

بررسی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی شرکت

زهره حاجیها^۱

حسنعلی اخلاقی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۱/۶/۲۰

تاریخ دریافت: ۹۱/۴/۱

چکیده

در این مطالعه تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی بر ساختار سررسید بدهی شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. بنابراین هدف اصلی این مقاله بررسی تأثیر اندازه هیأت مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و دوگانگی وظایف مدیر عامل به عنوان متغیرهای مستقل بر ساختار سررسید بدهی به عنوان متغیر وابسته در بورس اوراق بهادار تهران است. در راستای دستیابی به این هدف، اطلاعات ۸ ساله (۱۳۸۱-۱۳۸۸) هفتاد و دو شرکت، مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون چند متغیره با داده‌های ترکیبی استفاده شده است.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که بین اندازه هیأت مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین بین درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و ساختار سررسید بدهی رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد. نتایج تحقیق بیانگر تأثیر هیأت مدیره قوی بر تصمیمات تامین مالی است. علاوه بر این بین متغیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ساختار سررسید بدهی رابطه‌ای یافت نشد. افزون بر این آزمون فرضیه‌های تحقیق در صنایع مختلف نشان می‌دهد که در مورد رابطه اندازه هیأت مدیره و ساختار سررسید بدهی، در صنایع خودرو و دارویی رابطه مثبت و در صنعت سیمان رابطه منفی وجود دارد. در صنایع سیمان و غذایی درصد اعضای غیرموظف دارای رابطه منفی و معنی‌دار می‌باشد. همچنین رابطه بین دوگانگی وظایف مدیر عامل و ساختار سررسید بدهی در سطح صنایع شیمیایی، دارویی و غذایی منفی است.

واژه‌های کلیدی: ساختار سررسید بدهی، اندازه هیأت مدیره، درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و دوگانگی وظایف مدیر عامل.

۱- استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق (قیام دشت)، (مسئول مکاتبات) Z_hajiha@yahoo.com

۲- عضو هیأت علمی، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، ایران

۱- مقدمه

جدایی مالکیت و مدیریت شرکت از دیرباز به عنوان کلید تجزیه و تحلیل حاکمیت مدرن^۱ مورد توجه قرار گرفته است. در این تحلیل تئوری کلاسیک تضاد نمایندگی بین مالکیت و مدیریت دارای اهمیت است (جنسن و مکلینگ^۲، ۱۹۷۶؛ هارفورد و همکاران^۳، ۲۰۰۷؛ لین و همکاران^۴، ۲۰۱۱). تحقیقات پیشین پیشنهاد نموده‌اند که اهرم و ساختار سررسید بدهی^۵ به خصوص بدهی کوتاه‌مدت روشی کارا برای کاهش این مسأله نمایندگی هستند (گراسمان و هارت^۶، ۱۹۸۲؛ جنسن، ۱۹۸۶؛ استولز^۷، ۱۹۹۰؛ هارت و مور^۸، ۱۹۹۵؛ راجان و ویتون^۹، ۱۹۹۵ و استولز^۹، ۲۰۰۰) به نقل از هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). اما هم اهرم و هم ساختار بدهی‌ها ممکن است توسط مدیران تحت تأثیر قرارگیرد و انتظار نمی‌رود که آنان داوطلبانه منافع سهامداران را در انتخاب سررسید بدهی به منافع خود ترجیح دهند (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷)، هرچند استثنائاتی در ادبیات تحقیق به چشم می‌خورد که بیانگر حراست داوطلبانه مدیران از منافع سهامداران در انتخاب سررسید بدهی‌ها بوده است (زویبیل^{۱۰}، ۱۹۹۶، نوااس^{۱۱}، ۲۰۰۳ و بنملچ^{۱۲}، ۲۰۰۶). همچنین در حالت معمول مدیران بدهی کمتر را ترجیح می‌دهند (برگر، اوفک و یرماک^{۱۳}، ۱۹۹۷) و در حالتی که سرمایه کمتر باشد، برای ایجاد بدهی سررسید طولانی تر را ارجح می‌دانند (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷؛ داتا و همکاران^{۱۴}، ۲۰۰۵ و بنملچ، ۲۰۰۶). از سوی دیگر حاکمیت شرکتی فلسفه و ساز و کاری است که تسهیل کننده خلق ارزش برای سهامداران از طریق مدیریت امور شرکت است و این اطمینان را ایجاد می‌کند که منافع فردی و جمعی همه سهامداران حراست گردد. اصول حاکمیت شرکتی مقتدر، زیربنایی است که اطمینان سرمایه‌گذاران و قرض دهندگان بر آن استوار می‌شود. حاکمیت

شرکتی مطلوب ممکن است بر تصمیمات راهبردی شرکت که توسط هیأت مدیره اتخاذ می‌شود، نظیر تأمین مالی برون سازمانی، نوع، میزان و سررسید آن تأثیر گذارد (حسن و بوث^{۱۵}، ۲۰۰۹). برخی تحقیقات تجربی نشان می‌دهند که هیأت مدیره قدرت تنظیم سیاست‌های تأمین مالی را داراست (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). بوث کلین^{۱۶} در سال ۱۹۹۸ و گونر و همکاران^{۱۷} در سال ۲۰۰۶ نشان دادند که ترکیب هیأت مدیره بر سررسید بدهی اثر گذار است (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). اما نظارت اثربخش، یک وظیفه چالش برانگیز برای هیأت مدیره است. تأثیر جنبه‌های مختلف هیأت مدیره ممکن است در محیط حاکمیت شرکتی متفاوت باشد، به عبارتی برخی از جنبه‌های هیأت مدیره، نظارتی اثربخش‌تر نسبت به سایرین فراهم سازد. به علاوه برخی جنبه‌ها ممکن است بر نظارت بر اهرم و سررسید بدهی تأثیر داشته باشد در حالی که برخی جنبه‌ها بی تأثیر باشد (همان منبع). حتی ممکن است در فرهنگ تجاری خاصی تأثیر هیأت مدیره بر انتخاب سررسید بدهی متفاوت باشد. از این‌رو در این تحقیق، هدف آزمون تجربی ویژگی‌های هیأت مدیره به عنوان یک ابزار حاکمیت شرکتی اثربخش بر انتخاب سررسید بدهی توسط شرکت در محیط تجاری ایران است. بدین منظور تأثیر درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره، اندازه هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیر عامل به عنوان ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در ادامه ابتدا ادبیات و پیشینه تحقیق بیان می‌شود، سپس فرضیه‌ها، روش پژوهش و متغیرهای مورد استفاده توضیح داده می‌شود. تجزیه و تحلیل نتایج پایان بخش مقاله است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

ادبیات تحقیق پیشنهاد می‌کند که بدهی نقشی انطباطی^{۱۸} روی رفتار مدیران اعمال می‌کند. گراسمان و هارت (۱۹۸۲) بیان می‌دارند که سطوح بالاتر بدهی تهدید ورشکستگی را افزایش می‌دهد و مدیران را به خاطر احتمال بالقوه از دست دادن کنترل شرکت تحت فشار قرار می‌دهد. بدهی بیشتر، مدیران را وادار می‌کند از تصمیماتی که باعث کاهش ارزش شرکت می‌شود، بپرهیزند. به علاوه جنسن (۱۹۸۶) پیشنهاد می‌کند که پرداخت‌های ثابت بدهی، وجه نقد آزاد شرکت را کاهش می‌دهد و در نتیجه به طور مؤثر به مدیران امکان هدر دادن منابع شرکت برای منافع شخصی خود را نمی‌دهد. به علاوه صدور بدهی منتج به نظارت دارندگان اوراق قرضه، دیگر بستانکاران، بانک‌ها و نهادهای رتبه بندی^{۱۹} نیز می‌گردد. ایستبروک در سال ۱۹۸۴ اشاره می‌کند که شرکت مجبور است به طور مکرر بدهی جدید صادر کند و مدیران در هر بار انتشار با افزایش نظارت، مجدداً ارزیابی می‌گردند (به نقل از هارفورد، ۲۰۰۷). راجان و ویتون (۱۹۹۵) بیان می‌کنند که وام‌های کوتاه‌مدت به بانک‌ها قدرت نامحدود می‌دهد؛ در حالی که وام‌های بلندمدت با شروط^{۲۰} مشخص تنها به بانک فرصت می‌دهد که اگر متعهد از شروط قرارداد تخلف نمود، اقدامی انجام دهد (آن هم بر اساس اطلاعات در دسترس). در نتیجه این بدهی‌ها به بستانکار انعطاف‌پذیری و کنترل بیشتری می‌دهد.

از سوی دیگر علاوه بر تضاد موجود بین سهامداران و مدیران (هیأت مدیره)، تضاد منافی نیز بین سهامداران و دارندگان اوراق قرضه وجود دارد. دارندگان قرضه ترجیح می‌دهند که مدیران پروژه‌هایی با ریسک اندک را انجام دهند. برخلاف سهامداران، مدیران نیز به خاطر این‌که در معرض ریسک

مخصوص شرکت^{۲۱} هستند، ممکن است سبب سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه محتاطانه‌ای را ترجیح دهند. از این رو وقتی سهامداران به منظور هم‌سو کردن منافع خود با مدیران، آن‌ها را کنترل می‌کنند، تضاد بین سهامداران و دارندگان قرضه بیشتر می‌شود (هارفورد، ۲۰۰۷). کلاک و همکاران^{۲۲} (۲۰۰۵) و کرمرز و همکاران^{۲۳} (۲۰۰۷) نیز اعتقاد دارند که دارندگان اوراق قرضه کنترل ضعیف سهامداران بر مدیران را ترجیح می‌دهند. از این رو آن‌ها به بدهی کوتاه مدت به خاطر فرصت نظارت بیشتر خودشان بر شرکت بیش از بدهی بلندمدت علاقه داشته و این نوع بدهی را به شرکت‌هایی که توسط هیأت مدیره قوی خود کنترل می‌شوند، پیشنهاد می‌کنند. علاوه بر این بدهی کوتاه‌مدت به مدیران مجال انجام پروژه‌های بلندپروازانه و پر ریسک را نیز نمی‌دهد.

در زمینه تأثیر هیأت مدیره بر سررسید بدهی تحقیقات اندکی انجام شده است. اما رسوایی‌های رخ داده در شرکت‌ها در سال‌های گذشته اهمیت حاکمیت شرکتی و جایگاه هیأت مدیره سالم و مقتدر را در ذهن قانون‌گذاران و عموم جامعه روشن ساخته است. تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که هیأت مدیره اثر بخش و عملکرد شرکت با یکدیگر رابطه‌ای مثبت و تنگاتنگ دارند (بایسینگر و بوتلر^{۲۴}، ۱۹۸۵). به عنوان نمونه یرماک^{۲۵} رابطه‌ای منفی و معنی‌دار بین اندازه هیأت مدیره و ارزش شرکت یافت. بهاگات و همکاران^{۲۶} (۱۹۹۹) نشان دادند که هر چه درصد سهام مدیریتی بالاتر باشد عملکرد شرکت بهتر است و احتمال کمتری وجود دارد که بعد از اعلام نتایج ضعیف، جایگزینی مدیریت صورت گیرد. تحقیق آدامز و همکاران^{۲۷} (۲۰۰۵) نشان دادند که شرکت‌ها با مدیران اجرایی قوی‌تر عملکرد بهتری داشته‌اند. شاخص قوی بودن مدیریت اجرایی شامل مؤسس بودن آن و یکی بودن وظیفه مدیر عامل و رئیس

کوتاه‌مدت آزمون نمودند. نتایج آن‌ها این فرضیه را که هیأت مدیره قوی تر شرکت را مجبور به اخذ بدهی بیشتر و به طور خاص بدهی کوتاه‌مدت بیشتر می‌کند، تأیید کرد.

سایر تحقیقات به بررسی رابطه ویژگی‌های هیأت مدیره و ساختار سرمایه پرداخته‌اند. به عنوان مثال حسن و بوث (۲۰۰۹) طی دوره ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ برای ۵۸ شرکت پاکستانی اثر اندازه هیأت مدیره، ترکیب هیأت مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل را روی ساختار سرمایه آزمون نمودند. نتایج نشان داد که اندازه هیأت مدیره با ساختار سرمایه رابطه‌ای منفی دارد؛ اما دوگانگی وظیفه مدیرعامل و ترکیب هیأت مدیره تأثیر معنی‌داری بر ساختار سرمایه نداشت. رابطه معنی‌دار بین ساختار سرمایه و اندازه هیأت مدیره در تحقیق پیففر و سالانسیک^{۳۴} (۱۹۷۸) نیز تأیید شده است، اما جهت این رابطه در تحقیقات متفاوت است. همچنین در این زمینه برگر^{۳۵} (۱۹۹۷) رابطه منفی گزارش نموده است. او بحث می‌کند که هیأت مدیره بزرگ مدیران را مجبور به دنبال کردن اهرم کمتر و ارتقای عملکرد شرکت می‌کند. آبور و بیگپ^{۳۶} در سال ۲۰۰۷ به نقل از حسن و بوث (۲۰۰۹) برای شرکت‌های متوسط و کوچک غنا نیز همین رابطه منفی را یافته‌اند. اما از سوی دیگر ون^{۳۷} (۲۰۰۲) رابطه مثبت گزارش نموده است. او بحث می‌کند که هیأت مدیره بزرگتر سیاست اهرم بالاتر را برای ارتقای ارزش شرکت دنبال می‌کند؛ خصوصاً زمانی که نظارت بیشتر را که قانون‌گذاران ایجاد نموده‌اند. این رابطه توسط جنسن (۱۹۸۶) نیز تأیید شده است. همچنین این بحث نیز مطرح است که هیأت مدیره بزرگ تر در رسیدن به اجماع در تصمیم‌گیری نهایی مشکل دارد که این مساله روی کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر گذاشته و منجر به اهرم بالاتر می‌شود. پیففر و سالانسیک (۱۹۷۸) رابطه مثبتی بین سطوح بالاتر اهرم و درصد

هیأت مدیره بود. اما از سوی دیگر بریکلی و همکاران^{۳۸} (۱۹۹۷) شواهدی قوی برای رابطه جدا بودن مدیر عامل و رئیس هیأت مدیره با ارزش بالاتر بازار یا عملکرد بهتر عملیات نیافتند. نتایج تحقیق کور و همکاران^{۳۹} (۱۹۹۹) نیز نشان داد که مدیران برون سازمانی در هیأت مدیره از مدیران درون سازمانی در ترکیب هیأت مدیره، اثربخش‌تر نبوده‌اند. بهاگات و بلک^{۴۰} (۲۰۰۲) نیز بیان می‌دارند که شرکت‌ها با سودآوری پایین استقلال هیأت مدیره خود را افزایش می‌دهند و این شرکت‌ها بهتر از سایرین عملکرد نداشته‌اند. فیچ و شیوداسانی^{۴۱} (۲۰۰۶) نشان دادند که شرکت‌هایی که در آن‌ها اکثریت مدیران برون سازمانی سه کرسی یا بیشتر دارند، ارزش کمتری نسبت به شرکت‌ها با کمتر از سه کرسی هیأت مدیره غیرموظف، نشان داده‌اند. در کل تحقیقات تجربی نتایجی متفاوت از اثر اندازه هیأت مدیره، ترکیب آن، رهبری و انگیزه‌های هیأت مدیره بر عملکرد نشان داده‌اند. این نتایج بیانگر لزوم انجام تحقیق بیشتر می‌باشد. بر اساس بررسی‌ها به نظر می‌رسد تحقیقی که مستقیماً روی تأثیر ویژگی‌های هیأت مدیره بر ساختار سررسید بدهی تمرکز داشته باشد، کمتر انجام شده است، اما برخی تحقیقات انجام شده به شرح زیر است:

وی و همکاران^{۴۲} (۲۰۱۱) تأثیر اطمینان بیش از حد^{۴۳} مدیریتی را بر تصمیم درباره ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های چینی آزمون نمودند. نتایج نشان داد که یکی بودن وظیفه مدیرعامل و رئیس هیأت مدیره به عنوان یکی از متغیرهای اطمینان بیش از حد، باعث ساختار سررسید بدهی ضعیف‌تری گردیده است. متغیرهایی مانند سن مدیر، تحصیلات و تجربه نیز در این تحقیق مورد آزمون قرار گرفته است. هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) نقش هیأت مدیره را در تصمیمات تأمین مالی به خصوص انتخاب بدهی

اعضای غیرموظف هیأت مدیره یافتند. جنسن (۱۹۸۶) و برگر (۱۹۹۷) نیز این رابطه را تأیید نمودند. آبور و بیگپ در سال ۲۰۰۷ نیز رابطه مثبت بین سطوح اهرم و دوگانگی وظیفه مدیر عامل و مدیران غیرموظف یافته‌اند (حسن و بوث، ۲۰۰۹). در ایران مطالعات متعددی در مورد عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و نیز رابطه ساختار مالکیت شرکت و ساختار سرمایه آن صورت گرفته است؛ اما تحقیقی که به طور اخص رابطه بین ساختار سررسید بدهی و ویژگی‌های هیأت مدیره را مطالعه کند، مشاهده نمی‌شود. برخی تحقیقات مرتبط به شرح زیر است:

اعتمادی و همکاران (۱۳۸۶) به بررسی رابطه ابزارهای راهبری شرکتی شامل درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره با اختلاف قیمت خرید و فروش پیشنهادی سهام روی ۱۱۱ شرکت بورس اوراق بهادار طی دوره پنج ساله ۸۱ تا ۸۵ پرداختند. نتایج نشان داد که بین ابزارهای راهبری شرکتی و نقد شوندگی سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. اما تحقیق اخیر ایزدی‌نیا و رسائیان (۱۳۸۹) که به بررسی رابطه بین ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای مالی و اقتصادی ارزیابی عملکرد ۸۹ شرکت بورس اوراق بهادار تهران در دوره شش ساله ۸۱-۸۶ پرداخته است و دو معیار از ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکت شامل درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره و درصد سرمایه‌گذاران در نظر گرفته است، بیانگر این است که ابزارهای نظارتی راهبری شرکت با تمامی معیارهای ارزیابی عملکرد، رابطه معنی‌داری دارد. اسدی و همکاران (۱۳۹۰) نیز به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت در نمونه‌ای شامل ۹۰ شرکت منتخب طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ پرداختند. شواهد نشان داد که رابطه منفی و معنی داری بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت وجود دارد. کریمی

و اشرفی (۱۳۹۰) به بررسی تاثیر سازوکارهای درونی و بیرونی نظام راهبری شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت پرداختند. بدین جهت، نمونه‌ای مشتمل بر ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی هشت ساله (۱۳۸۷-۱۳۸۰) بررسی گردید. معیار مورد استفاده جهت سازوکارهای نظام راهبری شرکتی عبارتند از: درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره، تفکیک مدیرعامل از اعضای هیات مدیره و مالکیت نهادی. نتایج نشان دهنده وجود رابطه‌ای مثبت و معنادار میان مالکیت نهادی به عنوان یکی از مکانیزم‌های بیرونی نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه است، ولی میان درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و همچنین تفکیک مدیرعامل از اعضای هیات مدیره با ساختار سرمایه رابطه معناداری مشاهده نگردید. ستایش و همکاران (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی پرداختند. برای این منظور، ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ بررسی شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی، نشان داد که ساز و کارهای راهبری شرکتی، شامل تمرکز مالکیت، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و استقلال هیات مدیره، تاثیر معناداری بر اهرم دفتری و اهرم بازار شرکت‌های مورد بررسی ندارند. اما، بین هزینه‌های نمایندگی با اهرم دفتری و اهرم بازار، رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. همچنین، نتایج بیانگر آن است که نسبت بازده دارایی‌ها، سود پرداختی هر سهم و نسبت Q-توبین، از عوامل مؤثر بر اهرم دفتری هستند. هاشمی و بکرانی (۱۳۹۰) در پژوهشی رابطه بین تصمیمات ساختار سرمایه با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکت برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد

درصد اعضاى غير موظف هيات مديره

حضور مديران غيرموظف در هيات مديره شركت سنگ بناى حاكميت شركتى مدرن است (حسن و بوٲ، ۲۰۰۹) و به بازار اين علامت را مى دهد كه شركت و مديران اجرايى و موظف به طور مؤثر كنترل و نظارت مى شونند (فاما، ۱۹۸۰، فاما و فرنچ، ۱۹۹۳) كه اين امر مسأله نمايندگى را حل مى كند. پيففر و سالانسىك (۱۹۷۸) بحث مى كنند كه مديران غير اجرايى هيات مديره نقش محورى در ارتقاى ظرفيت و توانايى شركت به دليل رويكرد برون سازمانى خود، ايفا مى كنند. اين باعث کاهش ابهام درباره شركت و افزايش توان شركت براى بالابردن وجوهش مى گردد. در اين پژوهش همانند پژوهشهاى حسن و بوٲ (۲۰۰۹)، گادفرد و همكاران^{۴۰} (۲۰۰۹) و ايزدى نيا و رسايان (۱۳۸۹) اين متغير از درصد (نسبت) اعضاى غير موظف هيات مديره به كل اعضاى هيات مديره بدست مى آيد.

اندازه هيات مديره

هيئت مديره بالاترين قسمت در بنياد سازمان است كه نقش مهمى در تصميمات راهبردى و مديريت عمليات شركت ايفا مى كند (حسن و بوٲ، ۲۰۰۹). در اين پژوهش متغير اندازه هيئت مديره به وسيله تعداد اعضاى هيئت مديره سنجيده مى شود (ابور، ۲۰۰۷).

دوگانگى وظيفه مدير عامل

اگر مدير عامل رئيس هيات مديره نيز باشد، به اين مورد دوگانگى وظيفه مدير عامل اطلاق مى گردد كه در اين مورد مدير عامل به طور بالقوه اختيارات بيشترى دارد (ويل و همكاران، ۲۰۱۱؛ آقاى و چالاكى، ۱۳۸۸). در اين حالت ممكن است مديريت حتى نتايج تصميمات تجارى خود را كنترل كرده و امكان

بررسى دادند. جامعه آمارى تحقيق، شركت هاى توليدى پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طى دوره زمانى ۱۳۸۸-۱۳۸۱ است. نتايج حاصل از تجزيه و تحليل داده ها بيانگر اين است كه رابطه معنى دار بين تصميمات ساختار سرمايه شركت با ساختار مالكيت و نظام راهبرى شركتى وجود دارد.

۳- فرضيه هاى پژوهش

با توجه به مبانى نظرى و تحقيقات مطرح شده سوال اصلى تحقيق اين است كه چه رابطه اى بين ويژگى هاى هيات مديره شركت و ساختار سررسيد بدهى آن وجود دارد، در راستاى پاسخگويى به اين سوال، فرضيه هاى تحقيق به شرح زير بيان مى شونند:

(۱) بين ساختار سررسيد بدهى و اندازه هيات مديره رابطه معنى دارى وجود دارد.

(۲) بين ساختار سررسيد بدهى و درصد اعضاى غيرموظف هيات مديره رابطه معنى دارى وجود دارد.

(۳) بين ساختار سررسيد بدهى و دوگانگى وظيفه مدير عامل رابطه معنى دارى وجود دارد.

۴- متغيرهاى پژوهش و نحوه اندازه گيرى آن ها

سررسيد بدهى

در اين تحقيق متغيرهاى زير به عنوان ويژگى هاى هيات مديره، متغيرهاى مستقل هستند و ساختار سررسيد بدهى متغير وابسته مى باشد. براى ساختار سررسيد بدهى سازگار با تحقيق كاي و همكاران (۲۰۰۸)، ماگرى^{۳۸} (۲۰۱۰) و گارسيا- تروئل و ماتينز- سولانو^{۳۹} (۲۰۱۰)، وى و همكاران (۲۰۱۱) نسبت بدهى بلندمدت به كل بدهى ها به عنوان نماينده ساختار سررسيد بدهى استفاده شده است.

یافت، در حالی که در کشورهای مختلف آمریکای لاتین هیچ‌گونه رابطه‌ای مشاهده نکرد. تحقیقات اولیه روی فرصت‌های رشد (میرز، ۱۹۷۷ به نقل از کورنر، ۲۰۰۷) بحث می‌کنند که فرصت‌های سرمایه گذاری آتی شرکت را می‌توان به عنوان فرصت‌های رشد در نظر گرفت. در این تحقیق سازگار با تحقیق بوث و همکاران (۲۰۰۹) از نسبت ارزش بازار شرکت به ارزش دفتری کل دارایی‌ها برای محاسبه فرصت‌های رشد استفاده شده است.

علاوه بر این، تحقیقات نشان داده است که برخی متغیرهای حاکمیت شرکتی نیز بر تصمیمات سرسید بدهی تأثیر گذارند (هارفورد، ۲۰۰۷). برای بررسی تأثیر ویژگی‌های هیات مدیره که مکانیزم‌های حاکمیتی هستند سازگار با تحقیقات قبل، اثر این متغیرها نیز در تحقیق حاضر کنترل شده است:

سهامداران عمده

شلیفر و ویشنی^{۵۱} در سال ۱۹۸۶ پیشنهاد می‌کنند که سهامداران بزرگ انگیزه نظارت بر مدیریت را دارند، بنابراین انتظار می‌رود که آن‌ها از حق رأی خود در جهت سیاست‌های نظارتی سرسید بدهی‌ها استفاده کنند (هارفورد و همکاران، ۲۰۰۷). آن‌ها انگیزه بیشتری برای اتخاذ تصمیماتی دارند که به حداکثر کردن ارزش شرکت منتهی می‌شود (جنسن و مک‌کلینگ، ۱۹۷۶). در این پژوهش برای این متغیر، از درصد سهام نگهداری شده توسط سهامدار عمده استفاده می‌شود.

مالکیت مدیریتی

برگر و همکاران (۱۹۹۷) نشان دادند شرکت‌ها با هیات مدیره سهامدار، اهرم مالی بیشتری دارند. دنیس و میهوف^{۵۲} (۲۰۰۳) نیز این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند. داتا و همکاران (۲۰۰۵) نیز نتیجه‌گیری

شکست را کمتر از واقع ارزیابی نمایند (مارچ و شاپریا^{۴۲}، ۱۹۸۷ به نقل از وی و همکاران، ۲۰۱۱). به علاوه هیات مدیره ممکن است دارای سوگیری بوده و به موقع تصمیمات مدیریت را تعدیل نکند (هایوارد و هامبریک^{۴۳}، ۱۹۹۷). در این پژوهش متغیر دوگانگی و وظیفه مدیر عامل به عنوان یک متغیر مجازی در نظر گرفته شده است. بدین منظور اگر مدیر عامل رئیس هیات مدیره باشد عدد یک و در غیر اینصورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد (همان منابع).

سازگار با تحقیقات مشابه اثر برخی از متغیرهایی که پیشینه تحقیق نشان می‌دهد بر سرسید بدهی اثرگذار هستند، در این تحقیق کنترل شده است. متغیرهای کنترلی این تحقیق به شرح زیر است:

اندازه شرکت

تحقیقات نشان داده است که بین اندازه شرکت و سرسید بدهی رابطه مثبت وجود دارد. به عنوان نمونه الکوک و همکاران^{۴۴} (۲۰۱۰) شاخص لگاریتم فروش و بارکلی و اسمیت^{۴۵} (۱۹۹۵)، گوئدز و آپلر^{۴۶} (۱۹۹۶)، استوهز و مویر (۱۹۹۶) و اوزکان^{۴۷} (۲۰۰۲) نیز با شاخص‌های مختلفی برای اندازه این رابطه مثبت را تأیید کرده‌اند (به نقل از کورنر، ۲۰۰۷). برخی تحقیقات نیز رابطه منفی گزارش نموده‌اند (ترا^{۴۸}، ۲۰۱۱ و کورنر^{۴۹}، ۲۰۰۷). برای کنترل اثر این متغیر سازگار با تحقیق وی و همکاران (۲۰۱۱) این متغیر با لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها در پایان هر سال اندازه‌گیری شده است.

فرصت‌های رشد^{۵۰}

تحقیقات نشان می‌دهد که شرکت‌های با رشد بالا بدهی کمتری به کار می‌گیرند (الکوک و همکاران، ۲۰۱۰). ترا (۲۰۱۱) در تحقیقی بین فرصت‌های رشد و سرسید بدهی در ایالات متحده آمریکا رابطه منفی

۶- مدل پژوهش

با توجه به مطالب مذکور در مورد متغیرهای توضیحی، مدل پژوهش که برگرفته از پژوهش‌های هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) و وی و همکاران (۲۰۱۱) است به صورت زیر نشان داده می‌شود:

(۱)

$$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 BZ_{it} + \beta_2 NED_{it} + \beta_3 DUALITY_{it} + \beta_4 LS_{it} + \beta_5 MANGSH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Q_{it} + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = 0$$

$$H_1 : \beta_i \neq 0$$

DM = ساختار سررسید بدهی، BZ = اندازه هیأت مدیره، NED = درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره، DUALITY = دوگانگی وظایف مدیرعامل، LS = درصد سهامدار عمده، MANGSH = درصد مالکیت مدیریتی، SIZE = اندازه شرکت، Q = فرصت رشد و ε ضریب خطا که برای هر دوره مستقل می‌باشد. در صورت رد فرض H_0 ، فرض H_1 پذیرفته می‌شود که بیانگر وجود رابطه معنی‌دار بین متغیرهای مستقل و وابسته است. دلیل استفاده از ایندو مدل به عنوان مدل تحقیق این است که تنها مطالعات مرتبط انجام شده در زمان اجرای تحقیق حاضر مطالعات هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) و وی و همکاران (۲۰۱۱) بودند. ضمناً ارجحیت مدل تحقیق حاضر این است که مشکل اقتصادسنجی نیز ندارد.

۷- نتایج پژوهش

جدول (۱) آماره توصیفی را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و میانه است. دسته دوم اطلاعات شامل پارامترهای مربوط به پراکندگی نظیر واریانس، چولگی و کشیدگی است که بیانگر پراکنش داده‌ها حول محور میانگین می‌باشد.

نمودند که مالکیت مدیریت رابطه منفی با ساختار سررسید بدهی دارد. در این پژوهش درصد مالکیت مدیریتی از نسبت (درصد) سهام نگهداری شده توسط اعضای خانواده هیأت مدیره به دست می‌آید.

۵- روش‌شناسی پژوهش

از آنجا که روش انجام تحقیق به صورت میدانی بوده و با داده‌های واقعی شرکت‌ها سر و کار دارد، فراهم کردن اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که با توجه به متغیرهای تحقیق مربوط به صورت‌های مالی شرکت‌ها می‌شود، از منابع مختلفی، از جمله: لوح‌های فشرده سازمان بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار تدبیر پرداز، سایت اطلاع‌رسانی شرکت بورس و سازمان بورس استفاده شده است. برای پردازش اطلاعات از نرم‌افزارهای Excel و Eviews7 استفاده گردیده است.

جامعه آماری تحقیق حاضر را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. برای تعیین نمونه مورد مطالعه، شرکت‌هایی از جامعه آماری یادشده انتخاب شده‌اند که شرایط زیر را دارا باشند:

- (۱) شرکت‌هایی که پایان سال مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
- (۲) شرکت‌هایی که در دوره مورد بررسی توقف معامله نداشته باشند.
- (۳) شرکت‌هایی که بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ تغییر سال مالی نداشته باشند.
- (۴) به علت همگن شدن نمونه تحقیق، شرکت‌های نمونه جزو شرکت‌های لیزینگ و سرمایه‌گذاری نبوده و تولیدی باشند.
- (۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها در دسترس باشد. با در نظر گرفتن شرایط فوق، ۷۲ شرکت تولیدی به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند.

برای انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی از آماره F لیمر استفاده می‌شود. این آزمون مقایسه بین مجموع مربعات جملات خطا در روش داده‌های تابلویی و داده‌های تلفیقی می‌باشد. از آن جایی که در روش داده‌های تلفیقی، پارامترهای محدود کننده (عرض از مبدأ در طول زمان ثابت در نظر گرفته می‌شود) بیشتری وجود دارند، لذا انتظار بر این است که روش داده‌های تلفیقی نسبت به روش تابلویی SSR بیشتری داشته باشد. بنابراین اگر SSR مدل OLS^{۵۴} با اضافه شدن محدودیت‌ها به صورت معنی داری افزایش پیدا نکند بهتر است که این روش استفاده شود؛ در غیر این صورت روش داده‌های تابلویی مناسب تر می‌باشد (بالتاجی، ۲۰۰۵:۵۵).

با استفاده از مجموع مربعات باقیمانده مقید^{۵۶} (RRSS) حاصل از مدل ترکیبی به دست آمده از OLS و مجموع مربعات باقیمانده غیر مقید^{۵۷} (URSS) حاصل از تخمین رگرسیون درون گروهی می‌توان آماره آزمون مناسب را به صورت زیر نوشت:

(۲)

$$F = \frac{(RRSS - URSS) / N - 1}{URSS / (NT - N - K)} \sim F_{N-1, N(T-1)-K}^{H_0}$$

همانگونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، مقدار میانگین و میانه برای متغیر درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره (NED) با هم برابر است که این امر نشان دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد.

روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش رگرسیون چند متغیره با استفاده از داده‌های ترکیبی است. انگیزه اصلی در ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی، آن است که در صورت تعیین مدل مناسب، برآورد، استنباط و پیش بینی کاراتری فراهم آید. برای رفع مشکلاتی همچون ناهمسانی واریانس از روش کمترین مجذورات تعمیم یافته یعنی GLS^{۵۳} استفاده می‌شود.

روش رگرسیون ترکیبی با توجه به وضعیت ضریب ثابت معادله به چهار روش قابل انجام است:

(۱) روشی که معادله را بدون عرض از مبدأ برآورد می‌کند.

(۲) روشی که ضریب ثابت مشترکی را برای تمام اعضای داده‌های ترکیبی در نظر می‌گیرد.

(۳) روش اثرات ثابت که ضریب ثابت‌های متفاوتی را برای هر عضو داده‌های ترکیبی برآورد می‌نماید.

(۴) روش اثرات تصادفی که در آن، ضریب ثابت برای اعضای داده‌های ترکیبی به صورت متغیر تصادفی هستند (ایزدی نیا و رساییان، ۱۳۸۹).

جدول ۱: آماره توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	جارکو برا	سطح بحرانی	مشاهده
DM	۰/۱۳۲	۰/۰۸۴	۰/۱۳۶۱	۲/۴۴۷	۹/۸۳	۱۶۹۵	۰/۰۰۰	۵۷۶
BZ	۵/۴۰	۵	۰/۶۷	۱/۸۴۶	۶/۵۲۸	۶۲۶	۰/۰۰۰	۵۷۶
NED	۵۸/۶۹	۵۸/۹۰	۱۹/۴۰	-۰/۴۰۰۴	۳/۴۳۸	۲۰/۰۲	۰/۰۰۰	۵۷۶
DUALITY	۰/۹۳۷	۱	۰/۵۹۲	۶/۳۴۸	۶۹/۶۹	۱۱۰۶۱۴	۰/۰۰۰	۵۷۶
LS	۰/۷۸۳	۰/۵۵۲	۳/۹۱۲	۱۶/۸۴۹	۲۸۶/۶۲	۱۹۵۸۷۳۵	۰/۰۰۰	۵۷۶
MANGSH	۰/۰۴۵	۰/۰۴۱	۰/۰۰۶۷	۱/۷۳۳	۵/۸۵۸	۵/۴۸۴	۰/۰۰۰	۵۷۶
Q	۸/۳۹	۱/۵۰۵	۳۲/۱۷	۹/۷۵۵	۱۲۴/۶	۳۵۲۸۷۹	۰/۰۰۰	۵۷۶
SIZE	۵/۵۳	۵/۴۶	۰/۵۵	۰/۷۴۴	۳/۵۹	۶۱/۶۰	۰/۰۰۰	۵۷۶

روش اثرات تصادفی $H_0 = \alpha = \alpha_s$
 روش اثرات ثابت $H_1 = \alpha \neq \alpha_s$
 که در آن α_s عرض از مبدأ مربوط به آماره هاسمن است. از آن جایی که H_1 به طور مجانبی دارای توزیع χ^2 با درجه آزادی k می‌باشد. لذا اگر آماره محاسبه شده در سطح احتمال معین بزرگتر از χ^2 با درجه آزادی k باشد، از روش اثرات ثابت استفاده می‌شود اما اگر H_0 پذیرفته شود توصیه می‌شود از روش اثرات تصادفی استفاده شود (شهنازی، ۱۳۸۴). در این پژوهش برای تمامی الگوها در سطح کل نمونه فرض H_0 پذیرفته شده است، بنابراین از روش اثرات تصادفی استفاده گردید. در سطح کل صنایع نتیجه فوق صادق نبود.

تجزیه و تحلیل نتایج

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، R^2 این مدل برابر با ۰/۶۹ می‌باشد که این امر بیانگر این نکته است که متغیرهای مستقل مدل فوق توانایی توضیح ۶۹ درصد از تغییر در متغیر وابسته را دارند که این میزان بیانگر توانایی بالای مدل در توضیح تغییر در متغیر وابسته است. همچنین از آنجا که مقدار مربوط به آماره F کمتر از ۰/۰۵ است لذا نتایج حاصل از مدل فوق، معنا دار است. علاوه بر این برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تابلویی از آزمون F لیمر^{۵۸} استفاده شده است. با توجه به اینکه مقدار p -value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر (۰/۰۰۰) می‌باشد فرض H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و روش داده‌های تابلویی پذیرفته می‌شود. روش داده‌های تابلویی خود دارای دو روش اثرات ثابت^{۵۹} و اثرات تصادفی^{۶۰} است که برای انتخاب بین این دو روش از آزمون هاسمن^{۶۱} استفاده می‌شود. از آنجایی که p -value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰/۰۱۶) می‌باشد فرض H_0 رد شده است $p\text{-value} \leq$

که در آن $RRSS$ مجموع مربعات باقیمانده مقید، $URSS$ مجموع مربعات باقیمانده غیرمقید، N تعداد کل شرکت‌ها، T تعداد مشاهدات زمانی و K تعداد پارامترهای مورد برآورد است. از این رو در این آزمون فرضیه‌های H_0 و H_1 به صورت زیر نوشته می‌شوند:

$$H_0 = \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_n$$

$$H_1 = \alpha_i \neq \alpha_j \quad i=j$$

به این صورت که از مقایسه F محاسبه شده دو حالت زیر وجود خواهد داشت:

اگر $F^\alpha > F^\alpha_c$ آن گاه فرضیه H_0 رد می‌شود، در نتیجه استفاده از روش داده‌های تابلویی بهتر است.

اگر $F^\alpha < F^\alpha_c$ آن گاه فرضیه H_0 رد نمی‌شود، در نتیجه استفاده از روش داده‌های تلفیقی بهتر است (گوگردچیان، ۱۳۸۵).

اگر بعد از انجام دادن آزمون F لیمر فرضیه H_0 رد شد، این پرسش مطرح می‌شود که پژوهش در قالب کدام یک از روش اثرات ثابت و اثرات تصادفی قابل بررسی است. آزمون هاسمن برای تعیین روش تخمین در روش داده‌های تابلویی به کار می‌رود. آماره این آزمون دارای توزیع χ^2 با درجه آزادی k و به صورت زیر است:

$$w = (b_s \beta_s)' (M_1 - M_0)^{-1} (b_s - \beta_s) \quad (3)$$

که در آن W دارای توزیع χ^2 با درجه آزادی k است که در آن M_1 ماتریس کوواریانس برای ضرایب مدل اثرات ثابت b_s و M_0 ماتریس کوواریانس ضرایب مدل اثرات تصادفی β_s است اگر M_1 و M_0 همبسته باشند b_s و β_s می‌توانند به طور معنی داری متفاوت باشند و این انتظار وجود دارد تا این امر در آزمون منعکس شود (گوگردچیان، ۱۳۸۵).

در آزمون هاسمن فرضیه H_0 و H_1 به صورت زیر تعریف می‌شوند:

(0.05) و در نتیجه روش اثرات ثابت پذیرفته می‌شود. با توجه به آماره دوربین واتسون در برآورد مدل اولیه مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی می‌باشد. برای رفع خودهمبستگی از جزء AR استفاده شده است. علاوه بر این p-value آزمون هادری نشان دهنده این است که متغیرهای پژوهش مانا می‌باشند.

اولین فرضیه مربوط به رابطه بین ساختار سررسید بدهی و اندازه هیأت مدیره می‌باشد. طبق نتایج پژوهش‌های گذشته همچون حسن و بوث (۲۰۰۹) و برگر (۱۹۹۷) هرچه تعداد اعضای هیأت مدیره بیشتر باشد، بدهی‌های بلند مدت کاهش می‌یابد. بنابراین در نتایج پژوهش برای این دو متغیر انتظار رابطه منفی می‌رود. اما برخی تحقیقات نیز به رابطه مثبت بین اندازه هیات مدیره و بدهی بلندمدت و به طور خاص اهرم دست یافته اند (مانند ون، ۲۰۰۲ و جنسن، ۱۹۸۶). همانطور که در ستون دوم جدول شماره ۲ مشاهده می‌شود، بین ساختار سررسید بدهی با اندازه هیأت مدیره رابطه معنی داری وجود دارد. علاوه بر این با توجه به ضریب مثبت متغیر اندازه هیأت مدیره این رابطه از نوع مثبت می‌باشد.

دومین فرضیه به بررسی رابطه بین ساختار سررسید بدهی و درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره می‌پردازد. طبق نتایج پژوهش‌های دیگر همچون هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) و پیففر و سالانسیک (۱۹۷۸)، هر چه درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره بیشتر باشد، بدهی کوتاه مدت افزایش می‌یابد. بنابراین برای این متغیرها در نتایج پژوهش، ضریب همبستگی منفی انتظار می‌رود. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با استفاده از روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی برای سال‌های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ نشان می‌دهد که بین ساختار سررسید بدهی و درصد اعضای غیر موظف هیأت مدیره رابطه منفی معنی داری وجود دارد.

سومین فرضیه رابطه بین ساختار سررسید بدهی و دوگانگی وظیفه مدیرعامل را بررسی می‌کند. طبق نتایج پژوهش‌های گذشته، همچون وی و همکاران (۲۰۱۱) و هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) اگر مدیر عامل رئیس هیأت مدیره هم باشد سررسید بدهی شرکت کاهش می‌یابد. با توجه به p-value آماره t برای متغیر DUALITY فرض H_0 تأیید می‌شود. بنابراین بین متغیر مستقل دوگانگی وظیفه مدیر عامل با ساختار سررسید بدهی رابطه معنی داری در سطح ۹۵٪ وجود ندارد.

جدول ۲: نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌ها (روش تخمین اثرات ثابت با داده‌های تابلویی)

$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 BZ_{it} + \beta_2 NED_{it} + \beta_3 DUALITY_{it} + \beta_4 LS_{it} + \beta_5 MANGSH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Q_{it} + \varepsilon$								
ضرایب و آماره‌ها	β_1	β_2	β_3	β_4	β_5	β_6	β_7	AR(1)
ضرایب	۰/۰۱۳۷	-۰/۰۰۰۲	-۰/۰۱۴	۴/۷۱۵	-۱/۰۸۴	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۰۲	۰/۴۲۳
آماره t	۲/۰۳	-۱/۹۷۶	-۱/۴۳۱	۰/۲۹۸	-۲/۵۴۳	-۱/۲۸۷	۶/۶۳۸	۱۲/۴۴۷
p-value	۰/۰۲۲	۰/۰۴۶	۰/۱۵۳	۰/۷۶۵	۰/۰۰۳۵	۰/۱۹۸۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
آزمون هادری	۰/۷۵۸	۱/۵۳۲	-۲/۵۴۱	۰/۲۳۱	۰/۲۳۶	۰/۱۸۵	-۱/۶۵۳	-
p-value	۰/۲۵۹	۰/۰۸۲۵	۰/۸۹۱	۰/۴۵۴	۰/۵۵۹	۰/۴۱۲	۰/۲۲۳	-
آزمون F لیمر	(۰/۰۰۰)	۶/۰۸۲	آزمون هاسمن			(۰/۰۱۶۶)	۶/۲۲۴	
دوربین واتسون	۱/۸۸۷	R^2	۰/۶۹۴	آماره F فیشر			(۰/۰۰۰)	۱۲/۱۸۹

مأخذ: محاسبات پژوهشگر

در مورد رابطه بین ساختار سررسید بدهی و متغیرهای کنترل درصد سهامدار عمده، درصد مالکیت مدیرتی، اندازه شرکت و فرصت رشد، با توجه به p -value آماره t برای متغیرهای مذکور، نتایج نشان دهنده وجود رابطه بین درصد مالکیت مدیریتی و فرصت رشد شرکت و عدم وجود رابطه بین درصد سهامدار عمده و اندازه شرکت در سطح معنی داری ۹۵٪ با ساختار سررسید بدهی است.

علاوه بر این در این پژوهش فرضیه‌های تحقیق در سطح صنایع خودرو، شیمیایی، سیمان، دارویی و غذایی نیز مورد آزمون قرار گرفته‌اند. جهت آزمون فرضیه‌های اول و دوم در سطح صنایع مذکور مدل (۱) ارائه و نتایج بدست آمده در جدول (۳) منعکس شده است.

همان‌گونه که در جدول ۳ ملاحظه می‌شود، ضریب اندازه هیأت مدیره (BZ) در سطح صنایع

شیمیایی، سیمان و غذایی منفی و در سطح صنایع خودرو و دارویی مثبت می‌باشد. این ضریب در همه صنایع به غیر از صنایع شیمیایی و غذایی از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. در مورد ضریب درصد اعضای غیرموظف هیأت مدیره (NED) همان طور که در جدول ۳ مشاهده می‌شود، در کلیه صنایع به غیر از صنایع خودرو و ساخت قطعات رابطه منفی بین ضریب مذکور و ساختار سررسید بدهی وجود دارد.

ضریب متغیر مذکور در صنایع سیمان و غذایی از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. همچنین ضریب متغیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل در صنایع خودرویی، شیمیایی و دارویی منفی و در سطح صنایع سیمان و غذایی مثبت می‌باشد. این ضریب در سطح کلیه صنایع مذکور به غیر از سیمان و خودرو از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. آماره F فیشر نیز از معنی داری کلی مدل حکایت می‌کند.

جدول ۳- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش در سطح صنایع

$$DM_{it} = \beta_0 + \beta_1 BZ_{it} + \beta_2 NED_{it} + \beta_3 DUALITY_{it} + \beta_4 LS_{it} + \beta_5 MANGSH_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 Q_{it} + \varepsilon$$

آماره DW	آماره F	R ²	β_7	β_6	β_5	β_4	β_3	β_2	β_1	ضرایب و آماره‌ها صنایع
۱/۶۳	۳۹/۷۸	۰/۸۳	-۰/۰۰۴	-۰/۰۹۶	-۱/۱۶	۰/۰۰۲	-۰/۰۳	۰/۰۰۲	۰/۰۱۹۵	خودرو و ساخت
	۰/۰۰۰		۰/۳۲۷	۰/۰۰۰	۰/۳۲۱	۰/۴۸۶	۰/۱۲۴	۰/۵۷۵	۰/۰۴۹۵	قطعات
۱/۸۷	۱۴/۱۸	۰/۷۳	۰/۰۰۴	۰/۰۰۲	۵/۴۲	۰/۰۱۶	-۰/۶۲۴	-۰/۰۰۲	-۰/۰۵۲	محصولات شیمیایی
	۰/۰۰۰		۰/۰۱۱	۰/۸۹۱	*۰/۰۹	۰/۶۴۸	۰/۰۰۰	۰/۴۰۳	۰/۲۰۳	
۱/۷۸	۳/۱۹	۰/۴۹	-۰/۰۱۶	-۰/۰۶۳	-۴/۹۶	۰/۰۵۴	۰/۰۱۰۴	-۰/۰۰۱	-۰/۰۱۲	سیمان، آهک و گچ
	۰/۰۰۰		۰/۲۳	۰/۱۳۸	۰/۰۴۸	۰/۴۸۶	۰/۶۷۸	۰/۰۳	۰/۰۰۱	
۱/۷۶	۱۸/۵۹	۰/۵۷	۰/۰۰۰۴	-۰/۰۱۸	-۰/۵۵۹	۰/۰۵	-۰/۰۳۹	-۰/۰۰۴	۰/۰۳۱	محصولات دارویی
	۰/۰۰۰		۰/۱۵۹	۰/۰۲۶	۰/۰۰۲	۰/۲۴۹	۰/۰۴۷	۰/۴۸۴	۰/۰۲۲	
۱/۶۶	۷/۲۰	۰/۶۹	۰/۰۲۱	۰/۰۰۱	۰/۰۲۳	۳/۲۳	۰/۱۶۶	-۰/۰۰۲	-۰/۰۳۱	محصولات غذایی
	۰/۰۰۰		۰/۰۳۵	۰/۹۶۵	۰/۴۹۷	۰/۳۱۹	*۰/۰۸۹	۰/۰۲۶	۰/۴۹۳	

مأخذ: محاسبات پژوهشگر - عدد اول ضریب و عدد دوم مقدار p -value می‌باشد. * معنی دار در سطح ۹۰ درصد

۷- نتیجه‌گیری و بحث

هدف از انجام این تحقیق بررسی تاثیر ویژگی‌های هیات مدیره به عنوان شاخص حاکمیت شرکتی بر ساختار سررسید بدهی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان می‌دهد که در سطح کل نمونه و در سطح صنایع خودرویی، سیمان و گچ و دارویی اندازه هیات مدیره بر ساختار سررسید بدهی (نسبت بدهی بلند مدت به کل بدهی) تاثیرگذار است و این رابطه نیز مثبت است. این نتیجه با یافته‌های پژوهش ون (۲۰۰۲) و جنسن (۱۹۸۶) سازگار است، اما با تحقیقات هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) که رابطه منفی یافتند، همسو نیست. هیات مدیره بزرگتر برای رسیدن به اجماع مشکل خواهد داشت و این مساله بر کیفیت تصمیمات آن تاثیر منفی گذاشته و منجر به افزایش بدهی بلندمدت در ساختار سررسید بدهی های شرکت خواهد شد (جنسن، ۱۹۸۶). یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه دوم بیانگر وجود رابطه معنی‌دار منفی بین درصد اعضا غیر موظف هیات مدیره و ساختار سررسید بدهی در سطح کل نمونه و در سطح صنایع غذایی و سیمان می‌باشد. وجود رابطه منفی حاکی از این است که با افزایش اعضای غیرموظف در ترکیب هیات مدیره بدهی های کوتاه مدت که در ساختار سررسید بدهی با کیفیت تر هستند افزایش می‌یابد. این نتیجه با یافته‌های هارفورد و همکاران (۲۰۰۷) منطبق است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش از عدم وجود رابطه معنی‌دار بین دوگانگی وظیفه مدیر عامل و ساختار سررسید بدهی در سطح کل نمونه و در کلیه صنایع مورد بررسی به جز شیمیایی، دارویی و غذایی حکایت می‌کند. این نتیجه با نتایج پژوهش‌های هارفورد و همکاران (۲۰۰۷)، حسن و بوث (۲۰۰۹) و وی و همکاران (۲۰۱۱) منطبق نیست. برای تحقیقات

آتی باید دلایل رد فرضیه سوم یعنی عدم تاثیر دوگانگی وظیفه مدیر عامل بر ساختار سررسید بدهی بررسی گردد. همچنین می‌توان تاثیر سایر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر سررسید بدهی مانند وجود سهامداران نهادی و عمده را مورد بررسی قرار داد. ادبیات تحقیق حاکی از وجود سایر متغیرهای کنترلی تاثیر گذار بر سررسید بدهی مانند ریسک شرکت و سودآوری می‌باشد، بنابراین پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی آثار این متغیرها نیز کنترل گردد تا تحقیقات منتهی به نتایج دقیق‌تری شود.

فهرست منابع

- * اسدی، غلامحسین، محمدی، شاپور و اسماعیل خرم، (۱۳۹۰)، "رابطه بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت"، *مجله دانش حسابداری*، ۲(۴)، ۲۹-۴۸.
- * اعتمادی، حسین، رساییان، امیر و حسین کرد تبار، (۱۳۸۹) "رابطه برخی از ابزارهای حاکمیت شرکتی و نقد شوندگی سهام"؛ *مجله توسعه و سرمایه*، سال سوم، شماره ۵، صص. ۳۱-۵۹.
- * آقایی، محمد علی و پری چالاکی (۱۳۸۸)، «بررسی رابطه بین ویژگی‌های حاکمیت شرکتی و مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». *فصلنامه تحقیقات حسابداری*، شماره ۴، صص. ۲-۲۴.
- * ایزدی نیا، ناصر و امیر رساییان (۱۳۸۹)، «رابطه برخی از ابزارهای نظارتی راهبری شرکت و معیارهای اقتصادی و مالی ارزیابی عملکرد»، *مجله دانش حسابداری*، سال اول، شماره ۱، صص ۷۲-۸۹.
- * ستایش محمدحسین، منفرد مهارلویی، محمد، ابراهیمی، فهیمه، (۱۳۹۰)، "بررسی عوامل موثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی،

- * Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87-130.
- * Brickley, James A., Jeffrey Coles, and Gregg Jarrell, (1997), Leadership structure: Separating the CEO and chairman of the board, *Journal of Corporate Finance* 3, 189-220.
- * Core, J., Holthausen, R., Larcker, D., (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics* 51, 371-406.
- * Cremers, K.J., Nair, V.B., Wei, C., (2003). The impact of shareholder control on bondholders. Working Paper, New York University.
- * Cremers Baysinger, Barry D., and Henry N. Butler, (1985), Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition, *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 101-124.
- * Datta, Sudip, Mai Iskandar-Datta, and Kartik Raman, (2005), Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt, *Journal of Finance* 60, 2333-2350.
- * Denis, David J., and Vassil T. Mihov, (2003), The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: Evidence from new corporate borrowings, *Journal of Financial Economics* 70, 3-28.
- * Fama, E. F. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88, 288-307.
- * Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bond", *Journal of Financial Economics*, 32(1), 3-56.
- * Fich, Eliezer M., and Anil Shivdasani, (2006), Are busy boards effective monitors? *Journal of Finance* 61, 689-724.
- * Garcí'a-Teruel, P.J. P. Martí'nez-Solano, (2010). Tax effect on Spanish SME optimum debt maturity structure. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 35:473-491.
- * Godfred, A. Bokpin and Anastacia C. Arko (2009). "Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms". *Journal of Economics and Finance*, 26(4), 246-256.
- * Guedes, J., Opler, T. (1996). The determinants of the maturity of corporate
- پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، ۳(۱۳) (پیاپی ۶۰۳)، صص ۵۵-۸۹.
- * کریمی فرزاد، اشرفی مهدی، (۱۳۹۰)، "بررسی ارتباط سازوکارهای نظام راهبری شرکتی و ساختار سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهش های حسابداری مالی*، ۲(۸)، ۷۹-۹۱.
- * گوگردچیان، احمد (۱۳۸۵)، « بررسی عوامل جذب سرمایه گذاری مستقیم خارجی در صنایع پتروشیمی ایران به روش داده های تابلویی»، *فصلنامه پژوهش های اقتصادی ایران*، شماره ۲۶، صص ۱۸۱-۱۹۸.
- * هاشمی، سیدعباس، بکرانی، کیوان، (۱۳۹۰)، "تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، *حسابداری مالی*، ۳(۹)، صص ۱-۱۸.
- * Abor, J. (2007). Corporate Governance and Financing Decisions of Ghanaian Listed Firms, *Corporate Governance: International Journal of Business in Society*, 7.
- * Adams, Renée B., Heitor Almeida, and Daniel Ferreira, (2005), Powerful CEOs and their impact on corporate performance, *Review of Financial Studies* 18, 1403-1432.
- * Alcock, Jamie A, B, Finn Frank C. and Kelvin Jui Keng Tan, (2010), The Determinants of Debt Maturity in Australian Firms, available at: <http://ssrn.com/abstract=1728565>.
- * Berger, P. G., Ofek, E. and Yermack, D. L. (1997). Managerial Entrenchment and Capital Structure Decisions, *Journal of Finance*, 52(4), 1411-1438.
- * Benmelech, Efraim, (2006), Managerial entrenchment and debt maturity: Theory and evidence, Harvard University working paper.
- * Bhagat, Sanjai, and Bernard S. Black, (2002), The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporate Law* 27, 271-231.
- * Bhagat, Sanjai, Dennis Carey, and Charles Elson, (1999), Director ownership, corporate performance, and management turnover, *The Business Lawyer* 54, 885-919.

- Resource-dependence Perspective. Harper & Row, New York.
- * Rajan, Raghuram, and Andrew Winton, (1995), Covenants and collateral as incentives to monitor, *Journal of Finance* 50, 1113-1146.
 - * Stulz, Rene, (2000), Does financial structure matter for economic growth? A corporate finance perspective, Working paper, Ohio State University.
 - * Stulz, Rene M., (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, *Journal of Financial Economics* 26, 3-27.
 - * Terra, P.R.S,(2011)," Determinants of corporate debt maturity in Latin America", *European Business Review*, 23 (1), 45-70.
 - * Wei, J. Min, X. and Jiaying, Y.(2011), Managerial overconfidence and debt maturity structure of firms Analysis based on China's listed companies, *China Finance Review International*, 1(3), 262-279.
 - * Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeck, J. (2002). Corporate Governance and Capital Structure Decisions of Chinese Listed Firms. *Corporate Governance: An International Review*, 10(2), 75-83.
 - * Yermack, David, (1996), Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.
 - * Zwiebel, Jeffrey, (1996), Dynamic capital structure under managerial entrenchment ,*American Economic Review* 86, 1197-1215
 - debt issues. *Journal of Finance*, 51:1809–1833.
 - * Grossman, S. and O. Hart, (1982), Corporate financial structure and managerial incentives, in John McCall, ed., *The Economics of Information and Uncertainty*,)University of Chicago Press, Chicago, IL.
 - * Harford, Jarrad, Li, Kai, and Xinlei Zhao, (2007), Corporate Boards and the Leverage and Debt Maturity Choices, available at: <http://ssrn.com/abstract=891300>
 - * Hart, Oliver D., and John Moore, (1995), Debt seniority: An analysis of the role of hard claims on constraining management, *American Economic Review* 85, 567-585.
 - * Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, *Corporate Finance and Takeovers*. *American Economic Review* ,76,323-329.
 - * Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Capital Structures. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
 - * Kai Li, Heng Yue, Longkai Zhao (2009), "Ownership institutions, and capital structure: Evidence from china", *Journal of Comparative Economics*, 37 ,471-490.
 - * Klock, Mark S., Mansi, Sattar A., and William F. Maxwell, (2005), Does corporate governance matter to bondholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 693-719.
 - * Korner , P.(2007), "The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure: Evidence from Czech Firms", *Finance a úver - Czech Journal of Economics and Finance*, 57, (3-4), 142-158.
 - * Lin, Chen, Ma, Yue, Malatesta, Paul, and Yuhai Xuan,(2011), Ownership structure and the cost of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 100,1–23.
 - * Magri, S.,(2010), "Debt Maturity Choice of Nonpublic Italian Firms", *Journal of Money, Credit and Banking*, 42 (2-3), March-April, 443-463.
 - * Novaes, Walter, 2003, Capital structure choice when managers are in control: Entrenchment versus efficiency, *Journal of Business* 76, 49-81.
 - * Pfeffer, J. (1973). Size, Composition and Function of Corporate Boards of Directors: the Organisation-environment linkage. *Administrative Science Quarterly*, 18,349-364.
 - * Pfeffer, J. and Salancick, G.R. (1978). The External Control of Organisations: a

یادداشت‌ها

¹ Modern corporation

² Jensen and Meckling,

³ Harford et al.

⁴ Lin et al.

⁵ Debt maturity structure

⁶ Grossman and Hart

⁷ Stulz

⁸ Hart and Moore

⁹ Rajan and Winton

¹⁰ Zwiebel

¹¹ Novaes

¹² Benmelech

¹³ Bergwr, Ofek and Yermack

¹⁴ Datta et al.

¹⁵ Hasan and Butt

¹⁶ Both Klein

¹⁷ Güner

- 18 Disciplinary role
- 19 Rating agencies
- 20 Covenants
- 21 Firm-specific risk
- 22 Klock et al.
- 23 Cremers et al.
- 24 Baysinger and Butler
- 25 Yermack
- 26 Bhagat et al.
- 27 Adams
- 28 Brickley
- 29 Core, Holthausen and Larcker
- 30 Bhagat and Black
- 31 Fich and Shivdasani
- 32 Wei et al.
- 33 Overconfidence
- 34 Pfeffer and Salancick
- 35 Berger
- 36 Abor and Biekpe
- 37 Wen
- 38 Magri
- 39 Garcia-Teruel and Marti´nez-Solano
- 40 Fama and French
- 41 Godfred et al.
- 42 March and Shapira
- 43 Hayward and Hambrick
- 44 Alcock et al.
- 45 Barclay and Smith
- 46 Guedes and Opler
- 47 Ozkan
- 48 Terra
- 49 Korner
- 50 Growth opportunity
- 51 Shleifer and Vishny
- 52 Denis and Mihov
- 53 Generalized Least Squares Method
- 54 Ordinary Least Squares Method
- 55 Baltagi
- 56 Restrict Residual Sum Squars
- 57 Unrestrict Residual Sum Squars
- 58 Leamer F-test
- 59 Fixed effect
- 60 Random effect
- 61 hausman test
- 62 Berger