

ارتباط تعهد مدیریتی با اهرم مالی

مهرداد گلیجانی^{۱*}

آزاده مسیح پور^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۳/۰۴

چکیده

هدف پژوهش حاضر، بررسی ارتباط تعهد مدیریتی با شاخص اهرم مالی در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و به لحاظ ماهیت و روش، توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در بازه زمانی ۵ ساله ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ است که از طریق نمونه‌گیری حذف سیستماتیک در مجموع ۱۲۸ شرکت مورد مطالعه قرار گرفتند. در جمع‌آوری داده‌های پژوهش از روش کتابخانه‌ای و نرم‌افزارهای اطلاعات مالی شرکت‌های بورس اوراق بهادار استفاده شد. در بررسی روابط میان متغیرهای پژوهش، از مدل ایدآ گورمزی (۲۰۱۷) استفاده شد. در تجزیه و تحلیل داده‌ها، از آمار استنباطی (تحلیل رگرسیون) و نرم‌افزار Eviews استفاده گردید. یافته‌های مطالعه نشان می‌دهد تعهد مدیریتی به شکل منفی با شاخص اهرم ارتباط دارد. دوگانگی وظیفه مدیر عامل و میزان مالکیت سهام مدیر عامل با شاخص اهرم مالی ارتباط معناداری دارد.

واژگان کلیدی

تعهد مدیریتی، اهرم مالی، بورس اوراق بهادار تهران.

۱- استادیار گروه حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران. (m.goleyjani1@yahoo.com)

۲- کارشناس ارشد گروه حسابداری، واحد تنکابن، دانشگاه آزاد اسلامی، تنکابن، ایران.

۱. مقدمه

هدف موسسات بازرگانی، حداکثر نمودن ثروت سهامداران است. به منظور نیل به هدف مذکور سازمانها سعی می کنند سیاست ها و تصمیمات مناسبی را اتخاذ کنند که در مجموع می توان آن ها را وظایف اصلی مدیران مالی تلقی کرد. تعهد مدیریتی^۱ به عنوان یکی از اعمالی شناخته می شود که از سوی یک مدیر عامل به منظور حفظ موقعیت خود در یک شرکت انجام می گیرد. یک مدیر تلاش می کند تا برخی از استراتژی های تعهد را اعمال کند. مدیر عامل نیز بر سرمایه گذاری هایی تمرکز می کند که با فعالیت های او مرتبط هستند، اگرچه سود این سرمایه گذاری ها برای شرکت مناسب نباشد (اشلیفر و ویشنی، ۱۹۸۹). مدیر عامل همچنین می تواند با دستکاری اطلاعات، نادیده گرفتن برخی از آن ها و بزرگنمایی سایر اطلاعات در سرمایه گذاری شرکت تغییر ایجاد کرده و ارزش سرمایه های انسانی را از این طریق افزایش دهد (استیگلیتز و الدین، ۱۹۹۲). پیگه (۱۹۹۸) بیان می دارد که عضو بودن مدیر عامل در یک مجموعه ی کاری که همانند شبکه عمل می کند می تواند به تعهد مدیر عامل نیز کمک کند؛ چرا که ارتباط با مدیران (پيجارد-استمفورد، ۱۹۹۸) و سهامداران (پاکوروت، ۱۹۹۷) این فرصت را در اختیار مدیر عامل قرار می دهد تا کنترل و قدرت بیشتری بر محیط کاری داشته باشد. از طریق چنین استراتژی هایی، مدیر عامل می تواند یک مکانیسم کنترل را اعمال نماید. اهرم مالی عبارت است از استفاده از انواع ابزارهای مالی یا بدهی برای افزایش نرخ بازده بالقوه سرمایه گذاری. شرکتی که برای تأمین مالی دارایی های خود بیشتر از بدهی استفاده کرده باشد، شرکت اهرمی گفته می شود. در نظریات نوین مالی وظایف یک مدیر مالی در یک واحد بازرگانی تصمیم های مربوط به سرمایه گذاری، تصمیم های تأمین مالی و تصمیم های تقسیم سود می باشد. هدف مدیریت مالی از اتخاذ چنین تصمیم هایی حداکثر کردن ارزش شرکت می باشد؛ بنابراین یک شرکت در راستای به حداکثر رساندن ارزش شرکت باید تعیین کند که در کجاها باید سرمایه گذاری انجام دهد. یک مدیر مالی باید همیشه مراقب باشد که روش های تأمین مالی با نوع سرمایه گذاری شرکت سازگار باشد، همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا به صورتی باشد که هم ارزش شرکت حداکثر گردد و هم اینکه هزینه های ورزشکستگی زیادی برای شرکت تحمیل نشود.

بسیاری از مطالعات بر ارتباط میان تعهد مدیر عامل و بدهی ها در بسیاری از مناطق دنیا تمرکز داشته اند، به ویژه در کشورهایی که نظام راهبری شرکتی در آن ها خارجی بوده است (برگر، اوفک و یرماک، ۱۹۹۷: امریکا - دی یونگ و ولد، ۲۰۰۱: هلند - بونکانوانیچا، گوپتا و روکیم، ۲۰۰۸: تایلند و اندونزی - پوخارل، ۲۰۱۳: نپال). این نکته نیز مد نظر بوده است که چنین تحقیقاتی در کشورهایی که دارای سیستم کنترل و مالکیت متمرکز هستند بسیار نادر بوده است (نظام هایی با راهبرد داخلی). لذا در این مطالعه به این سوال پاسخ خواهیم داد که آیا تعهد مدیریتی با اهرم مالی ارتباط معناداری دارد؟

¹ - manager's entrenchment

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱. اهرم مالی

اهرم مالی به تغییرات سود سهامداران عادی در مقابل نوسانات سود قبل از کسر مالیات اشاره دارد. این تغییر در اثر انتشار سهام ممتاز و استقراض به وجود می آید (سلطان پناه و حسنی، ۱۳۸۶، ص ۹۳). اهرم مالی میزان استفاده از بدهی برای تأمین مالی دارایی ها را نشان می دهد. ارتباط بین بدهی و سرمایه در تأمین دارایی های یک شرکت را اهرم مالی می گویند که از نسبت بدهی به دارایی محاسبه می شود (سلطان پناه و حسنی، ۱۳۸۶، ص ۹۹).

۲-۲. تعهد مدیریت

تعهد مدیریتی به طور کلی توجه به تعهد سازمان در برابر کارکنان است و تعهدی است که توسط مدیران نسبت به کارکنان که شالوده سازمان هستند یا تلاش در جهت حمایت از افزایش عملکرد دارند، صورت می گیرد (درخشنده و انصاری، ۱۳۹۳، ص ۷۵).

۲-۳. پیشینه داخلی

علی نژاد سارو کلائی و تارفی (۱۳۹۶) در مطالعه‌ای به تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی، پرداختند. مدیران باید توانایی لازم را برای شناسایی جایگاه و ویژگی خاص شرکت داشته تا بر اساس شناخت خود بتواند بهترین تصمیم را برای شرکت اتخاذ کند. یکی از این تصمیمات مهم، تصمیمات مرتبط با تأمین مالی شرکت است. به همین منظور در این پژوهش به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها پرداخته شد. در این راستا صورت‌های مالی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۳ برای ۱۳۳ شرکت مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است. به منظور سنجش توانایی مدیریت از الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) و برای محاسبه سیاست تأمین مالی از سه متغیر اهرم مالی، سررسید بدهی و سطح نگهداشت وجه نقد استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از این است که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار داشته است که می‌تواند نشان‌دهنده این موضوع باشد که مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند به جهت انجام سرمایه‌گذاری‌های سودآور و بالا نشان دادن توانایی‌های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می‌کنند.

رضایی و صابرفرد (۱۳۹۵) در مطالعه‌ای به تأثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت‌ها، پرداختند. در این پژوهش تعداد ۱۲۵ شرکت در قالب دو گروه (شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا و پایین) تفکیک و در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۳ مورد بررسی قرار گرفته است. معیارهای مدیریت سود واقعی شامل: جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولید غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی می‌باشد. برای بررسی تأثیر اهرم مالی بر معیارهای مدیریت سود واقعی از تحلیل رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شد. نتایج نشان داد در شرایطی که شرکت‌ها دارای سطح اهرم مالی بالا باشند، تأثیر اهرم مالی برهریک از معیارهای مدیریت سود واقعی و همچنین بر برآیند معیارهای آن معکوس و معنادار است. از طرفی در شرکت‌های دارای اهرم مالی پایین، تأثیر اهرم مالی هم بر برآیند معیارهای مدیریت

سود واقعی و هم بر هر یک از معیارهای جداگانه آن به استثنای زمانی که معیار مدیریت سود واقعی جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی بود، نشان از اثری معکوس و معنادار داشت.

ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) در مطالعه‌ای به بررسی، رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی، پرداختند. در این پژوهش، تعداد ۱۱۸ شرکت در بازه زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۹ مورد بررسی قرار گرفته است. معیارهای مدیریت سود واقعی به دنبال پژوهش کوهن و زاروین (۲۰۱۰) شامل جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه اختیاری غیرعادی است. مدیریت سود واقعی به عنوان متغیر وابسته و اهرم مالی متغیر مستقل است. برای بررسی رابطه بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی از تحلیل رگرسیون چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی استفاده شده است. نتایج بررسی نشان داد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی شامل جریان‌های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه اختیاری غیرعادی رابطه معکوس و معنی‌دار وجود دارد.

رضایی و عازم (۱۳۹۱)، در مقاله‌ای، تاثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دادند. برای این منظور، نمونه‌ای متشکل از ۱۳۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره زمانی ۱۳۸۱-۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفته است. با انجام تحلیل خوشه‌ای سلسله‌مراتبی، شرکت‌های مورد مطالعه از نظر نوع راهبرد تجاری به دو خوشه رهبر در هزینه و متمایز ساز محصول تفکیک شده‌اند. جهت تجزیه و تحلیل ارتباط بین متغیرهای پژوهش، از رویکرد داده‌های پانلی نامتوازن و روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که ارتباط منفی و معنی‌داری بین اهرم مالی و عملکرد شرکت‌ها وجود دارد. این یافته‌ها بر وجود اثرات متغیرهای تعدیلگر شدت رقابت در صنعت و راهبرد تجاری، بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت تأکید می‌نماید. این نتایج حاکی است، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد، برای شرکت‌های پیرو راهبرد رهبری هزینه، نسبت به شرکت‌های متمایزساز منفی‌تر است. از سوی دیگر، رابطه معنی‌دار و مثبتی نیز بین شدت رقابت و عملکرد شرکت‌ها مشاهده گردید.

جبارزاده کنگرلویی (۱۳۸۹) در مقاله‌ای به بررسی، رابطه بین مسوولیت پذیری اجتماعی و تعهد سازمانی با محافظه کاری، در گزارش‌گری مالی شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش، تعداد ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۱ استفاده شده است. جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی و نرم افزار اقتصادسنجی Eviews 6 استفاده شده است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد، رابطه بین سازه‌های اخلاقی (مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت و تعهد سازمانی) و محافظه کاری مثبت بوده ولی تنها رابطه متغیر مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت و محافظه کاری از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. نتایج هم‌چنین نشان می‌دهد که حدود ۲۴ درصد از تغییرات محافظه کاری در شرکت‌های بررسی شده تحت تاثیر سازه‌های اخلاقی مورد بحث بدون توجه به متغیرهای کنترلی بوده است و این تاثیر با توجه به متغیرهای کنترلی به ۳۱ درصد افزایش یافته است. در بین متغیرهای پژوهش، مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت دارای بیشترین قدرت توضیح دهنده‌گی برای محافظه

کاری را داشته است. نتایج در رابطه با متغیرهای کنترلی نشان می دهد که شرکت های بزرگ و رشدی، گزارش گری مالی محافظه کارانه ای دارند و رابطه بین اهرم مالی و محافظه کاری منفی است.

نوروش و یزدانی (۱۳۸۹)، در مقاله ای به موضوع، بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پرداختند. برای این منظور، دو اندازه از اهرم و سه مدل تجربی استفاده شده اند و سپس قوت مدل های مورد استفاده بررسی شده است. نتایج بدست آمده نشان می دهد که رابطه منفی و معنی دار بین اهرم و سرمایه گذاری برقرار است. همچنین، نتایج نشان می دهند که ارتباط اهرم - سرمایه گذاری برای شرکت هایی با فرصت رشد کمتر، قوی تر از شرکت هایی با فرصت رشد بیشتر است. نتایج استفاده از رویکرد تعدیل متغیرها بر اساس متوسط صنعت مشابه نتایج قبلی به دست آمده بود.

کریمی و همکاران (۱۳۸۸)، در مطالعه ای به بررسی تحلیلی نقش نسبت های مالی در توضیح بازده سهام، پرداختند. این مطالعه جهت فراهم آوردن شواهدی پیرامون نقش نسبت های مالی در توضیح بازده سهام بین سال های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۵ صورت پذیرفته است. در این تحقیق نسبت های مالی دوازده گانه در ۴ گروه نسبت های نقدینگی، اهرمی، فعالیت و سودآوری مورد بررسی قرار گرفته اند. در آزمون فرضیه های این تحقیق از یک مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده که به طور همزمان به بررسی رابطه بین نسبت های مالی و بازده سهام می پردازد. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد بین نسبت های جاری، بدهی به دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و سود به فروش با بازده سهام رابطه معنادار مثبت وجود دارد. بر اساس یافته های تحقیق، این نسبت های مالی درصد ناچیزی از تغییرات بازده سهام را رقم می زنند.

سینایی و نیسی (۱۳۸۲) به بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت های سهامی عام، پرداختند. این پژوهش به دنبال آن است که رابطه اهرم مالی شرکتها را با نوع صنعت، اندازه شرکت، ریسک تجاری و اهرم عملیاتی بررسی کند و نوع ارتباط آنها را تعیین کند و در این ارتباط اطلاعاتی جمع نماید تا مدیران مالی در جهت بهینه سازی تصمیمات مربوط به ساختار مالی از آن استفاده کنند. از طرف دیگر یکی از شرایط بازار سرمایه کارا این است که اطلاعات صحیح، دقیق و شفاف مربوط به شرکت در دسترس همگان قرار گیرد. در چنین بازاری قیمت اوراق بهادار بیان کننده تمام اطلاعات مربوط به آن اوراق است. در بورس اوراق بهادار تهران، استفاده از این اطلاعات کمتر رایج است تا سرمایه گذاران بتوانند از آن به عنوان مقیاسی برای اندازه گیری ریسک مالی یک شرکت و میزان مطلوبیت سهام استفاده کنند. اگر ارتباط چهار عامل فوق با اهرم مالی شرکت تعیین شود هم در بازار سهام میتوان از این اطلاعات استفاده کرد و هم اینکه بانکها می توانند از اطلاعات به دست آمده در جهت ارزیابی اعتبار یک شرکت استفاده کنند. بدین منظور در این پژوهش اطلاعات مالی مربوط به ۸۸ شرکت در دو دوره زمانی مورد بررسی قرار گرفت. پس از تجزیه و تحلیل اطلاعات، با استفاده از روش های مختلف آماری مشخص شد که فرضیه ارتباط مستقیم بین اندازه و اهرم مالی تنها در بعضی صنایع تایید می شود، اما سه فرضیه دیگر در هر دو دوره رد می شوند.

جدول ۱. خلاصه مطالعات داخلی

ردیف	نویسنده	سال	موضوع	نتایج
۱	علی نژاد سارو کلائی و تارفی	۱۳۹۶	تأثیر توانایی مدیریت بر سیاست تأمین مالی	نتایج پژوهش حاکی از این است که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار داشته است که می تواند نشان دهنده این موضوع باشد که مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند به جهت انجام سرمایه گذاری های سودآور و بالا نشان دادن توانایی های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می کنند.
۲	رضایی و صابرفرد	۱۳۹۵	تأثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت ها	نتایج نشان داد در شرایطی که شرکت ها دارای سطح اهرم مالی بالا باشند، تأثیر اهرم مالی بر هر یک از معیارهای مدیریت سود واقعی و همچنین بر برآیند معیارهای آن معکوس و معنادار بوده. از طرفی در شرکت های دارای اهرم مالی پایین، تأثیر اهرم مالی هم بر برآیند معیارهای مدیریت سود واقعی و هم بر هر یک از معیارهای جداگانه آن به استثنای زمانی که معیار مدیریت سود واقعی جریان-های نقد عملیاتی غیرعادی بود، نشان از اثری معکوس و معنادار داشت.
۳	ایزدی نیا و همکاران	۱۳۹۲	بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی	نتایج بررسی نشان داد که بین اهرم مالی و معیارهای مدیریت سود واقعی شامل جریان های نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه غیرعادی تولید و هزینه اختیاری غیرعادی رابطه معکوس و معنی دار وجود دارد.
۴	رضایی و عازم	۱۳۹۱	تأثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت ها	نتایج نشان می دهد که ارتباط منفی و معنی داری بین اهرم مالی و عملکرد شرکت ها وجود دارد. این یافته ها بر وجود اثرات متغیرهای تعدیلگر شدت رقابت در صنعت و راهبرد تجاری، بر رابطه بین اهرم مالی و عملکرد شرکت تأکید می نماید. این نتایج حاکی است، تأثیر اهرم مالی بر عملکرد، برای شرکت های پیرو راهبرد رهبری هزینه، نسبت به شرکت های متمایز ساز منفی تر است.
۵	جبارزاده کنگرلویی	۱۳۸۹	بررسی رابطه بین مسوولیت پذیری اجتماعی و تعهد سازمانی با محافظه کاری در گزارش گری مالی شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران	یافته های پژوهش نشان می دهد، رابطه بین سازه های اخلاقی (مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت و تعهد سازمانی) و محافظه کاری مثبت بوده ولی تنها رابطه متغیر مسوولیت پذیری اجتماعی شرکت و محافظه کاری از لحاظ آماری معنی دار می باشد. نتایج هم چنین نشان می دهد که حدود ۲۴ درصد از تغییرات محافظه کاری در شرکت های بررسی شده تحت تاثیر سازه های اخلاقی مورد بحث بدون توجه به متغیرهای کنترلی بوده است و این تاثیر با توجه به متغیرهای کنترلی به ۳۱ درصد افزایش یافته است.

نتایج نشان می دهد رابطه منفی و معنی دار بین اهرم و سرمایه گذاری برقرار است. ارتباط اهرم- سرمایه گذاری برای شرکت ها با فرصت رشد کمتر، قوی تر از شرکت ها با فرصت رشد بیشتر است.	بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران	۱۳۸۹	نوروش و یزدانی	۶
نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد بین نسبت های جاری، بدهی به دارایی، بازده حقوق صاحبان سهام و سود به فروش با بازده سهام رابطه معنادار مثبت وجود دارد.	بررسی تحلیلی نقش نسبت های مالی در توضیح بازده سهام	۱۳۸۸	کریمی و همکاران	۷
پس از تجزیه و تحلیل اطلاعات، با استفاده از روش های مختلف آماری مشخص شد که فرضیه ارتباط مستقیم بین اندازه و اهرم مالی تنها در بعضی صنایع تایید می شود، اما سه فرضیه دیگر در هر دو دوره رد می شوند.	بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت های سهامی عام	۱۳۸۲	سینایی و نیسی	۸

۴-۲. پیشینه خارجی

گورمازی و بوری^۲ (۲۰۱۷) در مطالعه ای به بررسی اثر جریان نقد آزاد بر ارتباط میان تعهد مدیریتی و بدهی، پرداختند. این مطالعه به بررسی ارتباط میان افت مدیریتی و شاخص اهرم شرکتی در برخی از شرکت های فرانسوی می پردازد. سپس، تأثیر جریان نقد آزاد بر این ارتباط مورد بررسی قرار خواهد گرفت. با استفاده از اطلاعات ۹۸ شرکت فرانسوی در یورونکست (بازار الکترونیکی بورس اوراق بهادار اروپا) در پاریس بین سال های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴، مشخص گردید که تعهد مدیر عامل (CEO) با میزان بدهی ها قبل از بحران مالی ارتباط مثبت و پس از آن ارتباط منفی دارد. علاوه بر این، جریان نقد آزاد موجب تعدیل ارتباط میان تعهد مدیر عامل و بدهی شرکت در پیش از بحران می گردد.

آچیمپونگ و همکاران^۳ (۲۰۱۴)، در مطالعه ای به موضوع، تاثیر اهرم مالی و اندازه بازار بر بازدهی سهام بازار بورس مواد غذایی (شواهدی از سهام منتخب بخش تولید)، پرداختند. در این مطالعه به بررسی اثر اهرم مالی و اندازه بازار بر بازده سهام پرداخته شد. داده های مربوط به اهرم شرکت های منتخب بخش تولید از طریق گزارش های مالی سالانه آنها به مدت پنج سال (۲۰۰۶-۲۰۱۰) تهیه شد. علاوه بر این، قیمت های سهام به صورت ماهانه طی دوره زمانی مورد بررسی برای پنج صنعت مختلف مورد استفاده قرار گرفت. زمانی که داده ها به صورت صنعتی استفاده می شود بین اهرم و بازده سهام رابطه منفی و معنی داری وجود دارد. با این حال در سطح شرکت های فردی ارتباط پایدار وجود ندارد. تمام ضرایب اهرم در چهار شرکت از پنج شرکت منتخب منفی بود. این مطالعه نشان می دهد که رابطه بین اندازه و بازده سهام مثبت و قابل توجه است. اثر اندازه در بخش تولید با این حال خیلی محدود است.

^۲ - Guermazi & Bouri

^۳ - Acheampong & et al

پوخارل^۴ (۲۰۱۳) در مطالعه‌ای، تأثیرات تعهد مدیران ارشد بر سطح شاخص اهرم در شرکت‌های کشور نپال را مورد بررسی قرار داد. در این مطالعه شاخصی برای راهبری تعیین می‌شود که می‌تواند سطح تعهد را نشان دهد. پوکارل (۲۰۱۳) همچنین اضافه می‌کند که ارتباط میان تعهد مدیران عامل و میزان بدهی در نپال، منفی بوده اما بارز نیست. از این رو، مدیران از سرمایه‌گذاری به شکل وام و بدهی پرهیز کرده و تلاش دارند سرمایه‌گذاری از طریق فروش سهام را اجرایی کنند. در این مورد، هنگامی که تعهد مدیران عامل افزایش یابد، شاخص اهرم کاهش می‌یابد.

لاهام^۵ (۲۰۱۳)، در مطالعه‌ای به تاثیر اهرم مالی و ریسک سیستماتیک بازار در بازده بورس اوراق بهادار امان (مطالعه تحلیلی بخش صنعت)، می‌پردازد. داده‌های جمع‌آوری شده از ۴۸ شرکت صنعتی مورد معامله بورس امان طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ می‌باشد. در این مطالعه بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و ریسک سیستماتیک و اهرم مالی به عنوان متغیر مستقل می‌باشد. نتایج نشان از رابطه معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و وابسته می‌باشد. نتایج تایید کننده یافته‌های مطالعات انجام شده بر روی بازارهای در حال توسعه می‌باشد.

بهاث و سلطان^۶ (۲۰۱۲)، در مطالعه‌ای به موضوع، ریسک اهرمی، بحران مالی و بازده سهام: مقایسه‌ای بین بورس‌های اسلامی، متعارف و مسئولیت اجتماعی بازارهای بورس، پرداختند. طبق گزارش‌های مالی، شرکت با اهرم پایین در معرض ریسک کمتر در زمان‌های بحرانی بازار می‌باشد. بر اساس فرضیه‌های بیان شده پژوهش، شرکت‌های بورس‌های اسلامی به ریسک اهرمی حساس بوده و برای حفظ ثروت خود در شرایط بحرانی ایده آل‌تر می‌باشند. یافته‌ها نشان داد که ریسک اهرمی به طور مداوم در رده‌های مختلف شرکتی وجود داشته و تاثیر آن در بحران‌های اخیر برجسته‌تر می‌باشد. یافته‌ها نشان داد که در مقایسه با سهام‌های متعارف، به عامل اهرم بسیار حساس هستند. در مقابل آن، گروه سهام بازارهای اسلامی دارای کمترین حساسیت به ریسک اهرمی بوده و می‌توانند برای حفظ ثروت در طول بحران‌های اعتباری جذابیت داشته باشند.

رامادان^۷ (۲۰۱۲)، در مقاله‌ای به موضوع، آیا همیشه اهرم معنی ریسک می‌دهد؟ مدارک و شواهد از ASE، می‌پردازد. هدف مقاله این است که آیا همیشه اهرم به معنی خطر یا ریسک است. برای این منظور، داده‌های رگرسیون به صورت نامتعادل از یک نمونه ۳۰ شرکت صنعتی اردن طی سال‌های ۲۰۰۱-۲۰۱۱ جمع‌آوری گردید و ضریب بتا به عنوان پوشش دهنده ریسک سیستماتیک استفاده شد. علاوه بر این، چهار تعریف اهرم برای اعتبار بخشی و عمومیت دادن نتایج مطالعه استفاده گردید. نتیجه نشان می‌دهد که اهرم یک عامل قطعی در برآورد ریسک است و می‌تواند ۲۱٪ الی ۲۴٪ ریسک سیستماتیک شرکت‌های صنعتی اردن را توضیح دهد. این نتیجه با نظریه‌های سنتی از ساختار سرمایه که در آن‌ها سطح بیشتری از بدهی در ساختار سرمایه می‌آید، سازگاری دارد.

4 - Pokharel

5 - Laham

6 - Bhatt & Sultan

7 - Ramadan

لی و یئو (۲۰۱۰) در مطالعه‌ای به رابطه تعهد مدیران با اهرم مالی، پرداختند. طبق نتایج به دست آمده شرکت‌هایی با تعهد بیشتر در مدیران عامل، سطح پایین تری از شاخص اهرم را نسبت به شرکت‌های آسیایی دارند. محققین تأیید کردند که مدیران عامل که تعهد داشته‌اند به سطوح پایین تری از وام و بدهی تمایل داشتند تا از این طریق از وضعیت نظارتی و کنترلی که به همراه سرمایه‌گذاری ایجاد می‌شود، پرهیز شود.

آیدمیر و همکاران^۸ (۲۰۰۷)، در مطالعه‌ای، اهرم مالی و تاثیر اهرم (تحلیل بازار و شرکت) را مورد بررسی قرار دادند. مقدار تاثیرات اهرم مالی بر نوسانات بازده سهام در تعادل عمومی اقتصاد پویا مورد مطالعه قرار گرفت. در این بررسی تاثیر اهرم مالی در هر دو سطح بازار و شرکت به صورت جداگانه مورد توجه قرار گرفت. در یک اقتصاد بوجود آمدن زمان‌های تفاوت در نرخ‌های بهره و ارزش ریسک می‌تواند بر نوسانات بازده سهام در سطح بازار و شرکت تاثیرات معنی‌داری داشته باشد. در چنین اقتصادی اهرم مالی تاثیر اندکی بر پویایی نوسانات بازده سهام در سطح بازار دارد. اهرم مالی بیشتر به پویایی نوسانات بازده سهام شرکت‌های کوچک کمک می‌کند.

جدول ۲. خلاصه مطالعات خارجی

ردیف	نویسنده	سال	موضوع	نتایج
۱	گورمازی و بوری	۲۰۱۷	بررسی اثر جریان نقد آزاد بر ارتباط میان تعهد مدیریتی و بدهی	طبق یافته‌ها تعهد مدیر عامل (CEO) با میزان بدهی‌ها قبل از بحران مالی ارتباط مثبت و پس از آن ارتباط منفی دارد. علاوه بر این، جریان نقد آزاد موجب تعدیل ارتباط میان تعهد مدیر عامل و بدهی شرکت در پیش از بحران می‌گردد.
۲	آچیمونگ و همکاران	۲۰۱۴	تاثیر اهرم مالی و اندازه بازار بر بازدهی سهام بازار بورس مواد غذایی (شواهدی از سهام منتخب بخش تولید)	زمانی که داده‌ها به صورت صنعتی استفاده می‌شود بین اهرم و بازده سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. با این حال در سطح شرکت‌های فردی ارتباط پایدار وجود ندارد. تمام ضرایب اهرم در چهار شرکت از پنج شرکت منتخب منفی بود. این مطالعه نشان می‌دهد که رابطه بین اندازه و بازده سهام مثبت و قابل توجه است.
	پوخارل	۲۰۱۳	تأثیرات تعهد مدیران ارشد بر سطح شاخص اهرم را در شرکت‌های کشور نپال	شاخصی برای راهبری تعیین گردید که می‌تواند سطح تعهد را نشان دهد. ارتباط میان تعهد مدیران عامل و میزان بدهی در نپال، منفی بوده اما بارز نیست.
۳	لاهام	۲۰۱۳	تاثیر اهرم مالی و ریسک سیستماتیک بازار در بازده بورس	نتایج نشان از رابطه معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و وابسته می‌باشد. نتایج این تایید کننده یافته‌های

⁸ - Aydemir & et al

مطالعات انجام شده بر روی بازارهای در حال توسعه می باشد.	اوراق بهادار امان (مطالعه تحلیلی بخش صنعت)			
یافته ها نشان داد که ریسک اهرمی به طور مداوم در رده های مختلف شرکتی وجود داشته و تاثیر آن در بحران های اخیر برجسته تر می باشد. یافته ها نشان داد که در مقایسه با سهام های متعارف، به عامل اهرم بسیار حساس هستند. در مقابل آن، گروه سهام بازارهای اسلامی دارای کمترین حساسیت به ریسک اهرمی بوده و می توانند برای حفظ ثروت در طول بحران های اعتباری جذابیت داشته باشند.	ریسک اهرمی، بحران مالی و بازده سهام: مقایسه ای بین بورس های اسلامی، متعارف و مسئولیت اجتماعی بازارهای بورس	۲۰۱۲	بهات و سلطان	۴
نتیجه نشان می دهد که اهرم یک عامل قطعی در برآورد ریسک است و می تواند ۲۱٪ الی ۲۴٪ ریسک سیستماتیک شرکت های صنعتی اردن را توضیح دهد.	آیا همیشه اهرم معنی ریسک می دهد؟ مدارک و شواهد از ASE	۲۰۱۲	رامادان	۵
مدیران عامل که تعهد داشته اند به سطوح پایین تری از وام و بدهی تمایل داشتند تا از این طریق از وضعیت نظارتی و کنترلی که به همراه سرمایه گذاری ایجاد می شود پرهیز شود.	رابطه تعهد مدیران با اهرم مالی	۲۰۱۰	لی و یئو	۶
در یک اقتصاد بوجود آمدن زمان های تفاوت در نرخ های بهره و ارزش ریسک می تواند بر نوسانات بازده سهام در سطح بازار و شرکت تاثیرات معنی داری داشته باشد.	اهرم مالی و تاثیر اهرم (تحلیل بازار و شرکت)	۲۰۰۷	آیدمیر و همکاران	۷

۳. اهداف پژوهش

۳-۱. هدف اصلی: بررسی ارتباط تعهد مدیریتی با شاخص اهرم مالی.

۳-۲. اهداف فرعی:

هدف فرعی اول: تعیین ارتباط یکسان بودن رئیس و مدیرعامل با شاخص اهرم مالی.

هدف فرعی دوم: تعیین ارتباط میزان مالکیت سهام مدیر عامل با شاخص اهرم مالی.

۴. فرضیه های پژوهش

متناسب با اهداف پژوهش، فرضیه های پژوهش به صورت زیر می باشد:

۴-۱. فرضیه اصلی: تعهد مدیریتی با شاخص اهرم مالی رابطه معناداری دارد.

۴-۲. فرضیه‌های فرعی:

فرضیه فرعی اول: دوگانگی وظیفه مدیر عامل با شاخص اهرم مالی رابطه معناداری دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین میزان مالکیت سهام مدیر عامل با شاخص اهرم مالی رابطه معناداری وجود دارد.

۵. روش شناسی تحقیق

پژوهش حاضر بر اساس هدف از نوع کاربردی و بر اساس ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی است.

۶. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۵ ساله ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۵ می باشد. نمونه آماری به صورت حذف سیستماتیک و با در نظر گرفتن موارد زیرانتخاب می شوند.

جدول ۳. نمونه گیری حذف سیستماتیک

۵۶۸	کل شرکت های بورس تا پایان سال ۱۳۹۵
(۱۵۳)	شرکت های غیر فعال
(۴۸)	شرکت های غیر تولیدی
(۵۴)	سال مالی غیر از ۱۲/۲۹ و تغییر سال مالی
(۵۲)	وقفه معاملاتی بیش از شش ماه
(۱۳۳)	عدم دسترسی به اطلاعات کامل
۱۲۸	نمونه غربالگری شده

۷. روش گردآوری داده‌ها

در جمع آوری داده های پژوهش از روش کتابخانه ای (اینترنت، کتب، مقالات، پایان نامه ها و صورت های مالی شرکت های مورد بررسی) استفاده شده است. اطلاعات و داده های خام مورد نیاز شرکت ها به منظور بررسی فرضیات پژوهش از طریق نرم افزارهای ره آورد نوین، تدبیرپرداز و در بسیاری از موارد با مراجعه مستقیم به صورت های مالی شرکت ها که در لوح های فشرده منتشره توسط سازمان بورس اوراق بهادار و وب گاه www.rdis.ir در دسترس است، جمع آوری گردید.

۸. مدل و متغیرهای پژوهش

برای تحلیل روابط میان متغیرهای پژوهش از مدل ایدا گورمزی (۲۰۱۷) استفاده شده است.

$$RATEND_{it} = \beta_0 + \beta_1 CUMUL_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SEC_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RATEND_{it} = \beta_0 + \beta_1 ACTID_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SEC_{it} + \epsilon_{it}$$

$$RATEND_{it} = \beta_0 + a ACTID_{it} + b FCF_{it} + c ACTID * FCF_{it} + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 ROE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SEC_{it} + \epsilon_{it}$$

۸-۱. متغیر وابسته

اهرم مالی: در سه الگوی مورد بررسی یکسان است که به صورت زیراندازه گیری می شود.

RATENDit: نسبت جمع بدهی ها به جمع دارایی ها.

۸-۲. متغیرهای مستقل

CUMULit: وقتی رئیس یا نایب رئیس هیات مدیره، مدیر عامل باشد عدد یک در غیر این صورت صفر.

ACTIDit: میزان درصد سهام مدیر عامل از سهام شرکت است.

۸-۳. متغیرهای کنترلی

SIZEit: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی ها.

ROEit: بازده حقوق صاحبان سهام: نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام.

ROAit: بازده دارایی ها: نسبت سود خالص به کل دارایی ها.

SECit: نوع صنعت: این شاخص با میزان سرمایه بری یا کاربری شرکت سنجیده می شود که برابر است با نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان.

FCFit: درآمد عملیاتی.

۹. یافته های تحقیق**۹-۱. آمار توصیفی**

در آمار توصیفی به وضعیت داده ها با شاخص های مرکزی پرداخته می شود. میانگین، اصلی ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده ها را نشان می دهد. نزدیک بودن مقدر پارامترهای مرکزی (میانگین، میانه و مد) به هم توزیع متقارن داده ها را نشان می دهد. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود.

جدول ۴. آمار توصیفی داده های پژوهش

متغیر	اهرم مالی	متغیر دامی (رئیس هیات مدیره)	درصد سهام مدیرعامل از سهام شرکت	لگاریتم ارزش دارایی های شرکت	بازده حقوق صاحبان سهام	بازده دارایی ها	نسبت اموال به هزینه حقوق کارکنان	درآمد عملیاتی
نماد	RA TE ND	CUMUL	ACTID	SIZE	ROE	ROA	SEC	FCF
میانگین	0.54 9	0.059	28.538	14.082	12.792	1.027	0.232	2.594

متغیر	اهرم مالی	متغیر دامی (رئیس هیات مدیره)	درصد سهام مدیرعامل از سهام شرکت	لگاریتم ارزش دارایی های شرکت	بازده حقوق صاحبان سهام	بازده دارایی ها	نسبت اموال به هزینه حقوق کارکنان	درآمد عملیاتی
میان	0.598	0.000	23.412	13.877	0.171	0.064	0.215	-0.030
ماکزیمم	1.195	1.000	74.325	18.739	7009.218	103.383	0.702	768.467
مینیمم	0.000	0.000	5.936	10.533	-41.840	-7.727	0.000	-47.166
انحراف معیار	0.244	0.235	16.524	1.425	253.826	5.645	0.137	33.385
چولگی	-0.619	3.759	0.526	0.788	27.334	13.072	0.753	18.382
کشیدگی	2.813	15.129	2.062	3.903	753.607	211.620	3.600	386.027
جراک برا	50.159	6516.033	63.648	105.516	18124757.000	1414587.000	84.130	4737958.000
احتمال آماره جراک برا	0	0	0	0	0	0	0	0
تعداد مشاهدات	768	768	768	768	768	768	768	768

منبع: یافته های پژوهش

۹-۲. آمار استنباطی**۹-۲-۱. آزمون نرمال بودن توزیع متغیر وابسته**

برای بررسی نرمال بودن توزیع متغیر وابسته از آزمون جاک برا استفاده شده است. این آزمون برای متغیر وابسته پژوهش انجام شد و نتیجه آن حاکی از عدم نرمال بودن توزیع متغیر وابسته بود. جدول خروجی آزمون جاک برا در نرم افزار ایویوز برای این متغیر به شرح زیر است.

جدول ۵. آزمون جاک برا

متغیر	اهرم مالی
آماره جاک برا	۵۰,۱۵
P_value(sig)	0

منبع: یافته های پژوهش

برای اینکه متغیر وابسته را نرمال کنیم از تبدیلات جانسون استفاده می کنیم. بعد از اعمال تبدیلات نتایج آزمون جاک برا بصورت جدول ۶ می باشد.

جدول ۶. آزمون جاک برا بعد از اعمال تبدیلات جانسون

متغیر	اهرم مالی
آماره جاک برا	3.4
P_value(sig)	0.07

منبع: یافته های پژوهش

چنانچه سطح معنی داری (Sig) بزرگتر از ۰/۰۵ باشد نشان دهنده آن است که توزیع مشاهده شده با توزیع نظری مربوط است، یعنی داده ها از توزیع نرمال پیروی می کنند.

۹-۲-۲. آزمون مانایی

برای بررسی مانایی یا ایستایی متغیرهای پژوهش، از آزمون ریشه واحد دیکی فولر استفاده شد. با توجه به نتایج آزمون که در جدول ۷ ارائه شده است چون مقدار P برای تمامی متغیرهای کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده اند.

جدول ۷. آزمون ریشه واحد دیکی فولر

نتیجه	سطح معناداری	ضرایب	متغیر
مانا	0	-45.96	اهرم مالی
مانا	0.0	-1.74	متغیر دامی است وقتی رئیس هیات مدیره باشد
مانا	0	-11.56	میزان درصد سهام مدیر عامل از سهام شرکت
مانا	0	-18.68	لگاریتم ارزش دارایی های شرکت
مانا	0	-41.88	بازده حقوق صاحبان سهام
مانا	0	-12.16	بازده دارایی ها

نتیجه	سطح معناداری	ضرایب	متغیر
مانا	0	-21.71	نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان
مانا	0	-4.52	درآمد عملیاتی

۹-۲-۳. بررسی نبود خود همبستگی

برای بررسی نبود خود همبستگی در نتایج مدل رگرسیونی از آماره دورین- واتسون استفاده شده است. نتایج مربوط به آماره دورین- واتسون فرضیه های پژوهش در جدول ۸ قید شده است.

جدول ۸. آزمون استقلال خطاها

عنوان مدل ها	نوع آزمون	آماره	نتیجه
مدل اول	دورین- واتسون	2	نبود خود همبستگی
مدل دوم	دورین- واتسون	2.02	نبود خود همبستگی
مدل سوم	دورین- واتسون	2.01	نبود خود همبستگی

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به جدول مزبور، مقدار آماره دورین- واتسن برای مدل های مقادیر آماره دورین واتسون در داخل فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد؛ بنابراین عدم وجود خود همبستگی بین خطاها تایید می شود.

۹-۲-۴. آزمون مناسب بودن مدل

جدول ۹ تحلیل واریانس رگرسیون به منظور بررسی وجود رابطه خطی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته و معناداری کل مدل رگرسیون را نشان می دهد. پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

جدول ۹. خروجی تحلیل واریانس مدل رگرسیونی

عنوان مدل	نوع آزمون	آماره F	سطح معناداری	مقایسه با ۰,۰۵	نتیجه
مدل اول	مناسب بودن مدل	۲۰,۵۷	۰	کوچکتر	معناداری مدل
مدل دوم	مناسب بودن مدل	۲۰,۵۷	۰	کوچکتر	معناداری مدل
مدل سوم	مناسب بودن مدل	۱۹,۱۹	۰	کوچکتر	معناداری مدل

منبع: یافته های پژوهش

۹-۲-۵. نتایج آزمون های انتخاب مدل

در پژوهش حاضر برای تحلیل مدل، از داده های ترکیبی استفاده شده است. اگر آماره اف محاسبه شده از مقدار جدول کوچک تر باشد از داده های تابلویی و در غیر این صورت از داده های تلفیقی استفاده می شود. در صورتی که داده ها به صورت تابلویی باشند، باید آزمون هاسمن انجام شود.

۹-۲-۵-۱. آزمون تعیین نوع داده های ترکیبی اف لیمر (چاو)

فرضیه صفر و فرضیه مقابل نیز بصورت زیر می باشند.

مدل تلفیقی مناسب نمی باشد: H_0
 مدل ترکیبی مناسب می باشد: H_1

چنانچه در سطح اطمینان ۹۵٪ (خطای ۵٪) α آماره F محاسبه شده از معادله رگرسیون کوچکتر از مقدار F بدست آمده از نگاره باشد فرض H_0 را نمی توان رد کرد و در غیر اینصورت H_1 رد می شود.

جدول ۱۰. آزمون چاو

عنوان مدل	آماره F	احتمال	مقایسه با ۰,۰۵	نتیجه آزمون
مدل اول	۲,۶۱	0	کوچکتر	قبول فرض صفر- مدل پانل دیتا
مدل دوم	۲,۵۹	0	کوچکتر	قبول فرض صفر- مدل پانل دیتا
مدل سوم	۲,۵۷	0	کوچکتر	قبول فرض صفر- مدل پانل دیتا

منبع: یافته های پژوهش

مطابق با جدول ۱۰ سطح معنی داری آماره F برای مدل های رگرسیونی تحقیق از ۰,۰۵ کوچکتر می باشند. به این ترتیب می توان نتیجه گرفت فرض H_0 (مدل تلفیقی) رد و مدل ترکیبی تایید می شود.

۹-۲-۵-۲. آزمون تشخیص رگرسیون ترکیبی با اثر تصادفی یا ثابت (آزمون هاسمن)

پس از مشخص شدن اینکه عرض از مبدأ برای سال های مختلف یکسان نیست، باید روش استفاده در برآورد مدل (اثرات ثابت یا تصادفی) تعیین گردد که بدین منظور از آزمون هاسمن استفاده می گردد.

جدول ۱۱ آزمون هاسمن

عنوان مدل	آماره χ^2	احتمال	نتیجه آزمون
مدل اول	۲۰,۲	0	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
مدل دوم	۲۰,۲۵	0	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت
مدل سوم	۲۲,۵	0	پذیرش فرض صفر- مدل ترکیبی با اثرات ثابت

منبع: یافته های پژوهش

با توجه به آزمون هاسمن برازش مدل‌های رگرسیونی این پژوهش با استفاده از تخمین مدل داده‌های ترکیبی به روش اثرات تصادفی برای مدل مناسب خواهد بود.

۳-۹. تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل اول

نتایج حاصل از برآورد مدل اول در جدول ۱۲ آورده شده است.

جدول ۱۲. نتایج حاصل از برآورد مدل اول

سطح معنی داری		آماره t	انحراف معیار	مقدار	نماد	نام متغیر
مستقیم و معنادار	۰۰۰۰	41485۹1	0.04617	0.075787	CUMUL	دوگانگی هیات مدیره
معکوس و معنادار	0	-4.4631	0.007473	-0.03335	SIZE	اندازه شرکت
معکوس و معنادار	0	-7.74295	1.06E-05	-8.18E-05	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
غیر معنادار	0.2944	-1.04942	0.001486	-0.00156	ROA	بازدهی دارایی‌ها
غیر معنادار	0.8935	-0.13399	0.057762	-0.00774	SEC	نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان
-	0	9.488388	0.107331	1.018394	C	عرض از مبدا
۲۰,۵۷		آماره F		۰,۸۱		ضریب تعیین
۰		معنی داری (P-Value)		0.77		ضریب تعیین تعدیل شده
۲		آماره دوربین واتسون				

منبع: یافته‌های پژوهش

در برآورد ضرایب اگر احتمال برآورد‌ها از ۰/۰۵ کمتر باشد نشان دهنده این است که آن متغیر رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش داشته است. از این رو برآورد فوق نشان می‌دهد که دوگانگی مدیر عامل رابطه‌ی مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۷ واحد افزایش می‌دهد. اندازه شرکت رابطه‌ی معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۳ واحد کاهش می‌دهد. بازده حقوق صاحبان سهام رابطه‌ی معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۱ واحد کاهش می‌دهد. بازده دارایی‌ها ارتباط غیرمعنادار با اهرم مالی داشته است. نسبت اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان ارتباط غیرمعنادار با اهرم مالی داشته است.

۹-۴. تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل دوم

نتایج حاصل از برآورد مدل دوم در جدول ۱۳ آورده شده است.

جدول ۱۳. نتایج حاصل از برآورد مدل دوم

سطح معنی داری		آماره t	انحراف معیار	مقدار ضریب	نماد	نام متغیر
معکوس و معنادار	0.000	-1.925977	0.000279	-0.000286	ACTID	درصد سهام مدیر عامل
معکوس و معنادار	0.0000	-4.422793	0.006994	-0.030934	SIZE	اندازه شرکت
معکوس و معنادار	0.0000	-15.78931	5.21E-06	-8.22E-05	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام
غیر معنادار	0.1112	-1.595208	0.000919	-0.001466	ROA	بازدهی دارایی ها
غیر معنادار	0.8730	-0.159878	0.049876	-0.007974	SEC	نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان
-	0.0000	10.56603	0.094353	0.996939	C	عرض از مبدا
۲۰,۶۴		آماره F		۰,۷۹	ضریب تعیین	
۰		معنی داری (P-Value)		۰,۷۵		ضریب تعیین تعدیل شده
۲,۰۲		آماره دوربین واتسون				

منبع: یافته های پژوهش

در برآورد ضرایب اگر احتمال برآورد ها از ۰/۰۵ کمتر باشد نشان دهنده این است که آن متغیر رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش داشته است. از این رو برآورد فوق نشان می دهد که درصد سهام مدیر عامل ارتباط معکوس و معنادار با اهرم مالی داشته است. به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۲ واحد کاهش می دهد. اندازه شرکت رابطه ی معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۳ واحد کاهش می دهد. بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۱ واحد کاهش می دهد. بازده دارایی ها ارتباط غیر معنادار با اهرم مالی داشته است. نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق ارتباط غیر معنادار با اهرم مالی داشته است.

۹-۵. تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل سوم

نتایج حاصل از برآورد مدل سوم در جدول ۱۴ آورده شده است.

جدول ۱۴. نتایج حاصل از برآورد مدل سوم

نام متغیر	نماد	مقدار	انحراف	آماره t	سطح معنی داری
درصد سهام مدیرعامل	ACTID	-0.0002	0.0003	-0.9210	معکوس و ۰۴۲۰
درآمد عملیاتی	FCF	0.0005	0.0001	6.4299	مستقیم و معنادار 0.0000
تعدیل درصد سهام مدیرعامل و درآمد عملیاتی	ACTID*FCF	0.0000	0.0000	-6.0967	معکوس و معنادار 0.0000
اندازه شرکت	SIZE	-0.0303	0.0073	-4.1567	غیر معنادار 0.0000
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	-0.0001	0.0000	-13.2433	معکوس و معنادار 0.0000
بازدهی دارایی ها	ROA	0.0022	0.0009	2.4179	مستقیم و معنادار 0.0159
نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان	SEC	-0.0127	0.0487	-0.2610	غیر معنادار 0.7942
عرض از مبداء	C	0.9857	0.0999	9.8621	- 0.0000
ضریب تعیین	۰,۸	آماره F		۱۹,۱۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۷۶	معنی داری (P-Value)		۰	
		آماره دورین واتسون		۲,۰۱	

منبع: یافته های پژوهش

در برآورد ضرایب اگر احتمال برآورد ها از ۰/۰۵ کمتر باشد نشان دهنده این است که آن متغیر رابطه معناداری با متغیر وابسته پژوهش داشته است از این رو برآورد فوق نشان می دهد که درصد سهام مدیرعامل ارتباط معکوس و معنادار با اهرم مالی داشته است. به طوریکه یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۲ واحد کاهش می دهد. درآمد عملیاتی رابطه ی مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوری که یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۵ واحد افزایش می دهد. متغیر تعدیل درصد سهام مدیرعامل و درآمد عملیاتی رابطه مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوریکه یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۱ واحد افزایش می دهد. اندازه شرکت رابطه ی غیر معنادار با اهرم مالی شرکت داشته است. بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی معکوس و معناداری با اهرم مالی شرکت داشته است به طوریکه یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۰۱ واحد کاهش می دهد. بازده حقوق صاحبان سهام رابطه ی مستقیم و معناداری با اهرم مالی شرکت

داشته است به طوریکه یک واحد افزایش در این متغیر اهرم مالی را به میزان ۰/۰۰۲ واحد افزایش می دهد. نسبت اموال، ماشین آلات و تجهیزات به هزینه حقوق کارکنان ارتباط غیرمعنادار با اهرم مالی داشته است.

جدول ۱۵. نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

نتیجه	فرضیه	
تایید	تعهد مدیریتی به شکل منفی با شاخص اهرم مالی ارتباط دارد.	فرضیه اصلی
تایید	دوگانگی وظیفه مدیر عامل با شاخص اهرم مالی ارتباط دارد.	فرضیه فرعی اول
تایید	بین میزان مالکیت سهام مدیر عامل با شاخص اهرم رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه فرعی دوم

۱۰. بحث و نتیجه گیری

در راستای نتیجه حاصل از فرضیه اصلی، تعهد مدیریتی به شکل منفی با شاخص اهرم مالی ارتباط دارد. بدین معنی که هر چه قدر تعهد مدیریتی بالاتر باشد، اهرم مالی کمتر است، یعنی با افزایش (کاهش) تعهد مدیریتی، اهرم مالی شرکت کمتر (بیشتر) خواهد شد. تعهد مدیریتی به عنوان یکی از اعمالی شناخته می شود که از سوی یک مدیر عامل به منظور حفظ موقعیت خود در یک شرکت انجام می گیرد. یک مدیر تلاش می کند تا برخی از استراتژی های تعهد را اعمال کند. مدیر عامل بر سرمایه گذاری هایی تمرکز می کند که با فعالیت های او مرتبط هستند، اگرچه سود این سرمایه گذاری ها برای شرکت مناسب نباشد. بسیاری از مطالعات بر ارتباط میان تعهد مدیر عامل و بدهی ها در بسیاری از مناطق دنیا تمرکز داشته اند، به ویژه در کشورهایی که نظام راهبری شرکتی در آن ها خارجی بوده است. طبق نظریات نوین مالی وظایف یک مدیر مالی در یک واحد بازرگانی تصمیم های مربوط به سرمایه گذاری تصمیم های تامین مالی و تصمیم های تقسیم سود می باشد. هدف مدیریت مالی از اتخاذ چنین تصمیم هایی حداکثر کردن ارزش شرکت می باشد؛ بنابراین یک شرکت در راستای به حداکثر رساندن ارزش شرکت باید تعیین کند که در کجاها باید سرمایه گذاری انجام دهد. یک مدیر مالی باید همیشه مراقب باشد که روش های تامین مالی با نوع سرمایه گذاری شرکت سازگار باشد، همچنین از اهرم در حد معقول آن استفاده کند تا به صورتی باشد که هم ارزش شرکت حداکثر گردد و هم اینکه هزینه های ورزشکستگی زیادی برای شرکت تحمیل نشود. نتیجه حاصل از فرضیه اصلی تحقیق با یافته های رضایی و صابرفرد (۱۳۹۵)، ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۲)، رضایی و عازم (۱۳۹۱)، گورمازی و بوری (۲۰۱۷)، و پوخارل (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

در راستای نتیجه حاصل از فرضیه فرعی اول، دوگانگی مدیر عامل ارتباط معناداری با اهرم مالی دارد؛ یعنی دوگانگی وظیفه مدیر عامل باعث افزایش اهرم مالی شرکت می شود. مدیر عاملی که وظیفه دوگانه دارد، با توجه به اختیارات بسیار زیاد، برای افزایش عملکرد شرکت و افزایش ارزش شرکت، تلاش می کند، اما این تلاش به واسطه تامین مالی زیاد از طریق وام یا جذب اعتبارات صورت می گیرد که به منزله افزایش اهرم مالی شرکت خواهد بود. نتیجه حاصل از

فرضیه فرعی اول با یافته های علی نژاد، سارو کلائی و تارفی (۱۳۹۶)، رضایی و عازم (۱۳۹۱)، گورمازی و بوری (۲۰۱۷) و پوخارل (۲۰۱۳) مطابقت دارد.

بر اساس نتیجه فرضیه فرعی دوم درصد سهام مدیر عامل ارتباط معکوس و معناداری با اهرم مالی دارد. تبیین این نتیجه به این معنی است که هر چه قدر درصد مالکیت سهام مدیر عامل بیشتر (کمتر) باشد، اهرم مالی شرکت کمتر (بیشتر) می شود، یعنی مدیران عاملی که خود مالک تلقی می شوند به دلیل این که وضعیت مالی شرکت برای آنها دارای اهمیت بیشتری است، لذا سعی می کنند که ثبات بیشتری به شرکت بدهند، در نتیجه ریسک کمتری را متحمل می شوند و این باعث می شود که اهرم مالی شرکت کاهش یابد. یافته مذکور با یافته های حاصل از پژوهش های رضایی و عازم (۱۳۹۱)، جبارزاده کنگرلویی (۱۳۸۹)، گورمازی و بوری (۲۰۱۷)، لاهام (۲۰۱۳) و رامادان (۲۰۱۲) همسو می باشد.

۱.۱. محدودیت ها و پیشنهادهای پژوهش

شرایط مطرح برای اهرم مالی در صنایع مختلف، متفاوت به نظر می رسد، از این رو در چنین مطالعه ای مقایسه صنایع مختلف می تواند تاثیر گذاری خصوصیات مدیر عامل بر اهرم مالی را بهتر تبیین نماید.

با توجه به نتایج حاصله پیشنهاد می شود:

- ۱- سرمایه گذاران و سهامداران در تصمیمات سرمایه گذاری خود به شرایط و وضعیت مدیریت شرکت ها توجه کافی داشته باشند و در این زمینه از کارگزاران بورس مشاوره لازم را دریافت دارند.
 - ۲- کارگزاران بورس در تحلیل های مالی خود به شفاف سازی در خصوص درجه تعهدات مدیریتی برای سرمایه گذاران پرداخته و سازمان بورس اوراق بهادار نیز از طریق آموزش های عمومی (همچون مجلات، ماهنامه ها و اطلاع رسانی های خود) سطح آگاهی کلی نسبت به این مساله را افزایش دهند.
 - ۳- با توجه به تایید فرضیه فرعی اول پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار با اتخاذ رویه ها و سیاست های اجرایی مناسب در خصوص نحوه انتخاب و انتصاب مدیران در شرکت های سهامی، زمینه اداره اثربخش و هدفمند این شرکت ها و جلوگیری از سوء استفاده های احتمالی را فراهم سازد.
 - ۴- با توجه به تایید فرضیه فرعی دوم پژوهش، در تحلیل های مالی هر دو متغیر با توجه به یکدیگر و بطور موازی جهت اتخاذ تصمیمات مالی مورد تحلیل قرار گیرند.
- همچنین برای تحقیقات آتی پیشنهاد می شود:

- ۱- عوامل موثر بر اهرم مالی شرکت های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران مورد مطالعه قرار گیرد.
- ۲- نقش اندازه هیات مدیره در تغییرات اهرم مالی شرکت های سهامی بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳- مقایسه روابط تعهد مدیریتی و شاخص اهرم مالی در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع مختلف مدنظر قرار گیرد.
- ۴- نقش میانجی اهرم مالی در رابطه ساختار مالکیت شرکت های سهامی با بازده سهام شرکت های بورس اوراق بهادار تهران مطالعه شود.

۱۲. منابع

۱. ایزدی نیا، ناصر؛ ربیعی، حامد و حمیدیان، نرگس. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی و مدیریت سود واقعی، مجله پیشرفت های حسابداری، مقاله ۶، دوره ۵، شماره ۱، صص ۳۳-۵۹
۲. جبارزاده لنگرلوئی، سعید؛ محمدزاده سالطه، حیدر؛ بایزیدی، انور و مونس خواه غلامرضا. (۱۳۸۹). بررسی رابطه مدیریت سود شرکت های گروه (تلفیقی) با بازده سهام شرکت اصلی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۹۱-۱۰۶.
۳. درخشنده، حامد و انصاری، محمد اسماعیل. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر شایستگی مدیریتی و تعهد مدیریت در برابر توانمندسازی کارکنان بر عملکرد شغلی آنان، مجله فرایند توسعه و مدیریت، شماره ۱، دوره ۲۷، پیاپی ۸۷، صص ۷۳-۹۳.
۴. رضایی، فرزین و صابر فرد، امید. (۱۳۹۵). تاثیر سطوح اهرم مالی بر مدیریت سود واقعی شرکت ها، مجله پژوهش های تجربی حسابداری، سال ششم، شماره ۲۱، صص ۲۰۵-۲۲۳.
۵. رضایی، فرزین و عازم، حامد. (۱۳۹۱). تاثیر شدت رقابتی و راهبرد تجاری بر ارتباط بین اهرم مالی و عملکرد شرکت ها، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال پنجم، شماره دوازدهم، صص ۱۰۱-۱۱۵.
۶. سلطان پناه، هیرش و حسنی، سیدرضا. (۱۳۸۶). ارتباط بین بازده پرتفوی با ریسک سیستماتیک و اهرم مالی در صنایع پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانشکده علوم اداری و اقتصاد دانشگاه اصفهان، سال نوزدهم، شماره ۱، صص ۹۱-۱۰۸.
۷. سینایی، حسنعلی و نیسی، عبدالحسین. (۱۳۸۲). بررسی عوامل موثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت های سهامی عام، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۴، صص ۱۴۸-۱۲۹.
۸. کریمی، فرزاد؛ اخلاقی، حسنعلی و رضایی مهر، فاطمه. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر اهرم مالی و فرصت رشد شرکت بر تصمیمات سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۸، صص ۶۰-۷۴.
۹. نوروش، ایرج و یزدانی، سیما. (۱۳۸۹). بررسی تاثیر اهرم مالی بر سرمایه گذاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره دوم، شماره پیاپی ۴، صص ۳۵-۴۸.
10. Acheampong, P.; Agalega, E. & Shibu, A. K. (2014). The effect of financial leverage and market size on stock returns on the Ghana stock exchange: evidence from selected stocks in the manufacturing sector, *International Journal of Financial Research*, Vol. 5, No. 1, PP. 125-134.
11. Aydemir, A. C.; Gallmeyer, M. & Hollifield, B. (2007). Financial leverage and the leverage effect - A market and firm analysis, *The Second Annual Lone Star Finance Seminar*, PP. 1-44.

12. Berger, P.G., Ofek, E. & Yermack, D.L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, 11, PP. 1411-1438.
13. Bhatt, V. & Sultan, J. (2012). Leverage risk, financial crisis, and stock returns: A comparison among Islamic, conventional, and socially responsible stocks, *Islamic Economic Studies*, Vol. 20, No. 1, PP. 87-143.
14. De Jong, A. & Veld, C. (2001). An empirical analysis of incremental capital structure decisions under managerial entrenchment, *Journal of Banking and Finance*, 25, 1857-1895.
15. Laham, M. (2013). The effect of financial leverage & systematic risk on stock returns in the Amman Stock Exchange (Analytical Study – Industrial Sector), *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol. 4, No. 6, PP. 136-145.
16. Pokharel, P. R. (2013). Managerial entrenchment and capital structure decision: A case of Nepal, *NR Economic Review*, 25, PP. 78-89.
17. Ramadan, Z. S. (2012). Does leverage always mean risk? Evidence from ASE, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 12, PP. 150-158.



Relationship Managerial Entrenchment by Financial Leverage

Mehrdad Goleyjani ^{*1}
Masihpour ²

Abstract

The aim of this study was to investigate the relationship between management obligations with financial leverage index in Tehran stock exchange. This study was an applied research and its method was of descriptive-correlation type. The statistical population of the study consisted of accepted companies in stock exchange during a five years period from the year 2011 to 2016, and based on systematic removal sampling, totally 128 companies were under investigation. In the case of data collection of the study, library method and financial data Software of stock exchange companies were applied. Data analysis of the study was done using inferential statistics (regression analysis) and Eviews Software was used. Findings of the study revealed that there is a negative relationship between management obligation and leverage index. There is a relationship between CEO's duality of task and the extent of share owning of CEO with financial leverage index.

Keywords

Management obligation, financial leverage, Tehran's stock exchange.

1. Assistant Professor of Accounting Department, Tonekabon Branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran (*Corresponding Author: m.goleyjani1@yahoo.com). 2. MA, Accounting Department, Tonekabon branch, Islamic Azad University, Tonekabon, Iran.