

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی

نیتون رضائی^۱، فرزانه بیگ زاده عباسی^۲، مهرناز غفاری^۳

^۱ کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی، گروه مدیریت دولتی، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمان

^۲ استادیار گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی کرمان، واحد کرمان، کرمان، ایران.

^۳ دکتری بیوشیمی بالینی، گروه بیوشیمی بالینی، دانشکده پزشکی افضلی پور، دانشگاه علوم پزشکی کرمان، کرمان، ایران

نام نویسنده مسئول:

مهرناز غفاری

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۲/۰۱

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۲/۲۲

چکیده

امروزه در اهمیت و جایگاه حاکمیت شرکتی برای موفقیت شرکت ها تردیدی نیست، هدف این تحقیق بررسی تأثیر مکانیزم های حاکمیت شرکتی شامل ترکیب اعضای هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی است. برای انجام این تحقیق تعداد ۳۰ شرکت در صنعت داروسازی به روش حذف سیستماتیک در طی سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ (دوره زمانی ۶ ساله) انتخاب و با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره و مدل پنل دیتا بررسی شده است. ترکیب اعضای هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی به عنوان مکانیزم های حاکمیت شرکتی مورد بررسی قرار گرفته اند و اهرم مالی به عنوان شاخص ساختار سرمایه در نظر گرفته شده است یافته های کلی پژوهش نشان می دهد که متغیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه تأثیر معنی داری دارد. پیشنهاد می گردد مدیران برای انتخاب ساختار سرمایه بهینه باید به حاکمیت شرکتی و ابعاد آن توجه ویژه داشته باشند.

واژگان کلیدی: حاکمیت شرکتی^۱، ساختار سرمایه^۲، اهرم مالی، شرکت های داروسازی، بورس اوراق بهادار تهران.

^۱.Corporate Governance

^۲.Capital Structure

مقدمه

یکی از ویژگی های بازار نوظهور امروز، توجه به حاکمیت شرکتی به معنای فرآیند و ساختاری است که در هدایت و مدیریت فعالیت های تجاری شرکت در جهت بهبود ارزش و افزایش پاسخ گوئی شرکت به کار می رود، با این هدف که ارزش سهام داران را در بلندمدت به حداکثر برساند، در حالی که منافع دیگر ذینفعان را نیز در نظر بگیرد. امروزه اگر شرکت ها بخواهند سهام خود را در بورس های معتبر دنیا عرضه کنند توجه به مکانیزم های حاکمیت شرکتی ضرورت دارد.

تصمیمات تأمین مالی، یکی از تصمیمات استراتژی در مدیریت شرکت هاست که تخت تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی قرار دارد.

حاکمیت شرکتی به طور خاص به سمت و سویی حرکت می کند که مدیریت شرکت ها را از مدل سنتی به سوی مدل پایدار و کاملاً مستحکم سوق می دهد. این نظام مطلوب حاکمیت شرکتی موجب اطمینان خاطر شرکت ها از دارائی های خود به نحو مؤثر و نیز فراهم نمودن منافع ذی نفع ها و در نهایت جامعه خواهد شد. موضوع ساختار سرمایه را نخستین بار مودیلیانی - میلر در دهه ۱۹۶۰ مطرح نمودند. آنها معتقد بودند برای بالا بردن ارزش شرکت ها باید به ساختار سرمایه آنها توجه نمود.

در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت ها را تعیین می کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهام داران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می شود و سایر ذی نفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (کاظمی، ۱۳۹۶: ۴).

عنوان تحقیق

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی.

بیان مسئله

امروزه ساختار سرمایه تا حدود زیادی تعیین کننده درجه اعتباری بنگاه است. ساختار سرمایه هر شرکت هشدار اولیه ای در ارتباط با میزان مضيقه مالی شرکت است و لازم است در تصمیمات برنامه ریزی استراتژیک، عوامل مؤثر بر کارایی تأمین مالی مورد توجه جدی قرار گیرد (خضری، ۱۳۹۰: ۱۰).

ساختار سرمایه ادعای کلی بر دارایی های شرکت می باشد. ساختار سرمایه شامل اوراق بهادار منتشر شده عمومی، سرمایه گذاری خصوصی، بدهی بانکی، بدهی تجاری، قراردادهای اجاره و غیره است که معمولاً از طریق نسبت هایی مانند نسبت بدهی به مجموع دارایی ها، نسبت حقوق صاحبان سهام به مجموع دارایی ها و نسبت بدهی ها به حقوق صاحبان سهام اندازه گیری می شود (سجادی و همکاران، ۱۳۹۰: ۱۹).

شواهد تجربی حاکی از آن است که ساختار سرمایه شرکت ها بر تصمیمات سرمایه گذاری و کارایی سرمایه گذاری شرکت ها تأثیر دارد (گانی و همکاران، ۲۰۱۱).

ساختار سرمایه یکی از مهم ترین تصمیماتی است که شرکت ها می توانند به وسیله آن بازده خود را برای سهام داران مختلف حداکثر کنند. به علاوه ساختار سرمایه شرکت از آنجا که باعث کمک به شرکت در برخورد با محیط رقابتی که شرکت در آن فعالیت می کند می شود، مهم است (صادقی، ۱۳۹۴: ۳).

ساختار سرمایه به چگونگی تأمین مالی دارایی های یک شرکت با استفاده از منابع مختلف تأمین مالی نظیر بدهی و سهام اشاره دارد (والویست، ۲۰۱۴).

ساختار سرمایه از ترکیب بدهی و حقوق صاحبان سهام جهت تأمین منابع مورد نیاز تشکیل می شود. استفاده از بدهی های بهره دار و انتشار سهام در ساختار سرمایه از نظر هزینه های سرمایه، میزان بهره و یا سود تقسیمی آن، مزایا و مخاطرات هر یک و اثرات آن بر روی بازده سهام قابل بحث است. بنابراین تأمین مالی شرکت ها برای افراد و مؤسسات ذی نفع در خور توجه است. زیرا آنچه که تأمین کنندگان مالی را تشویق می کند تا منابع خود را در فعالیت مشخص به کار اندازند، عملکرد مطلوب آن فعالیت است که به دنبال آن ارزش شرکت و در نتیجه ثروت سهام داران افزایش می یابد (زارع، ۱۳۹۲: ۴).

به دلیل گسترش سازمان ها و جدایی مالکیت و مدیریت از یکدیگر و در نتیجه ایجاد تضاد بین منافع این دو گروه، قوانینی جهت نظارت بر عملکرد مدیران ارشد و حفظ حقوق سهام داران اقلیت مطرح شده است که حاکمیت شرکتی نامیده می شود. در یک نگاه کلی حاکمیت شرکتی، شامل ترتیبات حقوقی، فرهنگی و نهادی می شود که سمت و سوی حرکت و عملکرد شرکت ها را تعیین می کنند. عناصری که در این صحنه حضور دارند، عبارتند از: سهام داران و ساختار مالکیت ایشان، اعضای هیئت مدیره و ترکیباتشان، مدیریت شرکت که توسط مدیر عامل یا مدیر ارشد اجرایی هدایت می شود و سایر ذی نفعان که امکان اثرگذاری بر حرکت شرکت را دارند (کاظمی، ۱۳۹۶: ۴).

هدف از حاکمیت شرکتی اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن مناسبی بین آزادی عمل مدیریت، پاسخ گوئی و منافع ذی نفعان مختلف شرکت را فراهم آورد (شورورزی و همکاران، ۱۳۹۳: ۱۲۳).

با توجه به این که یکی از مهم ترین تصمیماتی که در یک سازمان اتخاذ می گردد، نحوه تأمین مالی از محل انتشار سهام یا دریافت وام (ایجاد بدهی) است و این موضوع تعیین کننده ترکیب سرمایه شرکت است که هر کدام از این دو راهکار که انتخاب شود، تأثیرات متفاوتی بر شرکت می گذارد، لذا بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه از اهمیت به سزایی برخوردار است (دموری و همکاران، ۱۳۹۴: ۲).

این پژوهش سعی بر آن دارد که مشخص سازد آیا حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تأثیر دارند؟

اهداف تحقیق

- ۱- شناخت و توصیف ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی.
- ۲- شناخت و توصیف تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی.
- ۳- شناخت و توصیف شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی.

قلمرو موضوعی تحقیق

در حوزه مدیریت مالی به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه می پردازد.

قلمرو زمانی تحقیق

در تحقیق حاضر اعضای جامعه آماری بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ مورد بررسی قرار خواهند گرفت.

قلمرو مکانی تحقیق

قلمرو مکانی پژوهش را کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تشکیل می دهند.

متغیرهای تحقیق

در این پژوهش متغیر حاکمیت شرکتی که شامل شاخصه های (ترکیب اعضای هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی) است به عنوان متغیرهای مستقل و ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت به عنوان متغیر کنترلی می باشد.

متغیرهای مستقل ونحوه محاسبه آن

متغیری است که به وسیله پژوهش گراندازه گیری، دست کاری یا انتخاب می شود تا تأثیر یا ارتباط آن با متغیر دیگری معین شود. در این تحقیق، از میزان حاکمیت شرکتی برای محاسبه متغیرهای مستقل (ترکیب اعضای هیئت مدیره، تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی) استفاده می شود.

توصیف متغیر حاکمیت شرکتی

در این پژوهش ترکیب اعضای هیئت مدیره به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی انتخاب شده است که به صورت استقلال هیئت مدیره و اندازه هیئت مدیره تعریف می گردد و داده های مورد نظر مربوط به ۳۰ شرکت پذیرفته شده در صنعت داروسازی در بورس اوراق بهادار تهران است، که دوره های زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ را در بر گرفته است. میانگین برابر با (۲۹٪)، انحراف معیار (۱۲٪)، حداقل (۱۴٪) و حداکثر (۸۵٪) مشاهده شده است.

توصیف متغیر تمرکز مالکیت

در این پژوهش تمرکز مالکیت به عنوان شاخص ساختار مالکیت انتخاب شده است که به صورت مجموع درصد سهام داران حقوقی که بیش از ۵ درصد سهام منتشره شرکت را در اختیار داشته باشند تعریف می گردد و داده های مورد نظر مربوط به ۳۰ شرکت پذیرفته شده در صنعت داروسازی در بورس اوراق بهادار تهران است، که دوره های زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ را در بر گرفته است. میانگین برابر با (۲۱٪)، انحراف معیار (۲۳٪)، حداقل (۵٪) و حداکثر (۵۳٪) مشاهده شده است.

متغیرهای وابسته ونحوه محاسبه آن

متغیر وابسته متغیری است که هدف محقق تشریح یا پیش بینی تغییرپذیری در آن است، به عبارت دیگر، آن یک متغیر اصلی است که به صورت یک مسئله حیاتی مورد بررسی قرار می گیرد. با تجزیه و تحلیل متغیر وابسته و شناسایی عوامل مؤثر بر آن، می توان پاسخ ها یا راه حل هایی را برای حل مسئله شناخت متغیرهای وابسته این تحقیق ساختار سرمایه می باشد که از نسبت اهرم برای سنجش آن استفاده شده است.

متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی این تحقیق شامل: اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت می باشد.

مطالعات داخلی

برادران حسن زاده، بادآور نهنندی و بابائی (۱۳۹۱) به بررسی رابطه بین برخی سازوکارهای حاکمیت شرکتی با ارزش ایجاد شده برای صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد از هشت سازوکار حاکمیت شرکتی بررسی شده، چهار ساز و کار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ ترین سهام دار، ساختار سرمایه و میزان سهام شناور آزاد با ارزش ایجاد شده برای سهام داران رابطه برقرار می کنند و سه سازوکار میزان نفوذ و مالکیت دولت، میزان مالکیت بزرگ ترین سهام دار و میزان سهام شناور آزاد با ارزش افزوده اقتصادی رابطه دارند.

حسن زاده، پاک مرام، بابائی و بناب (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت ها پرداختند و برای بررسی سازوکارهای حاکمیت شرکتی از چهار شاخص اسفاده کردند. یافته ها نشان می دهد تفکیک وظایف مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره و مرجع حسابرسی نیز، تعداد بندهای بعد از بند اظهار نظر را کاهش می دهد. از سوی دیگر، مالکان نهادی و مرجع حسابرسی، تعداد بندهای عدم توافق را کاهش داده و استقلال هیئت مدیره نیز به افزایش تعداد بندهای عدم توافق منجر شده است.

حیدرزاده و یزدانی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه بازدهی، نظام راهبردی 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، به عنوان متغیرهای مستقل، ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته و اندازه شرکت، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شده اند. 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 می گذارد و بر متغیرهای نظام راهبری شرکتی، نرخ رشد دارایی و نرخ رشد درآمد عملیاتی، بی تأثیر است.

مطالعات خارجی

مورلس^۳ و همکاران (۲۰۱۲) استدلال می کنند که کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر مهمی بر سرعتی که با آن شرکت ساختار سرمایه خود را به سمت اهرم هدف تعدیل می کند دارد. با استفاده از مدل موازنه پویای نظری خود، آنها اثرات کیفیت حاکمیت شرکتی بر پویایی ساختار سرمایه را بررسی کردند. نتایج مدل آنها نشان می دهد که هنگام تصمیم گیری مالی مدیران هزینه های بازتأمین مالی، به خصوص اثر انضباطی بدهی، که منجر به ایجاد بخش عمده ای از هزینه های تعدیل می شود را در نظر می گیرند. آنها بیشتر نشان می دهند که هزینه های انضباطی بدهی باعث می شود شرکت ها با حاکمیت ضعیف شرکتی آهسته تر به سمت ساختار سرمایه بهینه نسبت به شرکت های با حاکمیت قوی شرکتی حرکت کنند.

ابوکوزی^۴ (۲۰۱۴) برخی محققان معتقدند که ساختار سرمایه اداره شرکت را تحت تأثیر قرار می دهد به طوری که عملکرد شرکت را در دستیابی به اهداف شرکت مانند حداکثر سازی ارزش شرکت تحت تأثیر قرار می دهد.

هو^۵ (۲۰۱۴) ساختار سرمایه نقش قطعی در عملکرد شرکت و توسعه آینده آن ایفا می کند. بنابراین از اهمیت عملی و ارزش نظری زیادی برخوردار است.

چانگ، چوو و هانگ^۶ (۲۰۱۴) اگرچه محققان به طور گسترده ای اثر حاکمیت شرکتی بر انتخاب ساختار سرمایه را مورد بحث قرار داده اند، اما توجه کمی بر اثر کیفیت حاکمیت شرکتی بر سرعت تعدیل ساختار سرمایه شرکت ها داشته اند. حاکمیت شرکتی به طور خاص تبیین شده برای این منظور که اطمینان حاصل شود که مدیران در جهت منافع سهام داران عمل می کنند. بنابراین، حاکمیت شرکتی برای به حداقل رساندن تعارض نمایندگی طراحی شده است.

چارچوب نظری

در این تحقیق حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل و ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. متغیر شاخص برای ساختار سرمایه مورد استفاده در این تحقیق، معیار اهرم است که عبارت است از کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها (LEV) (اسدی و همکاران، ۱۳۹۰: ۳۵).

³.Morellec

⁴.Abukosim

⁵.Hua

⁶.Chang & Chou & Hang

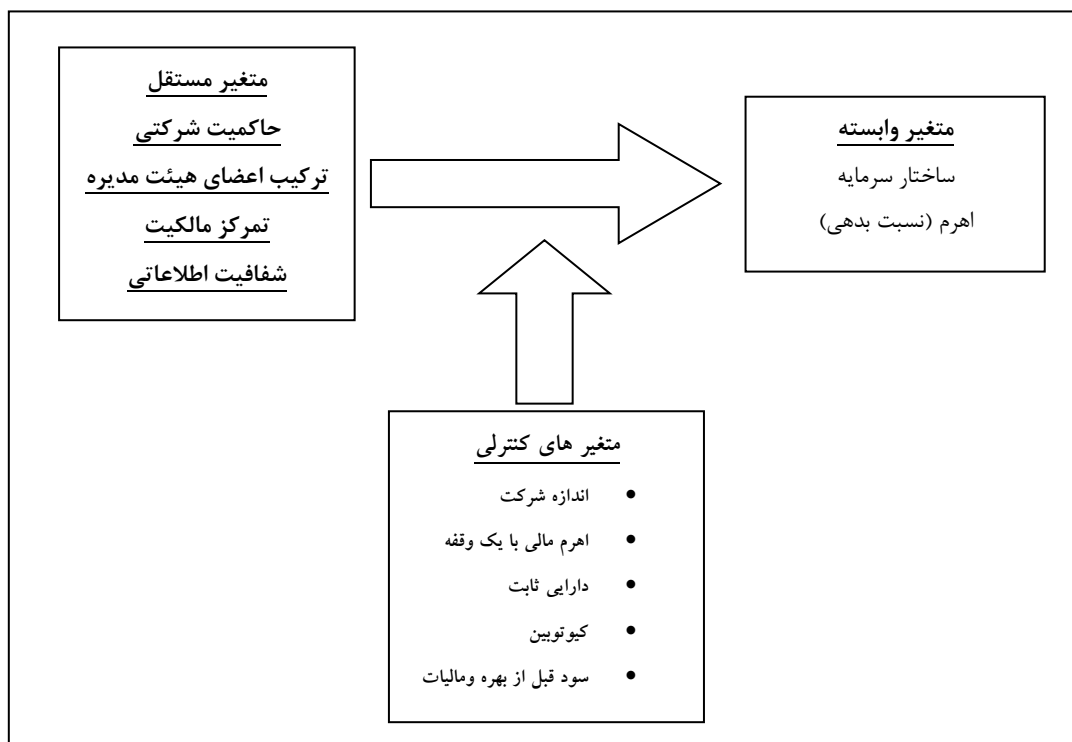
در این پژوهش از مدل رگرسیون استفاده شده است و متغیرها به صورت زیر تعریف شده است. اهرم مؤلفه ساختار سرمایه در نظر گرفته شده و در مدل (LEV) بیانگر اهرم شرکت می باشد و عبارت است از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی هابرای محاسبه شاخص حاکمیت شرکتی به عنوان یکی ازفاکتورهای مؤثر برساختارسرمایه ازعناصر، ترکیب اعضای هیأت مدیره، تمرکز مالکیت و شفافیت اطلاعاتی استفاده شده است. حاکمیت شرکتی از میانگین موزون عناصر بالا با ضرایب اهمیت تعیین شده توسط بورس اوراق بهادار به دست می آید.

متغیرکنترلی این مدل عبارتست از: اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت .

باتوجه به موارد ذکر شده این تحقیق برآن است تا با محاسبه شاخص های کیفیت حاکمیت شرکتی(ترکیب اعضای هیأت مدیره، تمرکز مالکیت وشفافیت اطلاعاتی) شرکت ها را از لحاظ کیفیت شان در نظر گرفته، سپس با محاسبه ساختار سرمایه دست به مقایسه آنهازده وفرضیات خود را آزمون کند.

مدل مفهومی تحقیق

شکل ۲-۱ مدل مفهومی



مدل تحلیلی تحقیق

معادله رگرسیونی مورد استفاده به شرح زیر است :

$$LEVi,t = \beta_0 + B_1 INDEi,t + B_2 CONi,t + B_3 TRANi,t + \beta_4 EBIT/TAi,t-1 + \beta_5 LnTAi,t-1 + \beta_6 FA/TAi,t-1 + \beta_7 Qi,t-1 + B_8 LEVi,t-1 + ui,t$$

INDE: بیانگر ترکیب اعضای هیئت مدیره و معادل نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیئت مدیره است.

CON: تمرکز مالکیت از مجموع سهام، نزد سهام داران عمده شرکت به دست می آید.

TRAN: شفافیت اطلاعاتی امتیاز سازمان بورس برای شرکت ها از نظر افشای اطلاعات است.

LEVit: بیانگر اهرم مالی شرکت و معادل نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت است.

Q: شاخص کیوتوبین

FA: دارایی های ثابت

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

LnTA: اندازه شرکت

LEV_{i,t-1}: اهرم مالی با یک وقفه

β_0 : عرض از مبدأ

فرضیات تحقیق:

۱- ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تأثیر می گذارند.

۲- تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تأثیر می گذارند.

۳- شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تأثیر می گذارند.

روش تحقیق

تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی است، چون به بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه در جامعه آماری بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی می پردازد و از نتایج آن برای حل مشکلات این جامعه آماری استفاده می شود. این تحقیق از نظر کنترل محقق بر متغیرها، غیر آزمایشی می باشد. هم چنین از نظر مکانیزم اجرا این تحقیق را می توان در زمره تحقیقات پس رویدادی به حساب آورد. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات گذشته مربوط به شرکت های نمونه آماری، حاکمیت شرکتی به عنوان متغیر مستقل و ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفت.

نمونه و روش نمونه گیری تحقیق

برای انتخاب نمونه آماری، که نماینده مناسبی برای جامعه آماری مورد نظر باشد در ابتدا ۳۰ شرکت جامعه آماری مورد بررسی قرار گرفت و نمونه آماری این پژوهش به روش حذف سیستماتیک و با توجه به شرایط زیر، تعیین می گردد:

۱- سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد.

۲- از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس حضور داشته باشد.

۳- اطلاعات مورد نیاز به منظور استخراج داده هادر دسترس باشد.

۴- شرکت هایی که بین سال های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ تغییر سال مالی نداشته باشند.

جدول ۳- نمونه انتخابی

۶۸	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در طی دوره مورد بررسی کسرمی شود:
۱۹	تعداد شرکت هایی که در قلمرو زمانی ۹۵-۹۰ در بورس فعال نبوده اند
۱۱	تعداد شرکت هایی که سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند نیست و یا طی دوره پژوهش تغییر سال مالی داده باشند
۸	تعداد شرکت هایی که در گروه شرکت های هلدینگ، سرمایه گذاری یا واسطه گری های مالی بوده اند
۳۰	تعداد شرکت های نمونه

۱۸۰	تعداد سال - شرکت
-----	------------------

یافته های توصیفی تحقیق

همان طور که توضیح داده شد، در روش های توصیفی تلاش بر آن است تا با ارائه جدول و استفاده از ابزارهای آمار توصیفی نظیر؛ شاخص های مرکزی و پراکندگی، به توصیف داده های تحقیق پرداخته شود، تا این امر به شفافیت موضوع کمک کند. جدول زیر شامل آمار توصیفی برای همه متغیرهای به کاررفته در تحقیق هست. تعداد مشاهدات معتبر و درست برای هر متغیر ۶ سال می باشد. داده های موردنظر مربوط به ۳۰ شرکت پذیرفته شده در صنعت داروسازی در بورس اوراق بهادار تهران است، که دوره های زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ را در بر گرفته است. در بخش اول مهم ترین شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای تحقیق ارائه شده است. از بین شاخص های مرکزی، میانگین و از شاخص های پراکندگی، انحراف معیار متغیر استفاده شده است. علاوه بر این برای هر متغیر ماکزیمم و مینیمم نیز ارائه شده است. این شاخص ها در جدول ۴-۱ ارائه شده اند. ارقام این جدول به کمک نرم افزار اکسل و استاتا نسخه ۱۲ محاسبه شده اند.

جدول (۴-۱) آماره های توصیفی

متغیر	علامت اختصاری	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
اهرم مالی شرکت	LEV	۰/۲۱	۰/۸۴	۰/۴۲	۰/۳۲
ترکیب اعضای هیئت مدیره	INDE	۰/۱۴	۰/۸۵	۰/۲۹	۰/۱۲
تمرکز مالکیت	CON	۰/۰۵	۰/۵۳	۰/۲۱	۰/۲۳
شفافیت اطلاعاتی	TRAN	۱۲	۹۱	۳۹/۲۲	۰/۵۴
شاخص کیوتوبین	Q	۰/۸۹	۷/۶۴	۲/۲۵	۰/۱۱
دارایی های ثابت	FA	۰/۲۱	۰/۸۷	۰/۳۶	۰/۴۱
سود قبل از بهره و مالیات	EBIT	-۰/۱۶	۰/۸۳	۰/۲۸	۰/۳۴
اندازه شرکت	LnTA	۹/۵۶	۱۸/۰۵	۱۳/۲۱	۰/۴۶

آزمون نرمال بودن

قبل از آزمون فرضیات تحقیق باید از نرمال بودن داده ها اطمینان پیدا کرد، برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون های مختلفی می توان استفاده کرد. یکی از این آزمون ها، آزمون شاپیرووویلک می باشد که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. در صورتی که اجزای باقی مانده از توزیع نرمال برخوردار باشند، می توان ادعا کرد که جامعه نیز دارای توزیع نرمال است.

H_0 : متغیرهای مدل نرمال هستند

H_1 : متغیرهای مدل نرمال نیستند

جدول (۴-۲) آزمون نرمال بودن

متغیر	شاپیرووویلک	سطح معناداری
جمله خطا مدل اول	۰/۱۷	۰/۹۴
جمله خطا مدل دوم	۰/۴۲	۰/۵۳
جمله خطا مدل سوم	۰/۶۹	۰/۲۴

آزمون نرمال بودن متغیرها نوع آمار مورد استفاده را مشخص می کند. آزمون نرمال بودن نحوه توزیع و پراکندگی داده ها رو مشخص می کند. همان طور که در جدول ۴-۲ مشاهده می شود نتیجه سطح معناداری این آزمون برای تمامی داده ها، بالای ۵ درصد می باشد، بیانگر نرمال بودن این داده ها است. داده های نرمال بودن نحوه توزیع و پراکندگی داده ها را مشخص می کند.

روش آزمون فرضیه ها

برای تجزیه و تحلیل داده ها از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. تحلیل داده های آماری این پژوهش با نرم افزار استاتا نسخه ۱۲ انجام می گیرد. معادله رگرسیونی مورد استفاده به شرح زیر است

$$LEVi,t = \beta_0 + B_1 INDEi,t + B_2 CONi,t + B_3 TRANi,t + \beta_4 EBIT/TAi,t-1 + \beta_5 LnTAi,t-1 + \beta_6 FA/TAi,t-1 + \beta_7 Qi,t-1 + B_8 LEVi,t-1 + ui,t$$

INDE: بیانگر ترکیب اعضای هیئت مدیره و معادل نسبت اعضای غیرمؤلف به کل اعضای هیئت مدیره است.

CON: تمرکز مالکیت از مجموع سهام، نزد سهام داران عمده شرکت به دست می آید.

TRAN: شفافیت اطلاعاتی امتیاز سازمان بورس برای شرکت ها از نظر افشای اطلاعات است

LEVit: بیانگر اهرم مالی شرکت و معادل نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های شرکت است.

Q: شاخص کیوتوبین

FA: دارایی های ثابت

EBIT: سود قبل از بهره و مالیات

LnTA: اندازه شرکت

LEVit-1: اهرم مالی با یک وقفه

β_0 : عرض از مبدأ

آزمون فرضیه اول: ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار در صنعت داروسازی تأثیر دارد.

H0: ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر ندارد.

H1: ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

متغیر ترکیب اعضای هیئت مدیره به عنوان متغیر مستقل با توجه به سطح معناداری آن در جدول (۴-۷) با متغیر ساختار سرمایه رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیر کنترلی اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت با ساختار سرمایه رابطه وجود دارد. در نتیجه با توجه به اینکه ترکیب اعضای هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد فرضیه اول پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

جدول (۴-۷) آزمون فرضیه اول

$LEVi,t = \beta_0 + B_1 INDEi,t + \beta_2 EBIT/TAi,t-1 + \beta_3 LnTAi,t-1 + \beta_4 FA/TAi,t-1 + \beta_5 Qi,t-1 + ui,t$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
ترکیب اعضای هیئت مدیره	INDE	-۰/۰۴	-۴/۱۹	۰/۰۰۰
شاخص کیوتوبین	Q	-۰/۰۹۹	-۴/۵۴	۰/۰۰۰
دارایی های ثابت	FA	۰/۰۵۷	۲/۲۴	۰/۰۳۲

سود قبل از بهره ومالیات	EBIT	۰/۰۲	۳/۳۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LnTA	۰/۰۷	۲/۳۹	۰/۰۳۱
عرض از مبدا	β_0	۰/۱۱	۰/۹۱	۰/۲۵۵
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۴	آماره f	۶۸/۱۵	۰/۰۰۰
			سطح معنی داری	۰/۰۰۰

آزمون فرضیه دوم: تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنعت داروسازی تأثیر دارد.

H₀: تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر ندارد.

H₁: تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

متغیر تمرکز مالکیت به عنوان متغیر مستقل ، با توجه به سطح معناداری آن در جدول (۴-۱۱) با متغیر ساختار سرمایه رابطه مثبت و مستقیم دارد. بین متغیر کنترلی اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت ، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت با ساختار سرمایه رابطه وجود دارد. در نتیجه با توجه به اینکه تمرکز مالکیت بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد فرضیه دوم پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

جدول (۴-۱۱) آزمون فرضیه دوم

$LEVi,t = \beta_0 + \beta_1 CON_{i,t} + \beta_2 EBIT/TA_{i,t-1} + \beta_3 LnTA_{i,t-1} + \beta_4 FA/TA_{i,t-1} + \beta_5 Qi,t-1 + u_{i,t}$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
تمرکز مالکیت	CON	۰/۱۴	۳/۹۳	۰/۰۰۰
شاخص کیوتوبین	Q	-۰/۰۴۱	-۴/۲۳	۰/۰۰۰
دارایی های ثابت	FA	۰/۰۲۱	۲/۴۵	۰/۰۲۶
سود قبل از بهره ومالیات	EBIT	۰/۰۸۷	۳/۸۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LnTA	۰/۰۲۳	۲/۸۹	۰/۰۰۷
عرض از مبدا	β_0	۰/۰۰۱	۰/۵۴	۰/۴۹
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۹	آماره f	۶۱/۲۲	۰/۰۰۰
			سطح معنی داری	۰/۰۰۰

آزمون فرضیه سوم: شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در صنعت داروسازی تأثیر دارد.

H₀: شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر ندارد.

H₁: شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

متغیر شفافیت اطلاعاتی به عنوان متغیر مستقل ، با توجه به سطح معناداری آن در جدول (۴-۱۵) با متغیر ساختار سرمایه رابطه منفی و معکوس دارد. بین متغیر کنترلی اندازه، اهرم مالی با یک وقفه، دارایی ثابت ، کیوتوبین و سود قبل از بهره و مالیات شرکت با ساختار سرمایه رابطه وجود دارد. در نتیجه با توجه به اینکه شفافیت اطلاعاتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد فرضیه سوم پژوهش مورد تأیید واقع می شود.

جدول (۴-۱۵) آزمون فرضیه سوم

$LEVi,t = \beta_0 + \beta_1 TRAN_{i,t} + \beta_2 EBIT/TA_{i,t-1} + \beta_3 LnTA_{i,t-1} + \beta_4 FA/TA_{i,t-1} + \beta_5 Qi,t-1 + ui,t$				
متغیر	علامت اختصاری	ضریب	آماره t	سطح معنی داری
شفافیت اطلاعاتی	TRAN	-۰/۰۹۶	-۲/۹۹	۰/۰۰۴
شاخص کیوتوبین	Q	-۰/۰۳	-۴/۲۷	۰/۰۰۰
دارایی های ثابت	FA	۰/۱۴	۲/۸۵	۰/۰۰۸
سود قبل از بهره ومالیات	EBIT	۰/۰۶۳	۳/۰۲	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LnTA	۰/۰۸۴	۲/۷۳	۰/۰۱۹
عرض از مبدا	β_0	۰/۰۰۵	۰/۴۷	۰/۵۳
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۳۹	آماره f	۷۸/۸۲
			سطح معنی داری	۰/۰۰۰

بحث و بررسی

در دنیایی که مشکلات اساسی اکثر شرکت ها تأمین منابع مالی مورد نیاز است، استفاده از روشی که بتواند ساختار بهینه سرمایه (ایجاد بدهی یا انتشار سهام) مورد نیاز را تعیین کند، از اهمیت بالایی برخوردار خواهد بود. این تحقیق به دنبال آن بود تا تأثیر حاکمیت شرکتی را بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بسنجد. با توجه به محدودیت های موجود جهت انتخاب شرکت ها، نمونه ای متشکل از ۳۰ شرکت پذیرفته شده در صنعت داروسازی در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۹۵-۱۳۹۰ انتخاب شد و فرضیات تحقیق مورد آزمون و تجزیه و تحلیل قرار گرفت. با توجه به نتایج تحقیق بین متغیرهای حاکمیت شرکتی با ساختار سرمایه رابطه معنی داری وجود دارد که نشان دهنده آن است که مکانیزم های حاکمیت شرکتی در شرکت ها به متغیرهای فوق توجه کرده واز اهمیت خاصی برای شرکت برخوردار می باشند.

بر اساس مطالعات انجام شده در کشورهای مختلف مانند آمریکا و انگلستان، این کشورها بر مکانیزم هایی اصرار دارند که باعث افزایش ثروت سهام داران می شود. به این علت که این مکانیزم ها عاملی اثرگذار در فشار بر مدیریت جهت کاهش هزینه های نمایندگی محسوب می شوند، هم چنین این معیارها باعث هم سویی منافع مدیران با مالکان شده و باعث بهبود عملکرد شرکت ها می شود. این امر موجب استفاده از بدهی توسط مدیران در راستای افزایش ثروت سهام داران می شود (رئیزی و نمازی، ۱۳۹۲: ۲۵).

پیشنهادهای مبتنی بر فرضیه های تحقیق

۱- با توجه به تأثیر هیئت مدیره بر ساختار سرمایه، پیشنهاد می شود که شرکت ها در انتخاب یک هیئت مدیره کارآ و مؤثر که با اتخاذ تصمیمات بهینه، حاکمیت درست و بلند مدت را به اجرا گذارند توجه بیشتری داشته باشند. این امر نه تنها در خصوص شرکت های خصوصی بلکه برای کل اقتصاد جامعه مؤثر است.

۲- مکانیزم های حاکمیت شرکتی به منظور رسیدن به آن سطح از اهمیت که بتوانند نقش تسریع کننده ای داشته باشند، نیاز به پشتوانه قوی دارند و به رغم آن که تمرکز مالکیت به عنوان یک الزام برای پیشرفت در بازار سرمایه معرفی می شود، اما فقدان تمرکز بر مالکیت باعث شده است که بسترهای لازم قانونی در اکثر کشورهای در حال توسعه شکل نگیرد. از این رو، پیشنهاد می شود نظارت فعال بر متمرکز بودن مالکیت در انتخاب سیاست های مدیریت و استراتژی آنها برای ترکیب مالی شرکت در این زمینه مفید خواهد بود.

۳- در این پژوهش، شفافیت اطلاعاتی یکی از مهم ترین ابعاد حاکمیت شرکتی است. پیشنهاد می شود که امتیاز شفافیت اطلاعات توسط بورس اوراق بهادار برای شرکت های عضو بورس به منظور فراهم آوردن امکان پیش بینی اطلاعاتی شرکت توسط سرمایه گذاران برای هر سال ارائه گردد.

در دنیایی که مشکلات اساسی اکثر شرکت ها تأمین منابع مالی مورد نیاز است، استفاده از روشی که بتواند ساختار بهینه سرمایه (ایجاد بدهی یا انتشار سهام) مورد نیاز را تعیین کند، از اهمیت بالایی برخوردار خواهد بود. این تحقیق به دنبال آن بود تا تأثیر حاکمیت شرکتی را بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بسنجد.

محدودیت های تحقیق

۱- در این تحقیق، اثرات نوع صنعت در نظر گرفته نشده است. با توجه به احتمال متفاوت بودن شدت و ضعف روابط و حتی جهت رابطه مشاهده شده در صنایع مختلف، تفاوت صنعت باید در تفسیر نتایج ملاحظه گردد.

۲- از محدودیت های تحقیق حاضر که احتمالاً می تواند تعمیم پذیری نتایج حاصل را تحت تأثیر قرار دهد، می توان به عدم کنترل برخی از عوامل مؤثر بر نتایج پژوهش، از جمله تأثیر متغیرهایی چون عوامل اقتصادی، شرایط سیاسی، عمر شرکت اشاره کرد.

۳- محدودیت زمانی و مکانی، در این پژوهش تنها شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ی زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ بررسی شدند.

۴- محدودیت تعداد شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار که موجب محدودیت در انتخاب تعداد نمونه تحقیق می شود.

پیشنهادهای پژوهش های آتی

بر اساس نتایج تحقیق فوق، موارد زیر به عنوان پیشنهادهایی به منظور انجام تحقیق های آتی در ارتباط با موضوع تحقیق حاضر ارائه می گردد:

۱. بررسی تأثیر سایر مکانیزم های حاکمیت شرکتی بر صنعت داروسازی کشور.
۲. بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی بر عملکرد سایر صنایع فعال در بورس اوراق بهادار تهران.
۳. بررسی رابطه بین مکانیزم های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه براساس نوع صنعت.

منابع

- [۱] اسدی، غلامحسین و مرتضی بیات و سجاد نقدی (۱۳۹۳) عوامل مالی و غیر مالی مؤثر بر تصمیمات مرتبط با ساختار سرمایه
- [۲] حسن زاده، پاک مرام و بابائی و فریادی بناب (۱۳۹۵) بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. ۲۳(۲). ۱۷۲-۱۵۵.
- [۳] حسن زاده، علی و محمد علیزاده (۱۳۹۰) حاکمیت شرکتی در بانک ها، نشریه تازه های اقتصاد شماره ۱۳۳- سال نهم صفحه ۷۸
- [۴] حیدری زاده و یزدانی (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
- [۵] خضری، علی (۱۳۹۰) بررسی ساختار مالکیت و ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- [۶] دموری، داریوش و پروانه نصری و زهرا برزگر (۱۳۹۴) ساختار سرمایه پویا و حاکمیت شرکتی در صنعت داروسازی بورس اوراق بهادار تهران .
- [۷] زارع، زهرا (۱۳۹۲) بررسی هم زمان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
- [۸] سجادی، سیدحسین و کامران محمدی و محمد سلگی (۱۳۹۰) بررسی تأثیر ویژگی های شرکت بر روی ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ؛ فصلنامه تحقیقات حسابداری حسابرسی ۳(۱۰): ۳۳
- [۹] شورورزی، محمدرضا و محسن خلیلی و حمید سلیمانی و امید فروتن (۱۳۹۳) ارتباط بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت بر مبنای رگرسیون فازی.
- [۱۰] صادقی، شایسته (۱۳۹۴) تأثیر سرمایه گذاران نهادی بر ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- [۱۱] کاظمی، مریم (۱۳۹۶) ارتباط بین ساز و کارهای حاکمیت شرکتی با مدیریت سود.
- [12] Abukosim and et al. (2014). Ownership structure and firm values: empirical study on Indonesia manufacturing listed companies. journal of Art. science and commerce .
- [13] Chang, Y., Chou, R., Hang, , T.(2014). Corporate governance and the dynamics of capital structure .
- [14] Dimitris, M.A & Maria, P.B. (2011). " Capital Structure, Ownership and firm Performance" Journal of Empirical finance. (34), 621
- [15] Hua. J. (2014) Ownership structure and firm values: empirical study on Indonesia manufacturing listed companies.
- [16] Gunny, Y. & Li, L. & Fairchild, Ronal . (2011). The relationship between product .
- [17] Morellec. R. (2012) Corporate governance and dynamics of capital structure.
- [18] Wahiqvist, I .Narula. S. (2014). The capital structure. ownership and survival of newly established family firms. master thesis, BI Norwegian Business school