

## بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

حمزه دیدار<sup>۱</sup>، خدیجه بیکی<sup>۲</sup>

**چکیده:** تصمیم گیری در خصوص ساختار سرمایه به سبب تأثیر آن بر ارزش شرکت از مشکل ترین وظایفی است که مدیران هر شرکتی با آن مواجه می شود. از طرفی استقرار نظام حاکمیت شرکتی به اجرای اثربخش وظایف هیئت مدیره و رعایت الزامات قانونی کمک مؤثری می کند. هدف اصلی این تحقیق، بررسی تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این ارزیابی از طریق اندازه گیری کیفیت حاکمیت شرکتی بر اساس ۶۹ عامل انجام گرفته است. برای آزمون، از اطلاعات مربوط به ۱۰۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۱ سال (از ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) استفاده شده است. در پژوهش حاضر، آزمون فرضیه ها با استفاده از روش رگرسیونی چندمتغیره بر اساس داده های تلفیقی انجام گرفته است. نتایج پژوهش بیان کننده این است که ساختار سرمایه با مازاد بازده رابطه مثبت و معنادار دارد، همچنین کیفیت حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، اثر تعدیل کننده ندارد.

**واژه های کلیدی:** ساختار سرمایه، سطح بدهی، کیفیت حاکمیت شرکتی، مازاد بازده سهام، متغیر تعدیل کننده.

۱. استادیار حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

۲. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده اقتصاد و مدیریت، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۴/۱۱/۱۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۶/۰۲/۱۶

نویسنده مسئول مقاله: حمزه دیدار

E-mail: h.didar@urmia.ac.ir

DOI: 10.22059/acctgrev.2017.200297.1007242

## مقدمه

هدف اصلی حسابداری، ارائه اطلاعات سودمند برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان است. استفاده‌کنندگان می‌توانند بر اساس این اطلاعات، وضعیت فعلی بنگاه‌های اقتصادی را تفسیر کرده و وضعیت آتی آن را پیش‌بینی کنند و نسبت به اتخاذ تصمیم‌های مناسب اقدام نمایند (اسکات، ۲۰۰۳). یکی از مشکلات سرمایه‌گذاران، 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 می‌کنند.

همواره ترکیب ساختار بهینه سرمایه و مدیریت ریسک شرکت‌ها یکی از چالش‌های تصمیم‌گیری مدیران مالی بوده است. چنانچه در این ترکیب میزان بدهی‌ها نامناسب باشد، ریسک درماندگی شرکت افزایش می‌یابد. اگر میزان حقوق صاحبان سهام نامتعادل باشد، موجب افزایش هزینه سرمایه می‌شود.

از سوی دیگر، یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است که خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند.

امروزه اگر شرکت‌ها بخواهند از مزایای جهانی شدن سرمایه بهره‌مند شوند و قابلیت آن را داشته باشند که سهام خود را در بورس‌های معتبر دنیا عرضه کرده و از این طریق سرمایه‌های کم‌هزینه 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 شرکت‌هاست که تحت تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد (حسن و بوث، ۲۰۰۹). با توسعه شرکت‌های سهامی و مطرح شدن تئوری نمایندگی و افزایش وظایف و اختیارات هیئت‌مدیره شرکت‌ها، این سؤال به صورت جدی‌تر مطرح می‌شود: مدیرانی که در واقع مالک شرکت نیستند، چگونه می‌توانند پیگیر منافع سهامداران (مالکان مؤسسه) باشند؟ با تفویض اختیارات نامحدود از سوی مالکان شرکت به هیئت‌مدیره، توجه به نظام حاکمیت شرکتی به صورت چشمگیری افزایش یافته است. برای این منظور تقویت فرهنگ پاسخگویی و افزایش شفافیت اطلاعات در شرکت‌های سهامی ضروری است (معین‌الدین، اردکانی، یزدی و میمند، ۱۳۹۲).

نظام حاکمیت شرکتی در پی تغییر و تحول در مدیریت شرکت‌های سهامی از مدیریت سنتی به سوی مدیریت پویا و مستقل است. در این ساختار نه تنها منافع سهامداران تضمین می‌شود، بلکه شرکت در مقابل اشخاصی نظیر طلبکاران، بانک‌ها، مصرف‌کنندگان و در نهایت جامعه نیز پاسخگو است (سجادی، ۱۳۸۸). از سوی دیگر، همان‌طور که در بالا بیان شد، تصمیم‌گیری

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 (محسنی، ۱۳۷۷). با توجه به مباحث مطرح شده، ضرورت تحقیقی که بتواند اهمیت نظام حاکمیت شرکتی را بر رابطه بین ساختار سرمایه و بازده شرکتها بررسی کند، به خوبی احساس می شود. این تحقیق در پی یافتن پاسخی به این پرسش است که آیا کیفیت حاکمیت شرکتی، بر رابطه بین سطح بدهی و بازده شرکت، اثر تعدیل کننده ای دارد؟

### پیشینه نظری پژوهش

#### ساختار سرمایه و بازده سهام

مهم ترین دلیل مؤثر در انتخاب سرمایه گذاری، توجه سرمایه گذار به عوامل ریسک و بازده است. بازده میزان عایدات سرمایه گذار در آخر دوره بر میزان سرمایه گذاری آغاز دوره تعریف می شود، اما با توجه عوامل مختلف تأثیرگذار در بازده سرمایه گذاریها، پیش بینی دقیق بازدهی یک سرمایه گذاری ممکن نیست، بنابراین سرمایه گذار مجبور به تخمین و تحمل ریسک است. یکی از عواملی که ریسک و بازده هر بنگاه اقتصادی را تحت تأثیر قرار می دهد، ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه به میزان استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تأمین مالی داراییها در هر واحد تجاری اطلاق می شود. هر شرکتی برای تأمین مالی و دستیابی به وجوه مورد نیاز در فرصت های سرمایه گذاری، سه منبع اصلی دارد که اجزای آن شامل سود انباشته، انتشار سهام جدید و استقراض است (بریگام و دیویس، ۲۰۰۴).

استفاده بیش از حد از بدهیها، میزان تعهدات شرکت را سنگین تر کرده و موجب افزایش ریسک مالی و ورشکستگی آن می شود. بی تناسب بودن مانده حقوق صاحبان سهام در شرکت و افزایش بیش از حد آن، موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت و نرخ بازده مورد انتظار سهامداران می شود. در هر دو حالت، تقاضا برای خرید سهام شرکت کاهش یافته و کاهش قیمت و بازده را به دنبال دارد (هووانگ و ووتی، ۲۰۰۳).

ترکیب ساختار بهینه استفاده از بدهی و حقوق صاحبان سهام در ساختار تأمین مالی شرکت، موجب افزایش ارزش شرکت و بازده سهامداران می شود. شواهد تجربی مطالعات مرادوگلو و وتینگتون (۲۰۰۱) و آسکویت و مالینز (۱۹۸۶) حاکی از آن بود که ساختار سرمایه قابلیت زیادی برای تفسیر پیش بینی بازده غیرعادی سهام دارد.

ریسک یا همان عدم اطمینان، موجب تحقق نتیجه‌ای متفاوت با نتیجه مورد انتظار می‌شود. تفاوت در نتیجه مورد انتظار هم به این معناست که بازدهی متفاوت با بازده مورد انتظار کسب خواهد شد؛ پس می‌توان انتظار داشت با استفاده از عواملی که ریسک و بازده را تحت تأثیر قرار می‌دهند، مثل ساختار سرمایه (به دلیل اینکه بازارها کارا نیستند و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار وجود دارد)، می‌توان بازدهی متفاوت با بازده مورد انتظار کسب کرد که این همان کسب بازده مازاد در بازار است (نیکومرام، رهنمای رودپشتی و زنجیردار، ۱۳۸۵).

در نتیجه می‌توان انتظار داشت که استفاده بیشتر از بدهی در ترکیب ساختار سرمایه هر شرکتی، ریسک بیشتری را برای آن شرکت به همراه خواهد داشت و در چنین وضعیتی می‌توان انتظار داشت بازدهی واقعی شرکت از بازده پرتفولیو کل بازار بیشتر باشد؛ چراکه شرکت به تناسب ریسک بیشتری که پذیرفته، انتظار دارد بازده بیشتری از بازده عادی خود کسب کند؛ بنابراین می‌توان اظهار داشت، هرچه در ترکیب ساختار سرمایه بدهی بیشتر باشد، ریسک بیشتر شده و در نتیجه مازاد بازده به وجود آمده برای شرکت نیز بیشتر خواهد بود.

### **حاکمیت شرکتی و رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده سهام**

در ادبیات مالی حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط دید که هم بین شرکت و مالکان آن (سهامداران) و هم بین شرکت و عده زیادی از ذی‌نفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق قرضه و... وجود دارند. چنین دیدگاهی در قالب تئوری ذی‌نفعان دیده می‌شود. بررسی کلی تعاریف حاکمیت شرکتی در متون علمی، نشان می‌دهد تمام آنها ویژگی‌های مشترک و معینی دارند که یکی از مهم‌ترین آنها پاسخگویی است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). این دیدگاه بر سطح پاسخگویی وسیع‌تری نسبت به سهامداران و سایر ذی‌نفعان تأکید دارد. نظام حاکمیت شرکتی، به عنوان نظام مرتبط کننده چند شاخه علمی از قبیل، حسابداری، اقتصاد، مالی و حقوق 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 می‌شود. از سوی دیگر، اجرای نظام حاکمیت شرکتی می‌تواند موجب اختصاص بهینه منابع، افزایش شفافیت، ارتقای کیفیت افشای اطلاعات و در نهایت رشد توسعه اقتصادی شود (کوسه، جان و سنیت، ۱۹۹۸). در واقع، هدف نهایی نظام راهبری شرکت‌ها این است که ضمن کاهش دادن مشکل نمایندگی و همسو کردن منافع کارگزار با منافع کارگزار، منافع گروه‌های ذی‌نفع در شرکت‌ها و واحدهای را نیز تأمین کند (معین‌الدین و همکاران، ۱۳۹۲). بنابراین از جنبه نظری، انتظار می‌رود که ویژگی‌های یک الگوی حاکمیت شرکتی مناسب، موجب تعدیل نوسانات بازار و وضعیت اقتصادی و اجتماعی موجود در جامعه بر شرکت شود و با اعمال صحیح

آن می توان انتظار داشت، نتایج واقعی بسیار نزدیک به نتایج مورد انتظار باشد و یکباره بازده مازاد و غیرمتعارفی در بازار برای گروهی از سهامداران به وجود نیاید؛ چراکه حاکمیت شرکتی با هدف برآورده کردن نیاز تمام ذی نفعان که شامل کل جامعه است، شمول یافته و در پی آن است تا با برقراری روابط موزون بین تمام ذی نفعان، به دنبال حداکثر کردن ثروت کل شود. از این رو، می توان انتظار داشت استقرار این سازوکارها بتواند کیفیت افشای اطلاعات را افزایش داده و موجب کاهش شرایط عدم تقارن اطلاعاتی شود و جریان های ناهموار موجود در سطح محیط تصمیم گیری را بکاهد و با تأثیر بر آنها بتواند از وقوع نتایج دور از انتظار که دست یافتن به بازده مازاد هم می تواند یکی از این نتایج باشد، جلوگیری کند. بدین ترتیب، حاکمیت شرکتی ساختاری را فراهم می آورد که از طریق آن اهداف شرکت تدوین شده و ابزارهای دستیابی به این اهداف و همچنین نحوه نظارت بر عملکرد مدیران معلوم می شود. عوامل حاکمیت شرکتی به منظور تعیین ساختار بهینه سرمایه بر مدیران نظارت می کنند و می توانند بر تصمیم آنها در این خصوص اثرگذار باشند. ساختار بهینه سرمایه در هر شرکت موجب افزایش ارزش شرکت خواهد شد و به دنبال آن می تواند موجب جلب رضایت تمام ذی نفعان شرکت شود. عوامل تشکیل دهنده حاکمیت شرکتی نیز، به دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت ها هستند. پس ساختار سرمایه و حاکمیت شرکتی به دنبال حداکثر کردن ارزش شرکت و جلب رضایت تمام ذی نفعان شرکت است؛ بنابراین می توان گفت، به طور کلی حاکمیت شرکتی، هم بر ساختار سرمایه و هم بر مازاد بازده تأثیرگذار خواهد بود.

### **پیشینه تجربی پژوهش**

پژوهش های زیادی درباره ساختار سرمایه و مازاد بازده و حاکمیت شرکتی وجود دارد، اما تا کنون هیچ پژوهش تجربی ای در زمینه تأثیر ساختار سرمایه بر مازاد بازده با اثر کیفیت حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر تعدیل کننده، صورت نگرفته است. از این رو، در ادامه به پژوهش های مشابه و سایر پژوهش های انجام شده در زمینه ساختار سرمایه و مازاد بازده و حاکمیت شرکتی اشاره می شود.

ماسولیس (۱۹۸۳) به بررسی تغییرات در اهرم مالی بر تغییرات در بازده سهام با استفاده از روش رگرسیون و تحلیل همبستگی پرداخت. نتایج تحقیق وی حاکی از آن بود که تغییرات در اهرم مالی به طور مثبتی با تغییرات در بازده سهام مرتبط است.

ریچاردسون و اسلوان (۲۰۰۳) در تحقیقی با عنوان «ارتباط تأمین مالی خارجی با بازده آتی سهام» به بررسی کلیه روش های تأمین مالی خارجی پرداخت و دریافت که تغییرات خالص تأمین

مالی خارجی با بازده سهام مورد انتظار رابطه منفی دارد. آنها نتیجه گرفتند که پیش‌بینی بازده آتی سهام تا حد زیادی بستگی به ساختار سرمایه دارد.

مراداغلو و سیواپرساد (۲۰۰۸) به بررسی رابطه اهرم مالی و فاکتورهای ریسک بر بازده‌های سهام با استفاده از روش رگرسیون و تحلیل همبستگی پرداختند. نتایج تحقیق آنها حاکی از آن بود که اهرم مالی پرتفولیوها بهتر از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌ها (CAPM) می‌تواند متغیرهای بازده سهام را توضیح دهد.

چانگ (۲۰۰۷) با استفاده از مدل چندگانه توانستند تأثیر همزمان ساختار سرمایه و بازدهی سهام را در بازار سهام تایوان در بازه زمانی ۱۹۹۸-۲۰۰۵ بر شرکت‌های غیرمالی بررسی کنند. آنها با حل همزمان مدل به این نتیجه رسیدند که بازده مورد انتظار بر نسبت بدهی تأثیر معنادار و منفی دارد.

مکنالتی، دوگلاس و جادج (۲۰۱۳) در پژوهشی به بررسی توسعه تحقیقات کیفی در زمینه حاکمیت شرکتی بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۲۰۱۱ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در این بازه، میزان افشای حاکمیت شرکتی بیشتر درباره هیئت‌مدیره بوده است.

الباسام (۲۰۱۴) به بررسی شاخص‌های افشای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها در عربستان پرداخت و رابطه معناداری را بین شاخص‌های افشای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌ها گزارش کرد.

ایمران خان و واسیم (۲۰۱۶)، به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار مالکیت بر ساختار سرمایه پرداختند. نتایج این بررسی نشان داد اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیر عامل، ساختار پاداش و ROA بر نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، تأثیر منفی دارند، اما تعداد حضور هیئت‌مدیره در جلسات، مالکیت مدیریتی و اندازه شرکت بر اهرم مالی اثر مثبتی می‌گذارد. کایو و ریپامونتی (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در برزیل پرداختند. نتایج حاکی از آن بود که بهبود کیفیت حاکمیت شرکتی بر هر دو بخش حقوق صاحبان سهام و بدهی در ساختار سرمایه مؤثر است.

گلوریا و ماتوانی (۲۰۱۷)، در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالکیت شرکت و سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد در شرکت‌های با مالکیت خصوصی، رابطه معناداری میان سازوکارهای حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت وجود ندارد، اما در شرکت‌های بزرگ بین این دو، رابطه قوی و معناداری برقرار است.

عبادی دولت‌آبادی (۱۳۸۱) در تحقیقی با عنوان «بررسی تأثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، به این نتیجه رسید که

تأثیر انتشار سهام نسبت به وام بلندمدت بر قیمت سهام بیشتر است. همچنین افزایش سرمایه در مقایسه با استقراض بانکی تأثیر بیشتری بر بازدهی سهام می‌گذارد.

حساس‌یگانه، رئیسی و حسینی (۱۳۸۸) به بررسی کیفیت حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و به این منظور، از پرسشنامه‌ای که حاوی ۲۵ سؤال درباره کیفیت حاکمیت شرکتی بود، بهره بردند. نتایج پژوهش آنها نشان داد بین کیفیت حاکمیت شرکتی و عملکرد، رابطه معناداری وجود ندارد.

خواجوی، ولی‌پور و حاکمی (۱۳۸۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازده غیرعادی انباشته در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و نتیجه گرفتند اهرم مالی بر بازده غیرعادی انباشته تأثیر معناداری ندارد.

حسن‌زاده، بادآور نهندی و بابایی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجادشده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. آنان از هشت عامل برای بررسی سازوکار حاکمیت شرکتی بهره بردند. نتایج تحقیق نشان داد از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی‌شده در این پژوهش، چهار سازوکار (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش ایجاد شده برای سهامداران رابطه دارند و سه سازوکار دیگر حاکمیت شرکتی (میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت سهامداران نهادی و میزان سهام شناور آزاد) با ارزش افزوده اقتصادی ارتباط دارد.

خدای‌پور، هوشمند و محمدرضاخانی (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر بازدهی غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند که نتایج پژوهش آنان نشان داد بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی آتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

معین‌الدین و همکارانش (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی، در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت نقش میانجی ندارد؛ ضمن آن که بین حاکمیت شرکتی با ارزش شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

گرد، محمدی و گل‌دوست (۱۳۹۴) به بررسی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده پرداختند و برای بیان ویژگی‌های حاکمیت شرکتی به شش عامل استناد کردند. تحلیل آماری پژوهش با بهره‌مندی از روش رگرسیون بر اساس داده‌های تابلویی برآورد شده

است. یافته‌های پژوهش، رابطه منفی و معناداری را بین مالکیت نهادی، اتکا بر بدهی و استقلال هیئت‌مدیره با سطح وجه نقد نگهداری شده نشان می‌دهد. همچنین بر اساس یافته‌ها، رابطه معناداری بین تمرکز مالکیت، دوره تصدی مدیرعامل و دوگانگی وظیفه مدیرعامل با سطح وجه نقد نگهداری شده وجود ندارد.

عباس‌زاده، حصارزاده، نوقابی و عارفی‌اصل (۱۳۹۴) به بررسی فراتحلیل حاکمیت شرکتی و مدیریت سود پرداختند. آنان تنها از طریق بررسی دو عامل هیئت‌مدیره و ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد نوع و علامت ارقام تعهدی، به‌منزله متغیر تعدیل‌کننده روابط میان اندازه هیئت‌مدیره، مالکیت نهادی، تمرکز مالکیت و مدیریت سود عمل می‌کنند و مدل ارقام تعهدی و نوع سیستم حاکمیت شرکتی، موجب تعدیل روابط میان استقلال و اندازه هیئت‌مدیره و مدیریت سود می‌شوند.

حسن‌زاده، پاک‌مرام، بابایی و بناب (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت‌ها پرداختند و برای بررسی سازوکارهای حاکمیت شرکتی از چهار شاخص استفاده کردند. یافته‌ها نشان می‌دهد تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت‌مدیره و مرجع حسابرسی نیز، تعداد بندهای بعد از بند اظهارنظر را کاهش می‌دهد. از سوی دیگر، مالکان نهادی و مرجع حسابرسی، تعداد بندهای عدم توافق را کاهش داده و استقلال هیئت‌مدیره نیز به افزایش تعداد بندهای عدم توافق منجر شده است.

حیدرزاده و یزدانی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی پرداختند. در این پژوهش بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و بازده مورد انتظار سهام، به‌عنوان متغیرهای مستقل؛ ساختار سرمایه به‌عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی به‌عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده‌اند. در پژوهش آنان، شواهد گردآوری شده از طریق نمونه آماری بر پایه تئوری احتمالات، از چهار فرضیه پشتیبانی کرده است؛ بدین معنا که ساختار سرمایه بر متغیرهای مستقل بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی و اندازه شرکت تأثیر منفی و معنادار دارد؛ بر متغیر بازده مورد انتظار سهام تأثیر مثبت و معنادار می‌گذارد و بر متغیرهای نظام راهبری شرکتی، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی، بی‌تأثیر است.

### **فرضیه‌های پژوهش**

فرضیه اول: افزایش سطح بدهی تأثیر مثبت و معناداری بر مازاد بازده دارد.  
فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر معناداری بر رابطه بین سطح بدهی و مازاد بازده دارد.



### روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری تحقیق، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است؛ از این رو تنها شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر بودند برای نمونه انتخاب شدند:

۱. تا پایان اسفند ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند هر سال باشد.
  ۲. شرکت‌های مد نظر طی دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته باشند و سهام آنها معامله شده باشد.
  ۳. شرکت‌ها نباید سال مالی خود را طی دوره پژوهش تغییر داده باشند.
  ۴. اطلاعات مالی مورد نیاز برای انجام این پژوهش را در دوره زمانی اجرای پژوهش (۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳) به طور کامل ارائه کرده باشند.
  ۵. جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانکی و واسطه‌گری‌های مالی نباشند.
- بر این اساس و پس از اعمال محدودیت‌های فوق ۱۰۳ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ حائز شرایط بالا بودند و برای بررسی انتخاب شدند.

### مدل‌های پژوهش

در ادامه، مدل آماری مربوط به هریک از فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود:  
مدل مربوط به فرضیه اول:

$$R_{it} - R_m = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

مدل مربوط به فرضیه دوم:

$$R_{it} - R_m = \beta_0 + \beta_1 CS_{it} + \beta_2 CG_{it} + \beta_3 CG_{it} CS_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 BETA_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۲)}$$

$R_{it}$  معرف بازده سهام؛  $R_m$  بازده بازار؛  $R_{it} - R_m$  مازاد بازده؛  $SIZE$  اندازه شرکت؛  $CG$  حاکمیت شرکتی و  $BETA$  ریسک سیستماتیک است.

### متغیرهای تحقیق

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته، مازاد بازده سهام است که طبق تحقیق فخاری و روحی (۱۳۹۲) و خدای پور همکارانش (۱۳۹۲) از تفاوت بازده واقعی سالانه ( $R_{it}$ ) و بازده پرتفوی بازار سالانه ( $R_{mt}$ )

به دست می‌آید. بازدهی واقعی هر سهم عادی در پایان هر سال با توجه به نوسان قیمت سهام، سود نقدی، سود سهمی و افزایش سرمایه از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{it} = \frac{P_{it}(1 + \alpha + \beta) + D_{it} - P_{it-1} - C\alpha}{P_{it-1} + C\alpha} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن،  $R_{it}$  بازده واقعی سهم  $i$  در دوره  $t$ ،  $P_{it}$  قیمت سهم  $i$  در دوره  $t$ ،  $P_{it-1}$  قیمت سهم  $i$  در دوره  $t-1$ ،  $D_{it}$  سود نقدی پرداختی هر سهم در دوره  $t$ ،  $\alpha$  درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی سهامداران،  $\beta$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و  $C$  مبلغ اسمی پرداخت شده از سوی سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی است. بازده پرتفوی بازار هم از شاخص قیمت و بازده نقدی استفاده می‌شود که طبق رابطه ۲ محاسبه می‌شود:

$$R_{mt} = \frac{I_{mt} - I_{mt-1}}{I_{mt}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که در آن  $I_{mt}$  شاخص قیمت و بازده نقدی در سال  $t$  و  $I_{mt-1}$  شاخص قیمت و بازده نقدی در سال  $t-1$  است. و در نهایت بازده مازاد سالانه سهام هر شرکت به کمک رابطه ۳ به دست می‌آید.

$$\text{مازاد بازده} = R_{it} - R_{mt} \quad \text{رابطه (۳)}$$

### متغیر مستقل

ساختار سرمایه، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام است که از طریق آن شرکت‌ها تأمین مالی دارایی‌های خود را انجام می‌دهند؛ اما از آنجا که این پژوهش به دنبال بررسی تأثیر سطح بدهی بر مازاد بازده است؛ پس تنها از نسبت بدهی ساختار سرمایه که در ایجاد مازاد بازدهی برای شرکت نقش دارد، استفاده شده است؛ چراکه بخش مربوط به حقوق صاحبان سهام برای شرکت‌ها بازدهی مازاد ایجاد نخواهد کرد. مراداوگلو و ویتینگتون (۲۰۰۱) نشان دادند درجه اهرم مالی و نسبت بدهی از عوامل تأثیرگذار بر بازده مازاد به شمار می‌روند، پس در این پژوهش برای محاسبه ساختار سرمایه طبق پژوهش مراداوگلو و ویتینگتون (۲۰۰۱) که تأثیر آن بر مازاد بازده سنجیده می‌شود، از نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها استفاده خواهد شد.

### متغیر تعدیل گر

متغیر تعدیل کننده تحقیق حاضر، کیفیت حاکمیت شرکتی (CG) است که طبق آیین نامه نظام راهبری شرکتی مصوب سال ۱۳۸۶ و همچنین بر اساس تحقیق حساس یگانه (۱۳۸۵) و الباسام (۲۰۱۴)، به کمک ۶۹ عامل اندازه گیری می شود؛ به طوری که اگر هر یک از عوامل مصداق داشته باشند، امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر لحاظ خواهد شد. در پایان از روش شناسی کدگذاری و انباشت کدها به منظور عملیاتی کردن متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی استفاده می شود. بر اساس این روش به هر یک از عوامل شصت و نه گانه حاکمیت شرکتی امتیاز صفر یا یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام شده) اختصاص می یابد که از جمع زدن این امتیازها، نمره حاکمیت شرکتی بر اساس درصد به دست می آید این ۶۹ مورد به هفت زیرمجموعه، شامل هیئت مدیره، کمیته های هیئت مدیره، افشا و شفافیت، کنترل های داخلی و حقوق سهامداران دسته بندی می شود. عوامل تعیین کننده کیفیت حاکمیت شرکتی و امتیازهای مربوط به هر زیرمجموعه از این عوامل در جدول ۱ آمده است.

جدول ۱. عوامل تشکیل دهنده کیفیت حاکمیت شرکتی

عنوان	عوامل مربوطه
۱. هیئت مدیره	۱. آیا نقش رئیس و مدیر عامل شرکتها از هم تفکیک شده است؟
	۲. آیا رئیس هیئت مدیره مستقل است؟
	۳. آیا اکثریت مدیران غیر اجرایی هستند؟
	۴. آیا مدیران به وضوح به اجرایی و غیر اجرایی طبقه بندی شده اند؟
	۵. آیا بیوگرافی هیئت مدیره افشا شده است؟
	۶. آیا عضویت هیئت مدیره در مدیریت سایر شرکتها افشا شده است؟
	۷. آیا هیئت مدیره به عنوان عضو هیئت مدیره در بیش از پنج شرکت فعالیت نمی کند؟
	۸. آیا تمام جلسه های هیئت مدیره افشا شده است؟
	۹. آیا سابقه جلسه های شخصی هیئت مدیره افشا شده است؟
	۱۰. آیا تعداد اعضای هیئت مدیره به حداقل تعداد مقرر در پیش نویس آیین نامه راهبری شرکتی (۷ نفر) رسیده است؟
	۱۱. آیا اعضای هیئت مدیره حداقل تعداد سهامی را که باید تا پایان همکاری در اختیار داشته باشند، در اختیار دارند؟
	۱۲. آیا قبل از برگزاری جلسه، دستور کار جلسه هیئت مدیره در اختیار مدیران قرار می گیرد؟

ادامه جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۱. هیئت‌مدیره	۱۳. آیا اعضای هیئت‌مدیره برای دورهٔ دو ساله انتخاب می‌شوند؟
	۱۴. آیا هیئت‌مدیره طرح‌های استراتژیک شرکت و مسائل پیش روی شرکت را در سال، حداقل در یک جلسه بررسی می‌کند؟
	۱۵. آیا برنامه‌هایی برای آموزش مستمر کلیهٔ اعضای هیئت‌مدیره در سال تدوین می‌شود؟
	۱۶. آیا مدیران شرکت تحت پوشش بیمهٔ مسئولیت برای پرداخت غرامت‌های احتمالی، قرار دارند؟
جمع امتیاز بخش ۱	۱۶
۲. کمیتهٔ حسابرسی	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا اعضای مدیر غیرموظف در کمیته به تعداد کافی است؟
	۴. آیا هویت رئیس هیئت‌مدیرهٔ کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا کمیته حداقل پنج عضو دارد؟
	۷. آیا هویت اعضای کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۹. آیا سابقهٔ جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۱۰. آیا اعضای کمیتهٔ حسابرسی در کمتر از سه کمیتهٔ حسابرسی شرکت‌های سهامی عام پذیرفته شده در بورس فعالیت دارند؟
	۱۱. آیا کمیته حداقل شش بار در سال جلسه تشکیل می‌دهد؟
جمع امتیاز بخش ۲	۱۱
۳. کمیتهٔ مدیریت ریسک	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا اعضای مدیر غیرموظف در کمیته به تعداد کافی است؟
	۴. آیا هویت رئیس کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا هویت اعضای کمیته افشا شده است؟
	۷. آیا جلسه‌های کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا سابقهٔ جلسه‌های کمیته افشا می‌شوند؟

ادامه جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۳. کمیته مدیریت ریسک	۹. آیا بعد از هر جلسه کمیته، نتایج جلسه به جلسه بعدی هیئت مدیره گزارش می شود؟
	۱۰. آیا کمیته حداقل سه عضو دارد؟
	۱۱. آیا کمیته حداقل چهار بار در سال جلسه تشکیل می دهد؟
	۱۲. آیا کمیته، خطرهای پیش روی شرکت را افشا می کند؟
	۱۳. آیا شرکت دارای روش های کنترل روشن برای مدیریت ریسک است؟
جمع امتیاز بخش ۳	۱۳
۴. کمیته جبران خدمات یا حقوق و مزایا	۱. آیا کمیته تأسیس شده است؟
	۲. آیا صلاحیت کمیته افشا شده است؟
	۳. آیا کمیته حداقل پنج عضو دارد؟
	۴. آیا هویت رئیس کمیته افشا شده است؟
	۵. آیا رئیس کمیته مستقل است؟
	۶. آیا هویت اعضای این کمیته افشا شده است؟
	۷. آیا جلسه های کمیته افشا شده است؟
	۸. آیا سابقه جلسه های کمیته افشا شده است؟
	۹. آیا کمیته در سال حداقل، چهار جلسه برگزار می کند؟
جمع امتیاز بخش ۴	۹
۵. افشا و شفافیت	۱. آیا ساختار مالکیت شرکت افشا شده است؟
	۲. آیا جزئیات پاداش هیئت مدیره افشا شده است؟
	۳. آیا وام های شرکت افشا شده است؟
	۴. آیا عملکرد شرکت افشا شده است؟
	۵. آیا اهداف و استراتژی های شرکت افشا شده اند؟
	۶. آیا فعالیت های اصلی شرکت افشا شده اند؟
	۷. آیا سیاست های تقسیم سود افشا شده اند؟
	۸. آیا معاملات با اشخاص وابسته افشا شده است؟
	۹. آیا موارد استثنای پیش نویس آیین نامه راهبری شرکتی افشا شده است؟
جمع امتیاز بخش ۵	۹

ادامه جدول ۱

عنوان	عوامل مربوطه
۶ کنترل‌های داخلی	۱. آیا نتیجه حسابرسی اثربخش بودن سیستم کنترل‌های داخلی شرکت، افشا شده است؟
	۲. آیا صورت‌های مالی توسط هیئت‌مدیره و مدیرعامل امضا می‌شود؟
	۳. آیا شرکت بیانیه‌ای درباره خروج از استانداردهای حسابداری تهیه می‌کند؟
	۴. آیا شرکت پیش‌نویسی برای حاکمیت شرکتی فراهم می‌کند؟
جمع امتیاز بخش ۶	۴
۷ حقوق سهامداران و مجمع عمومی	۱. آیا مجمع عمومی حداقل سالی یکبار تشکیل می‌شود؟
	۲. آیا دستور کار مجمع در وب سایت شرکت منتشر شده است؟
	۳. آیا سهامداران میتوانند شخص دیگری را ب جای خود در جلسات مجمع عمومی بفرستند؟
	۴. آیا تاریخ تشکیل مجمع را از قبل آگهی می‌نمایند؟
	۵. آیا نتایج نشست بلافاصله به اطلاع سایت بورس اعلام می‌شود؟
	۶. آیا مجمع در ظرف ۶ ماه بعد از پایان سال مالی تشکیل می‌شود؟
	۷. آیا شرکت مشارکت‌های اجتماعی اش را افشای کند؟
جمع امتیاز بخش ۷	۷
جمع کل	۶۹

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این پژوهش به شرح زیر است:

**الف) ریسک سیستماتیک:** از آنجا که ریسک سیستماتیک از عوامل مؤثر بر مازاد بازده است، در این پژوهش از این متغیر به عنوان متغیر کنترلی استفاده می‌شود؛ زیرا بازده و ریسک دو عامل وابسته به هم هستند، در نتیجه ریسک سیستماتیک می‌تواند به عنوان متغیر کنترلی به کار گرفته شود. در پژوهش عجمی و پورعلی (۲۰۱۴) ریسک سیستماتیک به عنوان عامل معنادار بر بازده انباشته سهام نشان داده شد. ریسک سیستماتیک از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta = \frac{cov(R_i, R_m)}{\delta^2(R_m)} \quad \text{رابطه ۴}$$

برای محاسبه بتا، بازده ماهانه شرکت‌ها و بازار استفاده می‌شود تا برای یک سال هر شرکت، یک بتا به دست آید.

ب) اندازه شرکت: به طور نظری، رابطه میان اندازه شرکت و اهرم مالی نامشخص است. ایستاتیه و رودریگز (۲۰۰۶) نشان دادند شرکت های بزرگتر، به دلیل تنوع بیشتر در ساختار، احتمال ورشکستگی کمتر و کاهش هزینه های دریافت بدهی، تمایل دارند که از نسبت اهرم بیشتری بهره ببرند. یافته های تحقیق کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷) حاکی از آن است که بین اندازه و نسبت بدهی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در این پژوهش برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت استفاده شده است.

## یافته های پژوهش

### آمار توصیفی

با بررسی این دو شاخص می توان گفت، تفاوت بین میانه و میانگین بین دو متغیر مازاد بازده و ریسک سیستماتیک زیاد است، یعنی این دو متغیر نسبت به سایر متغیرها توزیع پراکنده تری دارند که باعث شده انحراف معیار بیشتری نیز داشته باشند. در مورد متغیر حاکمیت شرکتی که متغیر تعدیلی این پژوهش است، می توان اظهار داشت میانه داده های مربوط به این متغیر کمتر از میانگین آن است، یعنی مقدار امتیاز محاسبه شده برای بیشتر داده ها کمتر از میانگین است که نشان دهنده رتبه پایین اکثر شرکت ها در کشور از نظر حاکمیت شرکتی است. از طرفی، میانگین پایین این متغیر هم دال بر کسب امتیازهای پایین شرکت های بورس کشور نسبت به این متغیر است. مقدار ماکزیمم آن نیز، گویای این است که هیچ شرکتی حتی نتوانسته ۵۰ درصد از امتیازهای اختصاص داده شده را کسب کند.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	ماکسیمم	مینیمم	انحراف معیار	تعداد مشاهدات
ساختار سرمایه	۰/۵۹۴۳	۰/۶۱۹۵	۰/۸۹۲۳	۰/۰۱۲۳۶	۰/۱۸۹۴	۱۱۳۳
کیفیت حاکمیت شرکتی	۰/۲۱۲۰	۰/۱۸۸۴	۰/۴۹۲۷	۰/۰۷۲۴	۰/۰۸۰۹	۱۱۳۳
مازاد بازده	۱/۹۳۱۶	-۰/۲۷۶۸	۸/۲۲۶۷	-۱/۲۷۴۳	۱/۰۰۰۰	۱۱۳۳
اندازه شرکت	۲۷/۰۵۸۷	۲۶/۹۵۵۴	۳۲/۲۴۳۰	۲۳/۳۲۷۴	۱/۵۰۸۹	۱۱۳۳
ریسک سیستماتیک	۰/۰۲۲۳	-۰/۰۱۲۱۳۹	۷/۶۷۴۹	-۱۲/۳۷۶۸	۱/۰۳۹۴	۱۱۳۳

### آزمون نهایی فرضیه‌های پژوهش

آزمون F لیمر برای تشخیص تلفیقی یا ترکیبی بودن فرضیه‌های پژوهش به منظور تشخیص از بین الگوی داده‌های ترکیبی یا تابلویی، از آزمون تشخیصی F لیمر استفاده شد که بر اساس نتایج آن، باید از مدل تابلویی استفاده کرد. از آنجا که در الگوهای تابلویی، باید نوع الگو از بین اثرهای ثابت و تصادفی مشخص شود، آزمون هاسمن به اجرا درآمد که نتایج آن نشان‌دهنده انتخاب الگوی اثرهای ثابت است. نتایج این دو آزمون در جدول ۵ مشاهده می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر

فرضیه‌ها	آزمون F لیمر			آزمون هاسمن	
	مقدار آماره	احتمال آماره	روش	مقدار آماره	احتمال آماره
فرضیه اول	۲/۰۹۲۵	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۴۹/۴۲۳۱	۰/۰۰۰۰
فرضیه دوم	۱/۹۲۱۹	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۳۷/۱۷۰۵	۰/۰۰۰۰

### بررسی وجود ناهمسانی و خودهمبستگی در فرضیه‌های پژوهش

یکی از فروض کلاسیک رگرسیون که باید قبل از اجرای آزمون نهایی فرضیه‌ها بررسی شود، آزمون ناهمسانی واریانس هاست. برای این منظور از آزمون LR که نشان‌دهنده ناهمسانی واریانس در جزء اخلاص مدل‌های آزمون در فرضیه‌های پژوهش است، استفاده می‌شود. از این رو برای تخمین مدل، روش EGLS به کار برده شده است.

یکی دیگر از مراحل بررسی برقراری فروض کلاسیک رگرسیون قبل از آزمون‌های نهایی فرضیه‌های پژوهش، بررسی خودهمبستگی مدل‌های آزمون است. برای آزمون فرض عدم خودهمبستگی، از آزمون وولدریج استفاده شد و نتایج آن نشان داد، مدل‌های استفاده‌شده در فرضیه‌ها، مشکل خودهمبستگی دارند که برای رفع این مشکل، از پارامتر مجازی  $AR(1)$  برای آزمون تمام فرضیه‌های پژوهش در مدل نهایی رگرسیون استفاده شد. بعد از بررسی و رفع مشکلات مربوط به برقراری فروض کلاسیک و تعیین الگوی نهایی نحوه آزمون فرضیه‌های پژوهش، اجرای نهایی آزمون‌های آماری و نتایج آنها به شرح زیر به دست آمد.

### فرضیه اول: بین ساختار سرمایه و مازاد بازده تأثیر مثبت و معناداری وجود دارد

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰/۰۰۰۱) نشان می‌دهد مدل در حالت کلی معنادار بوده و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۰۷)، مشکل خودهمبستگی آن رفع شده است. علاوه بر آن، نتایج



مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد در دوره پژوهش، ۰/۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. همچنین ساختار سرمایه بر اساس ضریب رگرسیونی ۰/۱۷ و احتمال ۰/۰۲، تأثیر مثبت و معناداری بر مازاد بازده دارد. این بدان معناست که اگر ساختار سرمایه تغییر کند، مازاد بازده با ضریب ۰/۱۷ تغییر خواهد کرد. همچنین تأثیر متغیرهای کنترلی ریسک سیستماتیک و اندازه شرکت به ترتیب با احتمال ۰/۰۰۴ و ۰/۰۰۰۱ و ضرایب ۰/۰۶ و ۰/۴ بر مازاد بازده، مثبت و معنادار است.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه اول

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره F	احتمال آماره F
ساختار سرمایه	۰/۱۷۱۸	۲/۳۱۳۲	۰/۰۲
ریسک سیستماتیک	۰/۰۶۰۲	۲/۸۵۷۶	۰/۰۰۴
اندازه شرکت	۰/۴۳۸۲	۱۴/۵۳۵۹	۰/۰۰۰۰
متغیر ثابت	-۰/۱۶۳۵	-۵/۷۸۱۸	۰/۰۰۰۰
متغیر مجازی AR(۱)	-۰/۱۶۳۵۰۶	-۵/۷۸۱۸۵۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۹	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۱	
آماره دوربین واتسون		۲/۰۷	
آماره F		۳/۶۳۸۲	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	

#### فرضیه دوم: کیفیت حاکمیت شرکتی بین ساختار سرمایه و مازاد بازده نقش تعدیل کننده دارد

نتایج مربوط به احتمال آماره F (۰/۰۰۰۱) نشان می دهد مدل در حالت کلی معنادار است و با توجه به آماره دوربین واتسون (۲/۰۷)، مشکل خودهمبستگی ندارد. علاوه بر آن، نتایج مربوط به ضریب تعیین تعدیل شده نشان می دهد در دوره پژوهش ۰/۲۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته تحت تأثیر متغیرهای مستقل و کنترل این آزمون بوده است. متغیر ساختار سرمایه با ضریب رگرسیونی ۰/۳۲ و احتمال آماره ۰/۰۵ در پژوهش تأثیر مثبت و معناداری دارد، اما تأثیر متغیر مستقل دوم، یعنی حاکمیت شرکتی با ضریب رگرسیونی ۰/۸ و احتمال آماره ۰/۲ در پژوهش مثبت و بی معناست. همچنین اثر متغیر حاکمیت شرکتی در ساختار سرمایه با احتمال آماره ۰/۳ به عنوان متغیر تعدیلی در پژوهش منفی و بی معناست، یعنی اثر تعدیل کنندگی ندارد. تأثیر متغیرهای کنترلی ریسک سیستماتیک و اندازه شرکت به ترتیب با احتمال ۰/۰۰۰۱ و ۰/۰۰۰۴ و ضرایب ۰/۰۶ و ۰/۴ بر مازاد بازده مثبت و معنادار است.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه دوم

متغیرها	ضرایب	مقدار آماره F	احتمال آماره F
ساختار سرمایه	۰/۳۲۷۰	۱/۸۷۷۶	۰/۰۵
حاکمیت شرکتی	۰/۸۸۵۴	۱/۲۵۱۶	۰/۲۱
حاکمیت شرکتی × ساختار سرمایه	-۱۰۰۲۳۵	-۰۰۹۷۹۲	۰/۳۲
ریسک سیستماتیک	۰/۰۶۹۹	۲/۸۳۱۷	۰/۰۰۴۷
اندازه شرکت	۰/۴۲۳۱	۱۲/۳۰۰	۰/۰۰۰۰
متغیر ثابت	-۰۰۱۶۳۸	-۵۰۷۹۴۴	۰/۰۰۰۰
متغیر مجازی AR(۱)	-۰۰۲۸۲۳۹۴	-۸۰۲۲۶۶۵۰	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین		۰/۲۹	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۱	
آماره دوربین واتسون		۲/۰۷	
آماره F		۳/۵۸۲۸	
احتمال آماره F		۰/۰۰۰۰	

### نتیجه گیری

هدف از این تحقیق، در مرحله اول بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده سهام بود که نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه اول نشان داد بین ساختار سرمایه و مازاد بازده، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. این نتیجه با مبانی نظری نیز همخوانی دارد، چراکه شرکتها با پذیرش بدهی بیشتر، ریسک بیشتری (ریسک پرداخت اصل و فرع بدهی) را می پذیرند و در قبال پذیرش این ریسک، انتظار کسب بازدهی بیشتری دارند که نتایج این فرضیه نیز مبین آن است. این نتایج با یافته های خدای پور و همکاران (۱۳۹۲) نیز همخوانی دارد؛ آنها به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین ساختار سرمایه و بازده غیرعادی رابطه معناداری وجود دارد.

هدف نهایی و اصلی تحقیق، بررسی تأثیر نقش تعدیل کنندگی متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی در رابطه بین ساختار سرمایه و مازاد بازده بود که با توجه به نتایج به دست آمده از آزمون های انجام شده به تأیید نرسید. یکی از دلایل رد این فرضیه می تواند کسب رتبه پایین اکثر شرکت های بورسی از متغیر کیفیت حاکمیت شرکتی باشد. با توجه به ۶۹ عامل تعیین کیفیت استخراج شده از آیین نامه نظام راهبری مصوب برای شرکت های بورسی، متأسفانه مشاهده شد

موارد مندرج در آیین نامه به ندرت در شرکتها رعایت می شود. همچنین به جرئت می توان گفت برخی موارد این آیین نامه نظیر کمیته های هیئت مدیره، در بیشتر شرکت های بورسی شکل نگرفته یا افشا نشده است که یکی از دلایل رعایت نشدن آن، می تواند نبود سازوکار نظارتی مناسب و کارآمد برای اعمال صحیح حاکمیت شرکتی بر شرکتها باشد.

در مبانی نظری پژوهش بیان شد که حاکمیت شرکتی بر مدیران به منظور تعیین ساختار سرمایه مطلوب نظارت می کند و می تواند بر تصمیم گیری آنها در این خصوص اثرگذار باشد؛ پس به طور کلی طبق مبانی نظری، انتظار داشتیم حاکمیت شرکتی، هم بر ساختار سرمایه و هم بر مازاد بازده تأثیرگذار باشد، اما در پژوهش حاضر این فرضیه تأیید نشد که دلیل آن را می توان در پایین بودن امتیاز کسب شده توسط شرکت های بورس در خصوص این متغیر جست و جو کرد.

نتایج این پژوهش نشان داد اعمال اصلاحات مستقیم در زمینه حاکمیت شرکتی در ایران ضروری است و می تواند مؤثر باشد. البته با استناد به نتایج پژوهش، به طور کلی می توان گفت حاکمیت شرکتی در شرکت های ایرانی، بازار سرمایه و محافل علمی، هنوز در ابتدای راه است و با مفهومی که در آیین نامه های مصوب از آن یاد می شود، فاصله بسیاری دارد.

## فهرست منابع

- اسلامی بیدگلی، ج. (۱۳۸۸). ارتباط بین ساختار سرمایه با ریسک سیستماتیک در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، (۸)، ۹۱-۱۱۵.
- حساس یگانه، ی.، رئیسی، ز.، حسینی، م. (۱۳۸۸). رابطه بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله علوم مدیریت ایران*، (۱۳)، ۷۵-۱۰۰.
- حساس یگانه، ی. (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. *مجله حسابرسی*، (۳۲)، ۳۲-۳۹.
- حسن زاده، ر.، بادآور نهنیدی، ی.، بابایی، ق. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین برخی مکانیزم های حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی*، (۲)، ۱۹-۱۶.
- حسن زاده، ر.، پاکمرام، ع.، بابایی، ق.، فریادی بناب، ع. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی*، (۲)، ۱۷۲-۱۵۵.
- حیدرزاده، ع.، یزدانی، م. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبری شرکتی و پویایی ساختار سرمایه در قالب یک مدل ریاضی. *همایش ملی پژوهش های مدیریت و علوم انسانی*. خرداد ۱۳۹۵.

خدای پور، ا.، هوشمند زعفرانیه، ر.، محمد رضاخانی، و. (۱۳۹۲). اثر ساختار سرمایه بر بازده سهام غیر طبیعی، با توجه به سطح تمرکز در صنعت. *مجله راهبرد مدیریت مالی*، ۱(۳)، ۱۴۶-۱۳۱.

خواجوی، ش.، ولی پور، ه.، حاکمی، ب. (۱۳۸۹). اثر بازده تجمعی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۳(۵)، ۶۵-۵۳.

سجادی، ع. (۱۳۸۸). نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی. *فصلنامه حقوق*، ۳۹(۴)، ۲۷۶-۲۵۷.

عبادی دولت‌آبادی، م. (۱۳۸۱). بررسی اثر روش‌های تأمین مالی بر عملکرد و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

عباس‌زاده، م.ر.، حصارزاده، ر.، نوقایی، م.، عارفی اصل، س. (۱۳۹۴). بررسی فراتحلیل حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۱)، ۸۴-۵۹.

فخاری، ح.، روحی، ق. (۱۳۹۲). اثر وجه نقد نگهداری شده و مدیریت سرمایه در گردش بر مازاد بازده سهام شرکت‌ها. *مجله دانش حسابداری*، ۴(۱۴)، ۴۹-۲۷.

کردستانی، غ.، نجفی، م. (۱۳۸۷). مروری بر نظریه ساختار سرمایه. *ماهنامه حسابداری*، ۱۹۸(۴)، ۴۸-۴۰.

گرد، ع.، محمدی، م.، گل دوست، م. (۱۳۹۴). بررسی ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و وجه نقد نگهداری شده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۲)، ۲۶۳-۲۷۸.

محسنی دمنه، ق. (۱۳۷۷). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر هزینه سرمایه و بازدهی سهام در بازار سرمایه ایران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشگاه امام صادق (ع).

معین‌الدین، م.، اردکانی، س.، فاضل یزدی، ع.، زین‌الدین، ل. (۱۳۹۳). تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با روش مدل سازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش سرمایه‌گذاری*، ۳(۹)، ۱۳۳-۱۰۱.

نیکومرام، ه.، رهنمای رودپشتی، ف. و زنجیردار، م. (۱۳۸۵). تبیین رابطه ریسک و نرخ بازده مورد انتظار با استفاده از مدل شرطی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای کاهشی. *مجله مطالعات مالی*، ۱(۳)، ۷۷-۵۱.

Abbaszadeh, M.R., Hesarzadeh, R., Noghabi, M. & Arefi Asl, S. (2014). A Review of Corporate Governance and Earnings Management in Companies Acquired in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 22(1), 59-84. (in Persian)

Ajami, E. & Poor Ali, M.R. (2014). Effect of Capital Structure on Cumulative Abnormal Returns in the Companies Listed in T.S.E. *International*

*Journal of Advanced Studies in Humanities and Social Science*, 2(1), 16-25.

- Albassam, W. (2014). *Corporate governance, voluntary disclosure and financial performance: an empirical analysis of Saudi listed firms using a mixed-methods research design*. PhD thesis, University of Glasgow.
- Asquith, P. & Mullins, W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15(1-2), 61-89.
- Brigham, E.F. & Daves, P.R. (2004). *Intermediate Financial Management*. 8th Edition. Mason, OH: South-Western College.
- Chang, L. (2007). *Valuing Intellectual Capital and Firm's Performance: Modifying Value Added Intellectual Coefficient (VAIC) in Taiwan IT industry*. Thesis for the degree of doctoral of Business Administration, AGENO School of Business, Golden Gate University.
- Di Gloria, S. & Mantovani, G.M. (2017). On the Shareholders' Composition of the Company and the Governance Mechanisms of the Firm. Can this Contribute to the Firm Performance (Including the Capacity to Attract Capital and Bank Allowances)? *Ca' Foscari University in Venice – Department of Management; EM Strasbourg - Business School*. January 28, 2017.
- Ebadi Dolat-Abadi, M.K. (2002). *The effect of financing methods on yields and stock prices of firms listed in the Tehran Stock Exchange*. Master Thesis, University of Mazandaran. (in Persian)
- Eslami Bidgoli, G. (2009). The relationship between capital structure of listed companies in Tehran Stock Exchange systemic risk. *Quarterly Stock Exchange*, (8), 91-115. (in Persian)
- Fakhari, H. & Roohi, Q. (2013). The effect was maintained cash and working capital management on excess stock returns. *Journal of Accounting*, 4(14), 27-94. (in Persian)
- Gord, A., Mohammadi, M. & Golghooust, M. (2014). Investigating the features of corporate governance and cash held in companies admitted to Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Review*, 22(2), 263-278. (in Persian)

- Hasan, A. & Butt, S. (2009). Impact of Ownership Structure and Corporate Governance on Capital Structure of Pakistani Listed Companies. *International Journal of Business and Management*, 4(2), 50-57.
- Hasanzadeh, R. & Badavar Nahandi, Y. & Babaei, G. (2012). The study of the relationship between some of the mechanisms of corporate governance with value created for equity holders and economic value added in companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 19(2), 1-16. (in Persian)
- Hasanzadeh, R., Pak Maram, A., Babaei, Gh. & Faryadi Bonab, A. (2015). Investigating the Effect of Corporate Governance Mechanisms on the Performance of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange. *The Iranian Accounting and Auditing Riview*, 23(2), 155-172. (in Persian)
- Hassas Yegane, Y. (2006). Corporate governance in Iran. *Auditor magazine*, 32, 39-32. (in Persian)
- Hassas Yegane, Y., Raeesi, Z. & Hosseini, M. (2009). The relationship between corporate governance and performance of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Iran Management Sciences*, 4(13), 75-100. (in Persian)
- Heidarzadeh, A. & Yazdani, M. (2015). Review the relationship between returns, corporate governance and the dynamics of capital structure in the form of a mathematical model. *National Conference on Management and Humanities Research*. June 2015.
- Huang, H. & Vu Thi, T. (2003). *The Determinants of Capital Structure in Shipping Companies: Case Studies of Brostrom and Concordia AB*. Unpublished Master's Thesis, University of Gothenburg, Gothenburg.
- Imran, K. & Farhan, W. (2016). Impact of Corporate Governance and Ownership Structure on Capital Structure. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 5(11), 119-133.
- Istaitieh, A. & Rodriguez, J. M. (2006). Factor-product markets and firm's capital structure: A literature review. *Review of Financial Economics*, 15(1), 49-75.
- John, K. & Senbet, L.W. (1998). Corporate Governance and board Effectiveness. *Journal of Banking Finance*, 20, 371- 403.

- Khajavi, Sh & Valipoor, H. & Hakimi, B. (2010). The effect of cumulative abnormal returns on the capital structure of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Studies*, 3(5), 53-65. (in Persian)
- Khodamipoor, A., Hooshmand, R. & Mohamadrezakhani, V. (2013). Effect of capital structure on abnormal stock returns, considering the level of concentration in the industry. *Journal of Accounting, University of Azahral*. 1(3), 131-146. (in Persian)
- Kurdistani, G. & Najafi, M. (2008). A review of the theory of capital structure. *Monthly accountant*, 198, 40-48. (in Persian)
- Massulis, R. W. (1983). The Impact of Capital Structure Change on Firm Value: Some Estimates. *The Journal of Financial*, 38(1), 107-126.
- McNulty, T. Zattoni, A. & Douglas, T. (2013). Developing Corporate Governance Research through Qualitative Methods: A Review of Previous Studies, *Corporate Governance: An International Review*, 21(2), 183- 198.
- Moein-ud-Din, M., Ardekani, S., Fadhel Yazdi, A. & Zinedine, L. (2013). The Impact of Corporate Governance on the relationship between capital structure and corporate value with structural equation modeling approach in listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of investment knowledge*, 3(9), 101- 133. (in Persian)
- Mohseni Damnah, Gh. (1998). *Investigating the Impact of Capital Structure on Capital Cost and Return on Equity in Iran's Capital Market*. Master's Thesis. Imam Sadiq University. (in Persian)
- Moradoglu, G. & Wittington, M. (2001). Predicability of UK stock returns by using debt ratios. *Working Paper*, City University London.
- Muradoglu, G. & Sivaprasad, SH. (2007). An Empirical Analysis of Capital Structure and Abnormal Returns. *Available at: <http://ssrn.com/abstract=948393>*.
- Nikoomaram, H. & Rahnama Rudposhti, F. & Zanjirdar, M. (2006). Explaining the relationship between risk and expected rate of return using a conditional model of pricing of declining capital assets. *Journal of Financial Studies*, 1(3), 51-77. (in Persian)

Richardson, S. & Sloan, A. (2003). *External Financing and Financing and Future Stock Returns, the Rodney*. Whrite Center for Financial Research. from: [www.ssrn.com/abstract=285008](http://www.ssrn.com/abstract=285008).

Ripamonti, A. & Kayo, E. (2016). Corporate Governance and Capital Structure in Brazil: Stock, Bonds and Substitution. *Mackenzie Management Review*, 17(5), 85-109.

Sajjadi, A. (2009). Representation Theory in Corporate Governance. *Journal of Faculty of Law and Political Science*, 39 (4), 257-276. (in Persian)

Scott, W.R. (2003). *Financial Accounting Theory*. Published by Prentice Hall.

Archive of SID



Surf and download all data from SID.ir: [www.SID.ir](http://www.SID.ir)

Translate via STRS.ir: [www.STRS.ir](http://www.STRS.ir)

Follow our scientific posts via our Blog: [www.sid.ir/blog](http://www.sid.ir/blog)

Use our educational service (Courses, Workshops, Videos and etc.) via Workshop: [www.sid.ir/workshop](http://www.sid.ir/workshop)