

## تأثیر نسبت‌های سه‌گانه نظام حاکمیت شرکتی بر هزینه سهام عادی با روش GLS

فرزین رضایی<sup>۱\*</sup>، الهام دوستی<sup>۲</sup>

۱- استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

۲- کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

پذیرش: ۹۰/۶/۱۷

دریافت: ۹۰/۲/۷

### چکیده

در این پژوهش تأثیر متغیرهای نظام حاکمیت شرکتی شامل تعهدی غیرعادی، نسبت مدیران غیر موظف و نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه سهام عادی بررسی شده است. آزمون فرضیه‌های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون چندگانه با استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) برای ۶۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۷ و از طریق داده‌های تابلویی انجام شده است.

نتایج پژوهش نشان می‌دهد از بین متغیرهای نظام حاکمیت شرکتی، متغیر اقلام تعهدی غیرعادی و نسبت مدیران غیرموظف ارتباط معناداری با هزینه سهام عادی دارند.

**واژگان کلیدی:** نظام حاکمیت شرکتی، اقلام تعهدی غیرعادی، سرمایه‌گذاران نهادی، مدیران غیرموظف، هزینه سهام عادی.



## ۱- مقدمه

«نظام حاکمیت شرکتی» واکنشی به مسأله نمایندگی است که از «جدایی کنترل از مالکیت» ناشی می‌شود. تا قبل از سال‌های دهه ۱۹۷۰ که «تئوری نمایندگی»<sup>۱</sup> و «تضاد منافع»<sup>۲</sup> ارائه شد، کم‌تر به موضوع «ساختار حاکمیت شرکت‌ها» توجه می‌شد. به دنبال ارائه تئوری نمایندگی، روابط نمایندگی به صورت گسترده‌تری موضوعات مختلف ادبیات مالی را تحت تأثیر قرار داد و به تدریج و به‌خصوص با پدیدار شدن رسوایی‌های مالی و ورشکستگی‌های شرکت‌ها و فسادهای مالی که در اواخر قرن بیستم رخ داد، بحث نظام حاکمیت شرکت‌ها نیز توجه بیش‌تری را به خود معطوف کرد. جدایی مدیریت از مالکیت مباحث تضاد منافع را مطرح نمود و لزوم نظارت و کنترل سهام‌داران بر مدیران را بیش‌تر کرد. در این راستا، رویکردها و روش‌های جدیدی برای ارزیابی عملکرد و همسو کردن منافع سهام‌داران و مدیران مطرح شد و مدیریت بر مبنای ارزش<sup>۳</sup> و حداکثرسازی ثروت سهام‌داران در ادبیات مالی جایگاه تازه‌ای پیدا کرد. در نهایت نیز اصول و رویه‌های حاکمیت شرکتی توسعه پیدا کرد [۱، ص ۲].

## ۲- بیان مسأله

نظام حاکمیت شرکتی یکی از اجزای حیاتی کسب‌وکارهای موفق است که به‌طور گسترده از طرف عموم به‌کار برده می‌شود. تفکیک مالکیت و مدیریت در سازمان‌ها، عدم تقارن اطلاعات میان سهام‌داران و مدیران را به‌وجود می‌آورد. در نتیجه سهام‌داران با خطرپذیری مواجه می‌شوند. این عدم تقارن اطلاعات در زمانی که مدیران به دنبال منافع شخصی خود با صرف هزینه از جانب سهام‌داران باشند، چالشی اساسی را ایجاد می‌کنند. عدم تقارن اطلاعات هم‌چنین وقتی که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند ارزش (اقتصادی) واقعی شرکت را تشخیص دهند با انتخاب نادرست مواجه می‌شوند. اطلاعات ناقص انتشار یافته از عملکرد مدیریت و ابهام در ارزش اقتصادی شرکت منتهی به تحمیل خطرپذیری نمایندگی بیش‌تر به سهام‌داران می‌شود. حاکمیت شرکتی مجموعه‌ای از فرایندهایی است که کاهش خطرپذیری نمایندگی را از طریق

---

1. Agency theory  
2. Conflict of interest  
3. Value based management



افزایش نظارت بر اقدامات مدیران، محدود نمودن رفتار سوداگران آن‌ها و بهبود کیفیت اطلاعات انتشار یافته شرکت‌ها مد نظر دارد.

با مطالعه تحقیقات قبلی ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی به شرح زیر بررسی شده است:

۱- ارقام تعهدی غیرعادی<sup>۱</sup>؛

۲- سرمایه‌گذاران نهادی<sup>۲</sup>؛

۳- اعضای غیرموظف مستقل هیأت مدیره<sup>۳</sup>.

اطلاعات مالی با کیفیت می‌توانند به عنوان یک عنصر حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شوند از این نظر که افشای جامع و شفافیت مالی، عدم تقارن اطلاعات میان مدیران و سهام‌داران را کاهش می‌دهد. نظریه‌های مالی فرض می‌کنند که اطلاعات مالی با کیفیت، هزینه سهام‌عادی را از دو طریق کاهش می‌دهد:

الف- افزایش نقدینگی بازار و به این وسیله کاهش هزینه‌های مبادله یا افزایش تقاضا برای اوراق بهادار یک شرکت یا با ۲- کاهش خطرپذیری اطلاعاتی سرمایه‌گذاران [۲، صص ۹-۱۵].

ارقام تعهدی به دو جزء اختیاری (غیرعادی) و غیراختیاری (عادی) تفکیک می‌شوند. ارقام تعهدی غیراختیاری به واسطه مقررات، سازمان‌ها و دیگر عوامل خارجی محدود هستند. در حالی که ارقام تعهدی اختیاری به وسیله مدیریت قابل اعمال نظر می‌باشند. بنابراین جزء اختیاری (غیرعادی) ارقام تعهدی به عنوان شاخصی در جهت کشف مدیریت سود، در مطالعات حسابداری به کار گرفته شده است [۳، ص ۶۵].

ب- سطح مالکیت سازمانی در صندوق‌های بازنشستگی دولتی به کمک متغیرهای تعداد سرمایه‌گذاران حقوقی و درصد مالکیت داخلی برای نشان دادن تأثیر ساختار مالکیت شرکت‌ها بر هزینه سهام به کار رفته است. این ویژگی حاکمیت شرکتی می‌تواند هزینه سرمایه شرکت‌ها را از دو طریق کاهش دهد:

۱- قوانین رسیدگی (نظارت) بیرونی عملکرد مدیریت به وسیله سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی فعال.

۲- افزایش متقارن انگیزه (پاداش و سود) برای مدیران و سهام‌داران از طریق انتشار سهام داخلی.

---

1. Abnormal Accruals  
2. Instownership  
3. Independence



با این حال سرمایه‌گذاران حقوقی به دلیل دارا بودن حق رأی برتر نسبت به سایر سرمایه‌گذاران می‌توانند خطرپذیری نمایندگی و سپس هزینه سهام عادی شرکت‌ها را افزایش دهند؛ به‌طور مثال آن‌ها می‌توانند سهام شرکت‌های هدف را از طریق اجاره مدت‌دار خریداری کنند [۴، صص ۲۷۵-۳۰۰].

۳- نقش هیأت مدیره، نظارت مستقل بر مدیریت و مسئولیت‌پذیر کردن مدیران در برابر منافع سهام‌داران است. براساس یک رویکرد کلی زمانی که پایگاه قوی از مدیران مستقل در هیأت مدیره وجود داشته باشد، هیأت مدیران در کنترل مدیریت، مؤثرتر عمل خواهند کرد [۲، ص ۱۵].

براساس گزارش کدبری در سال ۱۹۹۲ توصیه شده است که باید بین اعضای هیأت مدیره، توازن قوا وجود داشته باشد تا هیچ کس قادر به کنترل «بی‌قید و شرط» فرایند تصمیم‌گیری در شرکت نباشد [۵]. از دیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیرموظف (غیراجرایی) و مستقل در هیأت مدیره شرکت‌ها و عملکرد نظارتی آنان به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهام‌داران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند [۶، ص ۶۸].

در این تحقیق سعی بر آن است که ارتباط هزینه سهام عادی و ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی مورد آزمون قرار گیرد. سوال‌های اصلی که این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ آنهاست به شرح زیر می‌باشد:

- آیا هزینه سهام عادی با ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی ارتباط دارد؟
- در صورت وجود ارتباط، هزینه سهام عادی با کدامیک از ویژگی‌های نظام حاکمیت شرکتی ارتباط بیشتری دارد؟

پروژه‌گاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

### ۳- چارچوب نظری تحقیق

چارچوب‌های نظری متفاوتی برای تحلیل نظام حاکمیت شرکتی وجود دارد که هر کدام از دیدگاه خاصی به این موضوع می‌پردازند. تئوری نمایندگی از دیدگاه مالی و اقتصادی به موضوع پرداخته است، درحالی که تئوری گروه‌های ذینفع از دیدگاه اجتماعی به حاکمیت شرکتی نگاه کرده است، هر چند تفاوت‌های آشکاری بین چارچوب‌های نظری وجود دارد، اما هر کدام از آن نظریه‌ها سعی در تجزیه و تحلیل مسائل و مشکلات دارند و نقاط مشترک زیادی بین آن‌ها وجود دارد [۷، ص ۴۶].



اولین بار تئوری نمایندگی به‌وسیله جنسن و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ بیان شد [۸]، صص ۳۵-۳۶]. آن‌ها مدیران را به عنوان نماینده و سهام‌داران را به‌عنوان صاحبان شرکت در نظر گرفتند. در شرکت‌هایی با سهام‌داران پراکنده چون امکان نظارت و کنترل شرکت به‌وسیله سهام‌داران جزء وجود ندارد، مدیران به‌عنوان نماینده سهام‌داران به دنبال منافع خویش می‌باشند، در حالی که براساس تئوری‌های مالی هدف از فعالیت شرکت‌ها، در درجه اول حداکثرسازی ثروت سهام‌داران است.

تئوری گروه‌های ذینفع در طول دهه هفتاد و نخستین بار به‌وسیله فریمن در سال ۱۹۸۴ در مباحث مدیریتی مطرح شد [۹]. هدف این تئوری دستیابی به مجموعه‌ای از خواسته‌های اجتماعی و سازمانی است. براساس تئوری گروه‌های ذینفع شرکت‌ها در حال گسترش هستند و تأثیر آن‌ها بر جامعه رو به افزایش است، بنابراین به‌جای این‌که در برابر سهام‌داران مسؤول باشند، باید در برابر بخش‌های زیادی از جامعه مسؤولیت‌پذیر باشند [۱۰، صص ۱۶].

### ۳-۱- تحقیقات خارجی

قزلی در سال ۲۰۱۰م. روابط بین "ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت" را در شرکت‌های مالزی بررسی کرد. پس از بحران مالی آسیا در سال ۱۹۹۷ دولت مالزی قوانین مالی جدیدی بر روی نظام حاکمیت شرکتی اعمال کرد [۱۱، صص ۱۰۹-۱۱۹].

هدف از تحقیق وی ارزیابی تأثیر قوانین جدید بر روی عملکرد شرکت‌ها بود. ساختار مالکیت به‌وسیله متغیرهای مالکیت داخلی و خارجی، حاکمیت شرکتی به‌وسیله اندازه و استقلال هیأت مدیره و عملکرد شرکت هم به‌وسیله کیو توین اندازه‌گیری شد. نتایج تحقیق نشان داد بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. در حالی‌که بین هیچ کدام از متغیرهای حاکمیت شرکتی با کیو توین ارتباط معناداری وجود نداشت.

رورت در سال ۲۰۰۹ رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه سهام عادی را در شرکت‌های اسپانیایی بررسی کرد [۱۲، صص ۱۳۴]. این تحقیق بر پنج ویژگی نظام حاکمیت شرکتی (استقلال هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، استقلال کمیته هیأت مدیره و وجود هر دو کمیته حسابرسی و نامزدی) متمرکز بود. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌هایی با کیفیت بالای نظارتی هزینه سهام عادی پایین‌تری حتی پس از کنترل شاخصه‌های خطرپذیری فاما و جنسن (۱۹۸۳) دارند [۱۳، صص ۲۵-۳۰۱].



تسای و گو در سال ۲۰۰۷ ارتباط بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت در صنعت کازینو برای سال‌های ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۳ را مورد پژوهش قرار دادند [۱۴، صص ۵۱۷-۵۳۰]. مالکیت نهادی برابر درصد سهام نگهداری شده به وسیله شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه است و آن شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت می‌باشند. آن‌ها نشان دادند که سرمایه‌گذاری نهادی در کازینوها ممکن است به سرمایه‌گذاران این صنعت کمک کند تا مسائل نمایندگی به دست آمده از تفکیک مدیریت و مالکیت را کاهش دهند.

فرانسیس و همکارانش در سال ۲۰۰۵ در تحقیق خود عنوان کردند کیفیت اقلام تعهدی معیار تشخیص ابهام موجود در مورد گردش وجه نقد آینده شرکت می‌باشد [۱۵، صص ۲۹۵-۳۰۸]. کیفیت اقلام تعهدی از نظر سرمایه‌گذاران به معنای نزدیکی سود حسابداری به وجه نقد می‌باشد. بنابراین کیفیت ضعیف اقلام تعهدی باعث می‌شود که مبهم بودن اطلاعات افزایش یافته و خطرپذیری سرمایه‌گذاری نیز به دنبال آن افزایش پیدا کند. شرکت‌هایی که از کیفیت اقلام تعهدی ضعیف‌تری برخوردار بودند، نسبت هزینه بهره به بدهی بهره‌دار بالاتر و نسبت بدهی پایین‌تری داشتند.

در این مطالعه نشان داده شده است شرکت‌هایی که از کیفیت اقلام تعهدی مناسبی برخوردار بودند، هزینه سرمایه کم‌تری داشتند. به عبارت دیگر بین هزینه سرمایه شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آن‌ها از کیفیت پایینی برخوردار بود و شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آن‌ها از کیفیت بالایی برخوردار بود، اختلاف معناداری وجود داشت.

### ۲-۳- تحقیقات داخلی

در تحقیق انجام شده به وسیله ثقفی و بولو در سال ۱۳۸۸، رابطه بین هزینه سهام عادی با چهار ویژگی سود شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن سود بررسی شد [۱۶، صص ۴-۲۹].

هدف اصلی از انجام این تحقیق ارتباط هزینه سهام عادی با ابعاد مختلف کیفیت سود و بررسی میزان توجه سرمایه‌گذاران نهادی به کیفیت سود بود. به این منظور اطلاعات ۶ ساله ۴۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون شد. یافته‌های تحقیق نشان داد که



هزینه سهام عادی با ویژگی‌های پایداری و هموار بودن سود رابطه معنادار ولی با دو ویژگی دیگر سود فاقد رابطه معنادار است.

نوروش و همکارانش در سال ۱۳۸۸ رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند [۱۷، صص ۴-۲۷]. در این راستا ۸۸ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۵ انتخاب شد.

نتایج این تحقیق نشان‌دهنده اعمال نفوذ مؤثر و فعال سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌گیری‌های مدیریت شرکت و کاهش تضاد منافع مدیران و کارکنان می‌باشد، در نتیجه با افزایش درصد مالکیت نهادی، هزینه‌های نمایندگی کاهش پیدا می‌کند. از طرفی با توجه به یافته‌های تحقیق افزایش درصد اعضای غیر موظف منجر به بهبود نظارت هیأت مدیره بر مدیریت می‌گردد.

در تحقیق انجام شده به وسیله فعلی در سال ۱۳۸۷، رابطه نظام حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت [۱۸، ص ۱]. هدف آن تحقیق بررسی نقش سهام‌داران نهادی و درصد مدیران غیر موظف به عنوان معیارهایی از معیارهای حاکمیت شرکتی بر ارزش شرکت بود. به این منظور اطلاعات ۴ ساله ۹۷ شرکت بررسی شد. یافته‌های آن تحقیق نشان داد با توجه به آن‌که میزان مالکیت نهادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران زیاد می‌باشد، رابطه معناداری بین سهام‌داران نهادی و ارزش شرکت وجود دارد. هم‌چنین با توجه به این‌که در کلیه شرکت‌های نمونه حداقل یک عضو غیر موظف در هیأت مدیره وجود دارد، رابطه معناداری بین وجود مدیران غیر موظف و ارزش شرکت وجود دارد. در نتیجه می‌توان بیان کرد که بین معیارهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت رابطه معناداری وجود داشته است.

### ۳-۲-۱- فرضیه‌های تحقیق

- فرضیه ۱: اقلام تعهدی غیرعادی بر هزینه سهام عادی تأثیر معنادار دارد.
- فرضیه ۲: نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه سهام عادی تأثیر معنادار دارد.
- فرضیه ۳: نسبت مدیران غیرموظف بر هزینه سهام عادی تأثیر معنادار دارد.

### ۳-۲-۲- قلمرو تحقیق

قلمرو تحقیق از بعد زمانی، اطلاعات شرکت‌های نمونه در یک دوره ۵ ساله در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ می‌باشد و از بعد مکانی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است.



### ۳-۳-۳- جامعه آماری، حجم نمونه و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری حذف نظام‌مند به شرح زیر استفاده شده است:

- ۱- دوره مالی شرکت‌های نمونه منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - ۲- وقفه معاملاتی بیش از ۴ ماه در بورس اوراق بهادار تهران نداشته باشد.
  - ۳- جز شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، نهادهای پولی بانکی و هلدینگ نباشند (درآمد اصلی شرکت‌های تولیدی از محل فروش محصولات می‌باشد در حالی که در شرکت‌های سرمایه‌گذاری از طریق خرید و فروش سهام می‌باشد. از این رو به دلیل اثر نوع صنعت، شرکت‌های فوق از نمونه‌گیری حذف شده‌اند).
  - ۴- اطلاعات آن‌ها در دسترس باشد.
  - ۵- تغییر دوره مالی، طی دوره تحقیق نداشته باشد
- با توجه به شرایط فوق تعداد ۶۵ شرکت انتخاب شدند.

### ۳-۴- ابزارها و شیوه‌های گردآوری اطلاعات

برای گردآوری اطلاعات تحقیق حاضر از مطالعات کتابخانه‌ای استفاده شد. داده‌های مربوط به متغیرهای تحقیق از صورت‌های مالی شرکت‌ها، گزارش هیأت مدیره و صورت جلسه‌های مجمع عمومی، مجموعه آماری موجود در سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شد. به منظور واکاوی داده‌ها و به دست آوردن نتایج، از روش رگرسیون به طریق داده‌های تابلویی و به کمک نرم‌افزار آماری Eviews استفاده شد.

### ۳-۵- روش تحقیق

این تحقیق از نوع همبستگی و روش‌شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی است و چون می‌تواند در فرایند استفاده از اطلاعات کاربرد داشته باشد، از این رو نوع تحقیق کاربردی است.





جدول ۱ اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

متغیرها	نحوه محاسبه
اقلام تعهدی غیرعادی	<p>محاسبه جمع اقلام تعهدی:</p> $TA_t = \frac{NI_t - CFO_t}{TA'_{t-1}}$ <p> <math>NI_t</math>: سود عملیاتی سالیانه  <math>CFO_t</math>: جریان‌های نقدی عملیاتی سالیانه  <math>TA'_{t-1}</math>: جمع دارایی‌های نخست سال                      برآورد پارامترهای <math>\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3</math>:                 </p> $TA_t = \alpha_1 \times \frac{1}{TA'_{t-1}} + \alpha_2 \Delta Rev_t + \alpha_3 PPE_t$ $\Delta Rev_t = \frac{S_t - S_{t-1}}{TA'_{t-1}}$ <p> <math>S_t</math>: جمع فروش سال t  <math>S_{t-1}</math>: جمع فروش سال t-1  <math>\Delta Rev_t</math>: درصد تغییرات درآمد فروش  <math>PPE</math>: بهای تمام شده اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات                      محاسبه اقلام تعهدی مورد انتظار:                 </p> $EA_t = \alpha_1 \times \frac{1}{TA'_{t-1}} + \alpha_2 (\Delta Rev_t - \Delta AR_t) + \alpha_3 PPE_t + \varepsilon$ $\Delta AR_t = \frac{AR_t - AR_{t-1}}{TA'_{t-1}}$ <p> <math>AR_t</math>: حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری در سال t  <math>AR_{t-1}</math>: حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری در سال t-1  <math>\Delta AR</math>: درصد تغییرات حساب‌ها و اسناد دریافتی تجاری                      محاسبه اقلام تعهدی غیرعادی:                 </p> $AA_t = TA_t - EA_t$ <p> <math>AA_t</math>: اقلام تعهدی غیرعادی در سال t  <math>TA_t</math>: جمع اقلام تعهدی در سال t  <math>EA_t</math>: جمع اقلام تعهدی مورد انتظار در سال t                 </p>
نسبت اعضای غیر موظف هیأت مدیره	تعداد مدیران غیرموظف بر کل تعداد اعضای هیأت مدیره تقسیم می‌گردد.
نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	تعداد سهام سرمایه‌گذاران نهادی بر کل تعداد سهام عادی شرکت در ابتدای دوره تقسیم می‌گردد.
هزینه سهام عادی	<p>برای محاسبه هزینه سهام عادی از متغیر جانشین استفاده می‌کنیم که مقیاس مناسبی برای اندازه‌گیری این متغیر می‌باشد.</p> $CoE_{it} = \frac{E_t}{P_{t-1}}$ <p>در واقع سود هر سهم در پایان هر دوره مالی (<math>E_t</math>) نسبت به قیمت سهام در ابتدای دوره مالی (<math>P_{t-1}</math>) میزان هزینه انتشار سهام عادی را بیان می‌کند.</p>



### ۳-۶- آزمون فرضیه‌های تحقیق

۳-۶-۱- فرضیه اول: «اقدام تعهدی غیرعادی بر هزینه سهام عادی تأثیر معنادار دارد».

الگوی رگرسیونی و نتایج آماری که برای بررسی فرضیه اول استفاده می‌شود، به صورت زیر است:

$$CoE_{it} = \alpha + \alpha_1 IO + \alpha_2 AR_{(1)} + \varepsilon$$

الگوی ۱:

جدول ۲ ضرایب الگوی رگرسیونی فرضیه اول

سطح معناداری	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب B	اجزای مدل
۰/۰۰۰	۱۸/۹۸۸	۰/۰۰۹۵	۰/۱۸۱۷	ضریب ثابت
۰/۰۷۹۲	۱/۸۳۰۲	۰/۰۲۳۷	۰/۰۲۶۸	اقدام تعهدی غیرعادی
۰/۰۰۰	۷/۱۲۵	۰/۰۵۲۸	۰/۳۷۱۰	AR (1) <sup>۱</sup>

جدول ۳ آزمون معناداری کل مدل اصلی اول

آماره دوربین واتسون	سطح معناداری (sig)	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده (AD R <sup>2</sup> )	ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )
۱/۹۳۴	۰/۰۰۰	۲۶/۲۵۲	۰/۱۳۵۵	۰/۱۴۰۹

نتایج به دست آمده از برآورد مدل ۱ نشان می‌دهد، ضریب متغیر مستقل اقدام تعهدی غیرعادی ۰/۰۲۶۸ می‌باشد که احتمال آن ۰/۰۷۹۲ است و در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین فرضیه اصلی اول تأیید می‌شود. مقدار آماره F الگوی برابر ۲۶/۲۵ می‌باشد و

۱. در نرم‌افزار Eviews برای رفع خود همبستگی با توجه به الگو، عبارت (AR(Auto Regressive) و یا ARMA(Auto Regressive Moving Average) اضافه می‌شود.



با توجه به میزان احتمال آماره F که کوچک‌تر از ۰/۰۱ است، کل الگوی تخمین زده شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌شود. ضریب تعیین به دست آمده نیز نشان می‌دهد که نزدیک ۱۳/۵ درصد از تغییرات در هزینه نزدیک عدد ۲ بوده و نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی است.

### ۳-۶-۲- فرضیه دوم: «نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر هزینه سهام عادی تأثیر معنادار دارد».

الگوی رگرسیونی که برای بررسی فرضیه دوم استفاده می‌شود، به صورت زیر است:

$$CoE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 IO + \alpha_2 AR_{(1)} + \varepsilon_t$$

الگوی ۲:

خلاصه نتایج آماری الگوی رگرسیونی سرمایه‌گذاران نهادی و هزینه سهام عادی در جدول‌های زیر آمده است:

جدول ۴ ضرایب مدل رگرسیونی فرضیه دوم

اجزای الگو	ضرایب B	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۱۸۱۷	۰/۰۰۰۹۶	۱۸/۹۲۴	۰/۰۰۰
نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۰۰۱۰	۰/۰۲۳۲	۰/۰۴۳۱	۰/۹۶۵۶
AR(1)	۰/۳۷۷۱	۰/۰۵۲۸	۷/۱۴۱	۰/۰۰۰

جدول ۵ آزمون معناداری کل مدل اصلی دوم

آماره دوربین واتسون	سطح معناداری (sig)	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده (AD R <sup>2</sup> )	ضریب تعیین (R <sup>2</sup> )
۱/۹۱۸	۰/۰۰۰	۲۵/۵۱	۰/۱۳۲	۰/۱۳۷

با توجه به جدول‌های فوق، ضریب متغیر مستقل ۰/۰۰۱ و احتمال آن ۰/۹۶۵ است. بنابراین ضریب به‌دست آمده برای متغیر مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی از نظر آماری معنادار نشده و فرضیه دوم رد می‌شود. مقدار آماره F نشان می‌دهد الگوی تخمین زده شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. مقدار آماره دوربین واتسون نیز نزدیک عدد ۲ بوده و نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی است.

۳-۶-۳- فرضیه سوم: «نسبت مدیران غیرموظف بر هزینه سهام عادی تأثیر معنا دارد».

الگوی رگرسیونی که برای بررسی فرضیه سوم استفاده می‌شود، به صورت زیر است:

$$CoE_{it} = a + a_1ID + a_2AR_{(1)} + e$$

الگوی ۳:  $CoE_{it} = a + a_1ID + a_2AR_{(1)} + e$

جدول ۶ ضرایب الگوی رگرسیونی فرضیه سوم

اجزای الگو	ضرایب B	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
ضریب ثابت	۰/۱۸۱۷	۰/۰۰۹۶	۱۸/۸۳۸	۰/۰۰۰
نسبت مدیران غیرموظف	-۰/۰۴۷۱	۰/۰۲۵۸	-۱/۸۲۱۲	۰/۰۶۹۵
AR(1)	۰/۳۷۸۵	۰/۰۵۹۸	۶/۳۲۸۹	۰/۰۰۰

جدول ۷ آزمون معناداری کل مدل اصلی سوم

آماره دوربین واتسون	سطح معناداری (sig)	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده ( $AD R^2$ )	ضریب تعیین ( $R^2$ )
۱/۹۱۷	۰/۰۰۰	۲۷/۰۸۸	۰/۱۳۹۴	۰/۱۴۴۷



بررسی نتایج به‌دست آمده از برآورد مدل ۳ نشان می‌دهد که متغیر نسبت مدیران غیرموظف با احتمال ۰/۰۶۹۵ در سطح اطمینان ۹۰ درصد معنادار می‌باشد. بنابراین فرضیه سوم تأیید می‌گردد. ضریب تعیین این الگو ۰/۱۳۹۴ بوده و نشان می‌دهد که حدود ۱۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته توسط متغیر نسبت مدیران غیرموظف توضیح داده می‌شود. مقدار آماره F نشان می‌دهد الگوی تخمین زده شده در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار است. هم‌چنین مقدار آماره دوربین واتسون نزدیک عدد ۲ است، بنابراین در این الگو نیز مشکل همبستگی پیاپی ملاحظه نمی‌شود.

#### ۴- نتیجه‌گیری

در این تحقیق از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف نظام‌مند و با در نظر گرفتن اثر نوع صنعت، ۶۵ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند که در این صورت با برآورد الگوی رگرسیون چندگانه، الگوی رگرسیون به روش داده‌های تابلویی و بررسی روابط بین متغیرهای الگو به آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد.

نتایج تحقیق نشان داد زمانی که میزان قضاوت‌های مدیریت از طریق سیاست‌گذاری در رویه‌های مختلف حسابداری افزایش پیدا کند و این افزایش ناشی از عوامل طبیعی عملیات شرکت نباشد، شرایط ابهام مالکان را فراهم می‌کند. از این رو با اعمال نظر اختیاری مدیران سطح خطر اطلاعاتی و بازده مورد انتظار مالکان افزایش پیدا کرده و باعث افزایش سطح هزینه سهام عادی می‌شود. با افزایش خطر که از نوع خطر اطلاعاتی است، مالکان توقع بازده بیش‌تری دارند. به این ترتیب سطح هزینه سهام عادی افزایش پیدا می‌کند. به عبارت دیگر، ارتباط مثبت و معناداری بین اقلام تعهدی غیرعادی و هزینه سهام عادی وجود دارد. از طرف دیگر با نظارت بهتر مدیران غیرموظف، فرصت‌طلبی مدیران کم‌تر شده و در نتیجه هزینه سهام عادی کاهش پیدا می‌کند. اثر بخشی تفکیک تصمیم‌گیری به‌وسیله مدیریت و کنترل هیأت مدیره از آن‌جا نشأت می‌گیرد که مدیران غیرموظف به دلیل منافع خود حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نمی‌باشند. از آن جایی که مدیران غیرموظف بیش‌تر در سایر شرکت‌ها



دارای سمت‌های اجرایی مدیریت یا تصمیم‌گیری می‌باشند، انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم‌گیری و برخورداری از فرصت‌های شغلی بهتر در آینده دارند. عدم هم‌سویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیرموظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر مدیریت شرکت به دلیل حضور مدیران غیرموظف در هیأت مدیره و در نتیجه بهبود عملکرد شرکت‌شده و کاهش هزینه را به دنبال خواهد داشت.

#### ۱-۴- پیشنهادهایی برای تحقیقات آینده

- ۱- بررسی عوامل مؤثر بر هزینه سهام عادی از جمله افشای اختیاری، عوامل اقتصاد کلان (نرخ تورم، نرخ بهره و...)
- ۲- استفاده از سایر مکانیزم‌های نظام حاکمیت شرکتی بر هزینه سهام عادی؛
- ۳- در نظر گرفتن سایر عوامل تأثیرگذار بر بعد نظارتی مدیران غیرموظف (تحصیلات، عضویت هم‌زمان در چند هیأت مدیره، تخصص‌های مرتبط و...) در تحقیق مشابه؛
- ۴- بررسی رابطه بین نظام حاکمیت شرکتی و ویژگی‌های سود.

#### ۵- منابع

- [۱] عیوضلو ر، صادقی م؛ «خصوصی‌سازی و حاکمیت شرکتی»، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس، ۲، ۱۳۷۸.
- [2] Ashbaugh H, D.W. Collins, LaFond R. ;"Corporate governance and the cost of equity capital";www.ssrn.ir , 2004.
- [۳] مشایخی ب، مهرانی س، کرمی غ، مهرانی ک؛ «نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ بررسی‌های حسابداری، شماره ۴۲، ۱۳۸۴.
- [4] Dann L., DeAngelo H.; "Standstill agreements, privately negotiated stock repurchases, and the market for corporate control"; *Journal of Financial Economics* 11, 1983.



- [5] Cadbury Code; "Report of the committee on financial aspects of corporate governance: The code of best practice"; *Gee Professionel Publishing*, London, 1992.
- [۶] شعری ص.، مرفوع م.؛ «رابطه درصد اعضای غیرموظف هیئت مدیره و سرمایه‌گذاران نهادی با پیش‌بینی سود شرکت‌ها»؛ *مطالعات حسابداری*، شماره ۱۷، ۱۳۸۶.
- [۷] رهنمای رود پستی ف.، اصلانی ف.؛ «بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و روشهای تأمین مالی و سودآوری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ *مجله مدیریت*، شماره ۱۶۰۵-۲۷۴۹، ۴۶، ۱۳۸۷.
- [8] Jensen M.C, Meckling W.H ; "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure" ; *Journal of Financial Economics* 11, 1976.
- [9] Freeman R. Edward; *Strategic management: A stakeholder approach*: Pittman Books Limited, 1984.
- [10] Solomon J., Solomon A. ; "Corporate governance and accountability", John Wiley & Sons, LTD, England, 16, 2005.
- [11] Ghazali, N.A.M.; "Ownership structure corporate governance and corporate performance in Malaysia; *International Journal of Commerce and Management*, Vol. 20, No. 2, 2010.
- [12] Revert C.; De better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?: Evidience from Spanish firms ; *Corporate Governance*, Vol. 9, No. 2, 2009.
- [13] Fama E. F., Jensen, M.C ; "Separation of ownership and control"; *Journal of Low and Economics*, Vol. 26, 1983.
- [14] Tsaia H., Gu Z. ; "The relationship between institutional ownership and Casino firm performance"; *Hospitality Management*, Vol. 26, 2007.
- [15] Francis J., R. LaFond, P. Olsson & Schipper K.; "The market pricing of accruals quality"; *Journal of Accounting and Economics* 39, 2005.



[۱۶] نقفی ع.، بولو ق.؛ «ویژگی‌های سود و هزینه سهام عادی»؛ تحقیقات حسابداری، شماره ۲، ۱۳۸۸.

[۱۷] نوروش ا.، کرمی غ.، وافی ثانی ج.؛ «بررسی رابطه سازوکارهای نظام حاکمیت شرکت و هزینه‌های نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»؛ تحقیقات حسابداری، شماره ۱، ۱۳۸۸.

[۱۸] فعلی م.؛ «بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت»؛ پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ۱۳۸۷.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی