-۱- آمار توصیفی متغیرها

پس از جمع آوری داده ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه شده است. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخصهای مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص های پراکندگی همچون انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی را نشان می دهند.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
عمر شرکت	AGE	۱۶,۹۹۷	۱۶,۰۰	۴۹,۰۰	۲,۰۰۰	۸,۵۹۴	۱,۳۴۷	۴,۸۴۳
اندازه هیئت مدیره	BIRD	۱,۶۱۴	۱,۶۱۰	۱,۹۵۰	۱,۶۱۰	۰,۰۴۰	۸,۱۸۶	۶۸,۰۱۴
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	۰,۶۸۰	۰,۶۰	۱,۰۰۰	۰,۲۰	۰,۱۹۳	-۰,۳۵۳	۲,۷۲۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۴,۱۰۱	۱۳,۸۶۶	۱۹,۱۴۹	۹,۲۶۲	۱,۵۹۷	۰,۸۰۲	۴,۰۳۱
اهرم مالی	LEV	۰,۶۱۰	۰,۶۱۳	۱,۹۸۸	۰,۰۶۳	۰,۲۳۰	۰,۸۲۸	۶,۶۰۶
عمر شرکت	AGE	۱۶,۹۹۷	۱۶,۰۰	۴۹,۰۰	۲,۰۰۰	۸,۵۹۴	۱,۳۴۷	۴,۸۴۳
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰,۱۰۸	۰,۰۸۷	۲,۲۸۴	-۱,۰۳۸	۰,۱۸۳	۳,۲۲۹	۴۰,۲۸
عملکرد مالی	ROE	۰,۲۴۴	۰,۲۴۲	۲,۷۱۲	-۲,۸۸۰	۰,۴۰۲	-۱,۰۰۲	۱۶,۵۰۶
فرصت رشد	MTB	۱,۵۵۹	۱,۳۴۳	۵,۷۲۸	۰,۰۹۵	۰,۷۳۷	۱,۷۷۲	۷,۱۱۶
نسبت دارایی ثابت	PPE	۰,۲۶۶	۰,۲۱۰	۰,۹۹۹	۰,۰۰۰۸	۰,۲۰۷	۰,۹۷۹	۳,۳۳۷

۵-۲- ضریب همبستگی بین متغیرها

جدول (۲) ماتریس ضرایب همبستگی متغیرهای کمی پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۲): ماتریس ضرایب همبستگی متغیرهای پژوهش

متغیر	PPE	MTB	SIZE	ROE	ROA	LEV	BRDIND	BIRD	CEO	AGE
	R									
نسبت دارایی ثابت PPE	۱									
	Prob									
فرصت رشد MTB	۰,۰۱۱	۱								
	۰,۷۱۱	Prob								
اندازه شرکت SIZE	-۰,۱۵۸	-۰,۱۳۹	۱							
	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob							
نرخ بازده حقوق صاحبان ROE	-۰,۱۰۱	-۰,۳۰۸	۰,۱۰۶	۱						
	۰,۰۰۱	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob					
نرخ بازده دارایی ها ROA	-۰,۰۲۸	۰,۲۹۳	۰,۰۷۸	۰,۷۵۴	۱					
	۰,۳۵۶	۰,۰۰۰	۰,۰۱۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob				
اهرم مالی LEV	-۰,۱۲۶	-۰,۲۱۹	۰,۱۳۴	-۰,۱۳۲	-۰,۵۳۳	۱				
	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob			
استقلال هیئت مدیره BRDIND	۰,۰۶۳	۰,۱۸۸	-۰,۰۵۴	۰,۰۱۰	۰,۱۷۳	-۰,۲۴۶	۱			
	۰,۰۳۸	۰,۰۰۰	۰,۰۷۹	۰,۷۳۶	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob		
اندازه هیئت مدیره BIRD	۰,۰۵۹	۰,۰۰۹	۰,۰۹۲	-۰,۰۱۰	-۰,۰۳۲	۰,۰۱۴	۰,۱۴۶	۱		
	۰,۰۵۵	۰,۷۶۸	۰,۰۰۲	۰,۷۳۵	۰,۲۸۸	۰,۶۳۲	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	Prob	
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل CEO	۰,۰۲۵	-۰,۰۱۲	-۰,۰۴۹	-۰,۰۱۲	-۰,۰۰۳	۰,۰۲۴	۰,۰۸۰	-۰,۰۰۸	۱	
	۰,۴۰۱	۰,۶۹۲	۰,۱۱۱	۰,۶۸۰	۰,۹۰۰	۰,۴۳۱	۰,۰۰۸	۰,۷۹۳	۰,۰۰۰	Prob
عمر شرکت AGE	۰,۰۲۱	۰,۰۱۰	-۰,۰۱۷	-۰,۰۸۳	-۰,۱۷۱	۰,۱۳۴	-۰,۱۵۹	-۰,۰۲۹	۰,۰۵۷	۱
	۰,۴۹۲	۰,۷۳۰	۰,۵۷۳	۰,۰۰۶	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۴۶	۰,۰۶۲	۰,۰۰۰

همانطوری که در جدول بالا مشاهده می شود ضریب همبستگی بین متغیر مستقل اهرم مالی با متغیر وابسته پژوهش برابر با -۰,۱۳۲ بوده و نیز Prob محاسبه شده برای آن ها نیز کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ می باشد. به عبارتی بین اهرم مالی و عملکرد مالی همبستگی معنادار و منفی وجود دارد.

۵-۳- آزمون مانایی متغیرها

در این پژوهش به منظور تشخیص مانایی متغیرها از آزمون لیون، لین و چاو و و ایم، پسران و شین استفاده می کنیم. نتایج آزمون پایایی داده ها به صورت خلاصه در جدول (۳) گزارش شده است.

جدول (۳): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	علامت	مقدار آماره لیون، لین و چاو	احتمال آماره لیون، لین و چاو
عمر شرکت	AGE	-۵,۳۴۰	۰,۰۰۰
اندازه هیئت مدیره	BIRD	-۲,۹۱۶	۰,۰۰۰
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	-۸,۹۱۳	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲۵,۷۴۷	۰,۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۱۸,۴۱۸	۰,۰۰۰

نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۴۰,۸۳۷	۰,۰۰۰
عملکرد مالی	ROE	-۴۰,۸۴۷	۰,۰۰۰
فرصت رشد	MTB	-۱۵,۵۸۴	۰,۰۰۰
نسبت دارایی ثابت	PPE	-۳۲,۶۶۱	۰,۰۲۱
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	CEO	-۱۱,۸۷۶	۰,۰۰۰

همانطور که از نتایج آزمون لیون، لین و چاو در جدول (۳) مشخص است تمامی داده ها در سطح معناداری ۵ درصد پایا هستند.

۴-۵- نتایج آزمون فرضیه ها

❖ فرضیه اول پژوهش: بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۱-۱: بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۱-۲: استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۱-۳: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	C	۱,۴۷۴	۴,۶۶۳	۰,۰۰۰	----
اندازه هیئت مدیره	BIRD	۰,۲۱۴	۲,۴۴۰	۰,۰۱۴	۱,۰۲۵
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	-۰,۰۲۱	-۱,۰۶۲	۰,۲۸۸	۱,۰۵۹
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	CEO	۰,۰۱۵	۱,۴۰۲	۰,۱۶۱	۱,۰۱۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰,۰۹۶	-۳,۸۷۸	۰,۰۰۰	۱,۰۵۹
نرخ بازده دارایی ها	ROA	-۰,۲۴۵	-۲,۴۶۵	۰,۰۱۳	۱,۰۷۰
فرصت رشد	MTB	۰,۰۰۸	۰,۵۲۰	۰,۶۰۲	۱,۰۸۱
دارایی ثابت	PPE	-۰,۰۲۷	-۰,۵۷۰	۰,۵۶۸	۱,۰۲۹
عمر شرکت	AGE	۰,۱۰۳	۳,۰۳۳	۰,۰۰۲	۱,۰۲۸
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۹,۳۷۳	۰,۰۰۰	۰,۶۶	۰,۵۹	۲,۱۳۷

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۴) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره، F برابر ۹,۳۷۳ است. Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر اندازه هیئت مدیره برابر ۰,۲۱۴ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد. که نشان می دهد بین اندازه هیئت مدیره و اهرم مالی رابطه معنی دار و مثبت وجود دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲,۱۳۷ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب

۵۹٪ و ۶۶٪ هستند که نشان می دهد تقریباً ۶۰ درصد از تغییرات متغیر اهم مالی توسط متغیر اندازه هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

❖ فرضیه دوم پژوهش: فرضیه دوم بیان می کند بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۱-۲: بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۲-۲: استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

فرضیه ۳-۲: بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	C	-۰,۱۰۷	-۰,۱۴۷	۰,۸۸۳	----
اندازه هیئت مدیره	BIRD	-۰,۳۰۰	۰,۸۴۴	۰,۳۹۸	۱,۰۲۵
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	-۰,۲۱۸	-۲,۱۵۲	۰,۰۳۱	۱,۰۵۹
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	CEO	-۰,۰۱۷	-۰,۵۳۹	۰,۵۸۹	۱,۰۱۰
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۱۸	۰,۴۸۱	۰,۶۳۰	۱,۰۵۹
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۰,۳۵۰	۴,۱۰۴	۰,۰۰۰	۱,۰۷۰
فرصت رشد	MTB	۰,۰۴۶	۲,۲۶۲	۰,۰۲۳	۱,۰۸۱
دارایی ثابت	PPE	-۰,۱۰۲	-۱,۳۹۱	۰,۱۶۴	۱,۰۲۹
عمر شرکت	AGE	-۰,۰۱۸	-۲,۱۷۱	۰,۰۳۰	۱,۰۲۸
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R^2)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R^2 -squared	دوربین واتسون (D-W)
	۲,۶۰۰	۰,۰۰۰	۰,۳۵	۰,۲۱	۲,۱۳۹

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۵) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره F برابر ۲,۶۰۰ است. Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر استقلال هیئت مدیره برابر ۰,۲۱۸- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد. که نشان می دهد بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی رابطه معنی دار و منفی دارد. میزان ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده به ترتیب ۲۱٪ و ۳۵٪ هستند که نشان می دهد تقریباً ۳۰ درصد از تغییرات عملکرد مالی توسط استقلال هیئت مدیره و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

❖ فرضیه سوم پژوهش: فرضیه سوم تحقیق به این صورت است که ساختار سرمایه (اهرم مالی) با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.

جدول (۶): نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	C	-۰,۴۲۶	-۳,۹۱۲	۰,۰۰۰	----

اهرم مالی	LEV	۰,۲۵۶	۹,۹۴۵	۰,۰۰۰	۱,۲۰۸
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۴۵	۴,۹۲۹	۰,۰۰۰	۱,۰۵۲
نرخ بازده دارایی ها	ROA	۱,۲۲۴	۲۹,۶۳۲	۰,۰۰۰	۱,۲۰۸
فرصت رشد	MTB	۰,۰۱۲	۲,۹۲۰	۰,۰۰۳	۱,۰۷۸
دارایی ثابت	PPE	-۰,۰۳۹	-۲,۸۲۹	۰,۰۰۴	۱,۰۲۹
عمر شرکت	AGE	-۰,۰۱۶	-۸,۵۷۱	۰,۰۰۰	۱,۰۲۲
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۵۷,۳۵۴	۰,۰۰۰	۰,۹۲	۰,۹۰	۲,۰۷۳

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۶) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره F برابر ۵۷,۳۵۴ است. Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر اهرم مالی برابر ۰,۲۵۶ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد. و لذا فرضیه سوم تایید می شود یعنی متغیر اهرم مالی و عملکرد مالی رابطه معنی دار و مثبت دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲,۰۷۳ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

❖ فرضیه چهارم پژوهش: فرضیه چهارم تحقیق به این صورت است که ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه ۱-۴: ساختار سرمایه بر رابطه اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه ۲-۴: ساختار سرمایه بر رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

فرضیه ۳-۴: ساختار سرمایه بر رابطه دوگانگی مسئولیت مدیر عامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول (۷): نتایج آزمون فرضیه چهارم.

نام متغیر	نماد متغیرها	ضریب (β)	آماره (t)	معناداری (Prob)	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدا	c	۰,۱۴۴	۰,۴۰۱	۰,۶۸۷	----
اهرم مالی	LEV	-۰,۸۹۰	-۱,۴۹۰	۰,۱۳۶	۱,۲۰۸
اندازه هیئت مدیره	BIRD	-۰,۵۳۰	-۲,۴۸۳	۰,۰۱۲	۱,۰۵۲
استقلال هیئت مدیره	BRDIND	۰,۳۷۴	۴,۸۹۸	۰,۰۰۰	۱,۲۰۸
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل	CEO	۰,۰۲۴	۱,۲۳۰	۰,۲۱۸	۱,۰۷۸
اهرم مالی*اندازه هیئت مدیره	BIRD*LEV	۱,۰۱۰	۲,۷۰۴	۰,۰۰۷	۱,۰۲۹
اهرم مالی*استقلال هیئت مدیره	BRDIND*LEV	-۰,۶۷۹	-۵,۴۸۳	۰,۰۰۰	۱,۱۵۲
دوگانگی مسئولیت مدیرعامل*اهرم مالی	CEO*LEV	-۰,۰۳۷	-۱,۰۵۴	۰,۲۹۲	۱,۹۹۳
اندازه شرکت	SIZE	۰,۰۴۸	۴,۵۳۳	۰,۰۰۰	۱,۰۷۰

نرخ بازده دارایی ها	ROA	۱,۱۶۲	۲۷,۲۳۳	۰,۰۰۰	۱,۲۱۶
فرصت رشد	MTB	۰,۰۰۹	۰,۲۴۶	۰,۰۴۴	۱,۰۹۴
دارایی ثابت	PPE	-۰,۰۵۴	-۳,۳۴۴	۰,۰۰۰	۱,۰۳۶
عمر شرکت	AGE	-۰,۰۱۶	-۷,۵۸۵	۰,۰۰۰	۱,۰۳۲
سایر اطلاعات	آماره F	معناداری (Prob)	ضریب تعیین (R-squared)	ضریب تعیین تعدیل شده Adjusted R-squared	دوربین واتسون (D-W)
	۵۱,۶۷۵	۰,۰۰۰	۰,۹۱	۰,۸۹	۲,۰۶۷

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول (۷) ارائه شده است نشان می دهد که مقدار آماره، F برابر ۵۱,۶۷۵ است. Prob محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می باشد. معناداری آماره F نشان دهنده معناداری کل مدل است. ضریب متغیر اهرم مالی* اندازه هیئت مدیره برابر ۰,۰۱۰ و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد. و لذا فرضیه تایید می شود یعنی متغیر اهرم مالی بر رابطه اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر معنی دار و مثبت معنی دار دارد. ضریب متغیر اهرم مالی* استقلال هیئت مدیره برابر ۰,۶۷۹- و با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰,۰۰۰، که کمتر از پنج درصد است، معنی دار می باشد. و لذا فرضیه تایید می شود یعنی متغیر اهرم مالی بر رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی تاثیر معنی دار و منفی معنی دار دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲,۰۶۷ که در بازه ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد و بیانگر عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. با توجه به اینکه مقادیر آماره VIF برای همه متغیرها کمتر از ۱۰ می باشد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که بین متغیرهای مستقل تحقیق همخطی وجود ندارد.

جدول (۸) خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها را نشان می دهد.

جدول (۸): خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها.

شماره فرضیه	شرح	نتیجه آزمون فرضیه
۱-۱	بین اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تایید شد
۲-۱	استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تأیید نشد
۳-۱	بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تأیید نشد
۱-۲	بین اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تأیید نشد
۲-۲	استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تایید شد
۳-۲	بین دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تایید نشد
۳	ساختار سرمایه (اهرم مالی) با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد.	تایید شد
۱-۴	ساختار سرمایه بر رابطه اندازه هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.	تایید شد
۲-۴	ساختار سرمایه بر رابطه استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.	تأیید شد
۳-۴	ساختار سرمایه بر رابطه دوگانگی مسئولیت مدیرعامل و عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.	تأیید نشد

نتیجه گیری کلی

با توجه به اینکه در تحقیق حاضر سه فرضیه اصلی مورد تایید قرار گرفته اند و یکی از فرضیه های اصلی تایید نشده است. لذا در این قسمت از پژوهش به بررسی نتایج هر یک از فرضیه ها پرداخته می شود.

❖ فرضیه اول

حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه (اهرم مالی) در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. هدف اصلی حسابداری، ارائه اطلاعات سودمند برای تصمیم گیری استفاده کنندگان است. استفاده کنندگان می توانند بر اساس این اطلاعات، وضعیت فعلی بنگاه های اقتصادی را تفسیر کرده و وضعیت آتی آن را پیش بینی کنند و نسبت به اتخاذ تصمیم های مناسب اقدام نمایند. یکی از مشکلات سرمایه گذاران، کارایی ضعیف بازارهای سرمایه و عدم اطمینان از کسب بازده مورد انتظار است. همواره در این موقعیت، گروهی از افراد به دلیل دسترسی به اطلاعات بیشتر نسبت به دیگران بازده غیرعادی بیشتری کسب می کنند.

همواره ترکیب ساختار بهینه سرمایه شرکت ها یکی از چالش های تصمیم گیری مدیران مالی بوده است. چنانچه در این ترکیب میزان بدهی ها نامناسب باشد، ریسک درماندگی شرکت افزایش می یابد. اگر میزان حقوق صاحبان سهام نامتعادل باشد، موجب افزایش هزینه سرمایه می شود. از سوی دیگر، یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم گیری در بورس، بازده سهام است که خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش بینی ها از آن استفاده می کنند. امروزه اگر شرکت ها بخواهند از مزایای جهانی شدن سرمایه بهره مند شوند و قابلیت آن را داشته باشند که سهام خود را در بورس های معتبر دنیا عرضه کرده و از این طریق سرمایه های کم هزینه و بلندمدتی را جذب کنند، عواملی از جمله برنامه منظم و مدونی تحت نظام حاکمیت شرکتی ضرورت دارد. تصمیمات تأمین مالی، یکی از تصمیمات استراتژیک در اداره شرکت هاست. که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد. با توسعه شرکت های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت مدیره شرکتها، این سؤال به صورت جدی تر مطرح می شود: مدیرانی که در واقع مالک شرکت نیستند، چگونه می توانند پیگیر منافع سهامداران (مالکان مؤسسه) باشند؟ با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیئت مدیره، توجه به نظام حاکمیت شرکتی به صورت چشمگیری افزایش یافته است. نظام حاکمیت شرکتی در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل است. در این ساختار نه تنها منافع سهامداران تضمین می شود، بلکه شرکت در مقابل اشخاصی نظیر طلبکاران، بانک ها، مصرف کنندگان و در نهایت جامعه نیز پاسخگو است. از سوی دیگر، تصمیم گیر ی درباره ساختار سرمایه به معنای نحوه تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیمات مدیران مالی بر ارزش و بازده شرکت تأثیرگذار است. هر مدیری به عنوان نماینده صاحبان سهام، باید تلاش کند ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم نماید که هزینه سرمایه شرکت به حداقل برسد و در نتیجه، ارزش شرکت و بازده سهامداران حداکثر شده و انتظار سهامداران برآورده شود. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش های چانگ و همکاران (۲۰۱۶)، سان و همکاران (۲۰۱۵)، پایو (۲۰۱۵)، گیل و شاه (۲۰۱۲)، محمد ال موتاری (۲۰۰۹)، عربی و ربیعی (۱۳۹۵)، انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴)، احمدپور و منتظری (۱۳۹۰)، احمدپور و همکاران (۱۳۹۰)، اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹)، مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) مشابه می باشد.

❖ فرضیه دوم

حاکمیت شرکتی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. حاکمیت شرکتی، یکی از جنبه های نو ظهور علم حسابداری است که در آینده ای نزدیک، بر شرکتها ارزش و عملکرد شرکت ها تأثیر می گذارد. پذیرش اصول اولیه حاکمیت شرکتی، نقش آنها را در اقتصاد و حسابداری را به تصویر خواهد کشید و تحلیل پرسش های اقتصاد کلان را با کمک سیستم های اطلاعات حسابداری تسهیل خواهد کرد و بدین ترتیب، اقتصاد را به مسیری مناسب رشد و ترقی هدایت نموده و زمینه بهبود عملکرد و ارزش آفرینی را برای واحدهای تجاری فراهم می آورد. حاکمیت شرکتی و افشای آن، هنوز هم با مشکلاتی از جمله، عدم پشتیبانی از اطلاعات، کمبود کارکنان متخصر و فقدان مدلهای تناسبی حسابداری بین المللی روبروست. در نهایت، هر چند سیستم های اطلاعات حسابداری مبتنی بر حاکمیت شرکتی به وجود آمده اند، اما به دلیل دشواری ذاتی تعریف پولی مزایای محیطی و منابع طبیعی، پیشرفت قابل ملاحظه ای در رشد سیستم های اطلاعاتی آن حاصل نشده است. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش های اماوید و همکاران (۲۰۱۷)، چانگ و همکاران (۲۰۱۶)، فولادی و شوکور (۲۰۱۲)، لانور و المزروقی (۲۰۱۱)، وینسنت و همکاران (۲۰۱۰)، محمد ال موتاری (۲۰۰۹)، چنگ (۲۰۰۸)، صیدی و همکاران (۱۳۹۵)، وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹) مشابه می باشد.

❖ فرضیه سوم

ساختار سرمایه (اهرم مالی) با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه دارد. انتخاب ساختار سرمایه که ترکیبی از بدهی و سهام است، به عنوان یکی از تصمیمات استراتژیک در اداره شرکتها محسوب می شود؛ زیرا استفاده بیش از حد حقوق صاحبان سهام باعث افزایش بازدهی مورد انتظار سهام داران شده و هزینه تامین مالی شرکتها را افزایش می دهند. از

طرفی استفاده بیش از حد بدهی های کوتاه مدت یا بلند مدت می تواند باعث افزایش ریسک مالی شرکت و کاهش قدرت انعطاف پذیری مالی آن گردد. شرایط اقتصاد کلان به عنوان عامل برون سازمانی می تواند ساختار سرمایه و در نتیجه عملکرد شرکتها را تحت تاثیر قرار دهد. سنجش عملکرد در فرایند تصمیم گیری با توجه به اهمیت نقش بازار سرمایه از مهمترین موضوعات حوزه اقتصاد مالی است. لذا کارکرد معیارهای مالی به منظور ارزیابی عملکرد شرکت ها ضروری است. در دهه های اخیر، اهمیت و تاثیرگذاری تصمیم گیری های مالی بر فرصت های رشد به عنوان معیاری برای عملکرد شرکت و در نهایت ارزش شرکت، به یکی از موضوع های اصلی در پژوهش های دانشگاهی تبدیل شده است. از طرفی تامین مالی از طریق بدهی، یکی از عوامل مهم در تصمیم های سرمایه گذاری در سطح خرد و کلان است، که در بازار سرمایه ایران نیز به دلیل محدودیت بازار سرمایه، بسیار از بدهی استفاده می شود. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش های سان و همکاران (۲۰۱۵)، پایو (۲۰۱۵)، فوسو و گویال (۲۰۱۴)، گیل و شاه (۲۰۱۲)، صیدی و همکاران (۱۳۹۵)، عربی و ربیعی (۱۳۹۵)، انواری رستمی و همکاران (۱۳۹۴)، اعتمادی و همکاران (۱۳۸۹)، مرادزاده فرد و همکاران (۱۳۸۸) مشابه می باشد.

❖ فرضیه چهارم

ساختار سرمایه (اهرم مالی) بر رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

ترکیب هیئت مدیره به عنوان ابزاری کنترلی در شرکت، تعیین کننده ی قدرت هیئت مدیره است. لذا، ترکیب هیئت مدیره، عامل مهمی در تبیین توانایی اعضای برای انجام وظایف و کمک به عملکرد شرکت است. یکی از اصول مهم حاکمیت شرکتی هیئت مدیره شرکت است. هیئت مدیره با استفاده از قدرت قانونی خود از طریق استخدام، اخراج و جبران گروه های مدیریت سازمان، مقدمات کنترل مدیریت را فراهم می سازد. نتایج پژوهش حاضر با نتایج پژوهش های اماوید و همکاران (۲۰۱۷)، چانگ و همکاران (۲۰۱۶)، فولادی و شوکور (۲۰۱۲)، لانور و المزروقی (۲۰۱۱)، وینسنت و همکاران (۲۰۱۰)، محمد ال موتاری (۲۰۰۹)، چنگ (۲۰۰۸)، صیدی و همکاران (۱۳۹۵)، وکیلی فرد و باوندپور (۱۳۸۹) مشابه می باشد.

پیشنهادهای بر مبنای یافته های تحقیق

۱. با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه اول و همچنین با توجه به اهمیت مکانیزم های حاکمیت شرکتی، به استفاده کنندگان از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می شود که در تصمیمات سرمایه گذاری خود و همچنین در ارزیابی ساختار سرمایه شرکت های مورد نظر، به تاثیرات بلند مدت مکانیزم های حاکمیت شرکتی در تخصیص بهینه منابع و دستیابی به ساختار مطلوب سرمایه توجه ویژه داشته باشد.

۲. با توجه به نتایج به دست آمده از فرضیه دوم و با عنایت به اهمیت نظام حاکمیت شرکتی در ایجاد حس اعتماد سرمایه گذاران، افزایش کارایی و شفافیت بازارهای مالی در نهایت رشد و توسعه اقتصادی اقدامات و پیش نیازهایی جهت استقرار حاکمیت شرکتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار همچون کاهش تسلط ساختارها و رویه های دولتی ناکارآمد در نظام مالی، تعیین ساختار مناسب برای هر یک از سطوح مجمع عمومی، هیئت مدیره، هیئت عامل و مدیر عامل، تعیین اختیارات هر یک از سطوح مدیریت و نحوه تعامل آنها با حسابرس مستقل و کمیته حسابرسی و تعیین ضوابط مربوط به صلاحیتها و شایستگیهای مورد نیاز مدیران شرکتها نیاز است که باید در اولویت سیاستگذاران شرکت های پذیرفته شده در بورس قرار گیرد.

۳. نتیجه کلیدی آن است که رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکتها در شرایط نوسانات اقتصادی، بستگی به ترکیب ساختار سرمایه شرکتها دارد. بنابراین پیشنهاد می شود که شرکتها به منظور داشتن الگوی تامین مالی مناسب و به ویژه در شرایط رکود اقتصادی، از میزان سهام بیشتری در تامین منابع مالی مورد نیاز خود استفاده نمایند. زیرا با توجه به ویژگی های روش های تامین مالی مبتنی بر سهام از جمله عدم تحمیل هزینه های اجباری بهره برای شرکتها، قابلیت انعطاف پذیری توزیع سود میان سهام داران و همچنین تسهیم ریسک و زیان میان سرمایه گذاران، شرکتها می توانند از یک سو هزینه های تامین مالی کمتری داشته باشند و از سوی دیگر با جلوگیری از خروج نقدینگی بیشتر، عملکرد مالی بهتری را تجربه نمایند.

۴. با توجه به نتایج بدست آمده از فرضیه چهارم، با توجه به اینکه عضویت هم زمان اعضای غیر موظف در هیئت مدیره چند شرکت، ممکن است باعث کاهش اثربخشی آنها شود. و از طرفی نظارت بر دیریت ارشد نیازمن تلاش فراوان و اختصاص زمان کافی است. بنابراین هر چه تعداد شرکت هایی که یک مدیر عضو هیئت مدیره آن است بیشتر باشد، مدت زمانی که وی می تواند برای نظارت به هر شرکت اختصاص دهد، کاهش می یابد. بنابراین توصیه می شود عضویت همزمان اعضای غیر موظف در هیئت مدیره چند شرکت تا حد امکان کاهش یابد. و همچنین به سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان توصیه می شود که در تصمیمات مالی خود، به ساختار سرمایه شرکتها توجه داشته باشند و این اطلاعات ارزنده را در مدل تصمیم گیری خود لحاظ کنند.

منابع و مراجع

- [۱] احمدپور، احمد، منتظری، هادی، (۱۳۹۰). نوع مدیریت سود و تاثیر اندازه شرکت، ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر آن. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، ۳(۲). ۳۵-۱.
- [۲] احمدپور، احمد، کاشانی پور، محمد، شجاعی، محمدرضا، (۱۳۹۰). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه تامین مالی از طریق بدهی (استقراض). بررسی حسابداری و حسابرسی. ۱۷ (۶۲). ۳۲-۱۷.
- [۳] اسماعیل زاده مقری، علی، جلیلی، محمد، زند عباس آبادی، عباس، (۱۳۸۹). بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت. ۳ (۷). زمستان. ۷۹-۹۱.
- [۴] اعتمادی، حسین، رساییان، امیر، کردتبار، حسین، (۱۳۸۹). رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام. مجله توسعه و سرمایه. ۳ (۱). ۵۹-۳۱.
- [۵] انواری رستمی، علی اصغر، تجویدی، الناز، جهانگرد، میثم، (۱۳۹۴). تاثیر ساختار سرمایه و پاداش هیئت مدیره بر کارایی سرمایه گذاری. فصلنامه پژوهش های تجربی حسابداری. ۵ (۲). ۱۳۰-۱۰۹.
- [۶] تاروی وردی، یدالله و حبیبی، علی (۱۳۹۵). تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر کارایی. فصلنامه پژوهش های جدید در مدیریت و حسابداری. ۱۳ (۱۳). پاییز. ۸۵-۱۰۰.
- [۷] صیدی، سمیرا، قنبری، مهرداد، (۱۳۹۵). تاثیر ساختار سرمایه بر رابطه بین حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت. دومین کنفرانس بین المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم. ۱۵ اسفند، رشت.
- [۸] عربی، سیدهادی، ربیعی، ریحانه، (۱۳۹۵). بررسی تجربی تاثیر انتخاب سرمایه بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران. دو فصلنامه جستارهای اقتصادی ایران. ۱۳ (۲۵). ۱۴۲-۱۲۱.
- [۹] قائمی، محمدحسین و شهریار، مهدی (۱۳۸۸). حاکمیت شرکتی و عملکرد مالی شرکت ها. مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز. ۱ (۱). پاییز. ۱۱۳-۱۲۸.
- [۱۰] مرادزاده فرد، مهدی، ناظمی اردکانی، مهدی، غلامی، رضا، فرزانی، حجت اله، (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین مالکیت نهادی سهام و مدیریت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی. ۱۶ (۵۵). ۹۸-۸۵.
- [۱۱] مهدوی، غلامحسین و گوینده، کمال (۱۳۸۸). رابطه ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده با بازده سهام. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی. ۱ (۲). تابستان.
- [۱۲] وکیلی فرد، حمیدرضا، بوندپور، لیلا، (۱۳۸۹). تاثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مطالعات مالی. ۳ (۸). ۱۳۹-۱۱۹.
- [13] Almazroghi, L, lanour U, (2011). Accounting Practices and the Market Valuation of accounting Numbers: Evidence from French. The International Journal of Accounting, Vol.65 PP. 1-14.
- [14] Chang, K, Kang, E, Li, Y, (2016). Effect of institutional ownership on dividends: An agency-theory-based analysis. Journal of business research, No 69, PP. 2551-2559.
- [15] Cheng, Shijun, (2008). Board size and the Variability of corporate performance. Journal of Financial Economics, 87(1), PP. 157-176.
- [16] Fooladi, M, Zaleha, AS, (2012). Board of irectors, audit quality and firm performance:evidence from Malaysia.
- [17] Fosso, MZ, Goyal, VK, (2014). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. Working Paper, Carlson School of Management, University of Minnesota. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=670543>.
- [18] Gill A, Shah, C, (2012). Determinants of corporate cash holdings, evidence from Canada. International Journal of Economics and Finance, Vol. 4 No. 1, PP. 70-9.
- [19] Mohammad, A, (2009). Agency costs, ownership structure and corporate governance mechanisms. Journal of Banking and Finance, Vol. 27, PP. 793-816.
- [20] Payo, SC, (2015). The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 39 (3), P.P. 174-188.
- [21] Sun, J, Guo, J, Li, Y, (2015). Ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. The British accounting review, article in press, PP. 1-16.

- [22] Umawadee, D, Nongnit, C, Chaiporn, V, (2017). Corporate Governance, Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Thailand. Research in International Business and Finance, Vol. 42, PP. 689-709.
- [23] Vincent, O, Connell, A, Nicole Cramer B, (2010). The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland. European Management Journal, Vol. 28, PP. 387-399.