

# راهبری شرکتی و تامین مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر وهاب رستمی<sup>۱</sup> ، معصومه یارقلی<sup>۲</sup>

## چکیده :

هدف این پژوهش، بررسی تاثیر راهبری شرکتی بر تامین مالی در بازار سرمایه است. در این پژوهش از شاخص ترکیبی راهبری شرکتی استفاده شده است. پژوهش حاضر از لحاظ هدف کاربردی بوده و از بعد روش‌شناسی از نوع توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند که با روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۸۱ شرکت در نمونه آماری این پژوهش قرار گرفته‌اند. دوره زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۹۰ می‌باشد. همچنین

---

<sup>۱</sup> . استادیار گروه حسابداری دانشگاه پیام نور زنجان

<sup>۲</sup> کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات زنجان.

برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که بین قوت راهبری شرکتی و تمایل شرکت‌ها به استفاده از سود سهمی جهت افزایش سرمایه رابطه معناداری وجود دارد، همچنین در صورت قوت راهبری شرکتی تمایل شرکت‌ها به انتشار سهام بیش از موارد دیگر است. این نتایج مطابق با یافته‌های مطالعات اخیر وی‌وک و همکاران در سال ۲۰۱۲ می‌باشد که نشان دادند شرکت‌ها با سیستم نظارت قوی، تامین مالی از طریق سهام را نسبت به ایجاد بدهی ترجیح می‌دهند.

**واژه‌های کلیدی:** افزایش سرمایه، راهبری شرکتی، سود سهمی.

## مقدمه

بی‌شک یکی از با اهمیت‌ترین تحولات جهان صنعتی در قرن هجدهم، ظهور شرکت‌های سهامی و تفکیک مالکیت از مدیریت بود. در نتیجه این تحولات، شرکت‌های سهامی محل تجمع منافع گروه ذینفع در شرکت‌ها، شامل سهامداران، مدیران، اعتبار دهندگان، کارکنان و سایر ذینفعان شد و در پی آن بازار مالی سازمان یافته در اکثر کشورها بوجود آمد. جذب و تجمع پس‌اندازها و هدایت آنها به سوی سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت از اهداف اصلی این بازارهاست برای کارایی این بازارها تشویق مشارکت عمومی و حمایت قانونی از تامین کنندگان سرمایه‌ها ضروری است و این موجب رونق اقتصادی و گسترش فرهنگ سهامداری در اکثر کشورها شده است. با این همه وجود تضاد منافع بین ذینفعان در شرکت‌ها، مشکلات متعدد همچون مشکلات نمایندگی را به همراه داشته و بحث‌های متعددی را موجب شده است که موضوع راهبری شرکتی از اصلی‌ترین آن‌هاست. همچنین فروپاشی شرکت‌های بزرگ در سالهای اخیر توجه همگان را به نقش راهبری شرکتی جلب نموده است.

از سویی دیگر ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر موثر بر ارزشگذاری شرکت‌ها و برای جهت‌گیری‌های آنها در بازار سرمایه مطرح گردیده است. محیط متحول و متغیر کنونی، درجه بندی شرکت‌ها را از لحاظ اعتباری تا حدودی به ساختار سرمایه آنها منوط ساخته است. این امر برنامه‌ریزی

استراتژیک آنان را به انتخاب منابع موثر بر هدف حداکثر سازی ثروت سهامداران نزدیک کرده است. همچنین سیاست تامین مالی واحد تجاری به شدت تحت تاثیر مشکلات نمایندگی شرکت قرار دارد (Berger, Oferk, Yermack, 1987). استدلال چنین است که سیستم راهبری شرکتی با کیفیت بالا سبب کاهش تنش میان مدیر و مالک می‌گردد و به همین جهت، باعث افزایش تمایل شرکت به تامین مالی از روش‌هایی می‌شود که کمترین هزینه و بالاترین منفعت برای سهامداران را دارند ( 2012 VivekMande, Young K. Park).

از سویی راهبری شرکتی با کیفیت بالا سبب محافظت سهامداران در برابر رفتارهای خودخواهانه مدیران می‌گردد. هنگامیکه راهبری شرکتی ضعیف باشد مدیران تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌گیرند که سبب متضرر شدن حقوق سهامداران می‌شود (Ditmar, et al. 2006). همچنین راهبری شرکتی موثر از طریق انتشار اطلاعات مالی موثق سبب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد (Ajinkya, et al. 2005).

بنابراین همچنانکه راهبری شرکتی قوی‌تر می‌شود از هزینه‌ای که بر دوش صاحبان سهام است کم شده و سبب افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری وجوه‌شان در شرکت می‌گردد. همچنین راهبری شرکتی خوب و با کیفیت، هزینه تامین مالی را نیز کاهش می‌دهد. راهبری شرکتی موثر باعث می‌شود تا مدیریت منابع را به شیوه ای کارا به کار گیرد (Bhojraj, S, Sengupta, P, 2003).

و با توجه به اینکه تاثیر راهبری شرکتی بر تامین مالی از طریق سهام نسبت به تاثیر آن بر تامین مالی از طریق سود سهمی مورد بحث و سنجش قرار نگرفته است. لذا در این اینجا بحث ما این است که آیا بین قوت راهبری شرکتها و توسل به انتشار سهام جهت تامین مالی رابطه معنا داری وجود دارد؟ و آیا بین قوت راهبری شرکتها و افزایش سرمایه از محل صدور سود سهمی می توان رابطه معناداری یافت یا خیر.

## ادبیات و چهارچوب نظری تحقیق

### • راهبری شرکتی

می‌توان گفت راهبری شرکتی به چگونگی اداره و کنترل شرکتها به ویژه نقش هیئت مدیره در این رابطه پرداخته و چارچوب یک نظام پاسخگویی موثر را بیان می‌کند.

راهبری شرکتی موضوعی چند بعدی است. یکی از درون مایه‌های مهم در راهبری شرکتی با حسابداری و مدیریت مالی سروکار دارد و به گونه‌ای اصولی از بکارگیری سیاستها و مکانیزم‌هایی

حمایت می‌کند که از رفتار درست اطمینان حاصل کرده و سهامداران را پشتیبانی کند. یک عنصر اصلی دیگر، دیدگاه کارایی اقتصادی است که سیستم راهبری شرکتی از راه آن باید هدف‌های اقتصادی را با در نظر گرفتن دقیق ثروت سهامداران، بهبود بخشد. دیدگاه‌های دیگری هم در زمینه راهبری شرکتی وجود دارد که از جمله آن‌ها می‌توان به دیدگاه ذی‌نفعان اشاره کرد که حساسی و توجه بیشتری را به ذی‌نفعان طلب می‌کند (قدس علی سینا، ۱۳۸۷).

هدف راهبری شرکتی نه تنها حمایت از منافع سهامدار است بلکه در ارتقاء مدیریت مؤثر هم نقش دارد برای ارتقاء مدیریت مؤثر، راهبران یک شرکت، بایستی اطلاعات و هوش لازم برای تصمیم‌گیری راجع به تقاضای سهامداران و دیگر نهادها را داشته باشند.

در ادبیات گذشته این امر پیشنهاد شده است که سرمایه‌گذاری جهت افزایش کیفیت راهبری شرکتی سبب بهبود بسیاری از مشکلات نمایندگی و کاهش هزینه‌های تامین مالی از طریق سهام می‌باشد. اولاً، راهبری شرکتی با کیفیت خوب سبب محافظت سهامداران در برابر رفتارهای خودخواهانه مدیران می‌گردد. هنگامیکه راهبری شرکتی ضعیف باشد مدیران تصمیمات سرمایه‌گذاری ناکارآمد می‌گیرند که سبب متضرر شدن حقوق سهامداران می‌شود (Masulis et al. 2007). دوماً، راهبری شرکتی با کیفیت بالا، کیفیت بالای اطلاعات مالی منتشر شده را تضمین می‌کند. بنابراین همچنانکه راهبری شرکتی قوی‌تر می‌شود از هزینه‌ای که بر دوش صاحبان سهام است کم شده و سبب افزایش تمایل سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری وجوه شان در شرکت می‌گردد.

## • انتشار سهام

انتشار سهام برای تأمین منابع لازم در سرمایه‌گذاری‌های بزرگ روش متعارف و متداولی است. بر اساس لایحه اصلاح قانون تجارت ۱۳۳۷، "سهم قسمتی از سرمایه شرکت سهامی است که مشخص کننده میزان مشارکت و تعهدات منافع صاحب آن در شرکت سهامی می‌باشد." سهام یک شرکت به دو دسته سهام عادی و سهام ممتاز تقسیم می‌شود.

متداولترین نوع سهام، سهام عادی است که دارندگان آن به مبلغ مساوی از حقوق و امتیازات واحدی برخوردارند. اکثریت سهام شرکتها به صورت عادی منتشر می‌شود. نوع دیگری از سهام نیز وجود دارد که سهام ممتاز نام دارد. سهام ممتاز، سهامی است که به موجب اساسنامه یا طبق تصویب

مجمع عمومی فوق العاده شرکت امتیاز یا امتیازات خاصی نسبت به سایر سهام همان شرکت به دارنده خود اعطا می کند.

حمایت عمومی پشت این نظر وجود دارد که راهبری شرکتی موثر هزینه تامین مالی از طریق سهام را می کاهش دهد. اشبات و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) از رابطه‌ای منفی میان هزینه انتشار سهام و تعدادی از صفات نظارت شامل: کیفیت سودآوری، استقلال هیئت مدیره و کمیته حسابرسی، درصد مالکیت و درصد مالکیت سهام هیئت مدیره نام برده‌اند. گومپرس و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۳) دریافتند که شرکت‌هایی که در آن به حقوق سهامداران توجه ویژه‌ای می‌شود، ارزش سهام بالاتری دارند و هزینه حقوق صاحبان سرمایه در آن شرکتها پایین می‌باشد. هر چند نتایج حاصله از وجود ارتباط میان نظارت و هزینه حقوق صاحبان سرمایه خبر می‌دهند، با این وجود هیچ مدرک مستقیمی دال بر اینکه آیا کیفیت نظارت بر تصمیمات تامین مالی شرکت اثرگذار می‌باشد یا خیر، وجود ندارد.

#### • افزایش سرمایه

افزایش سرمایه به عنوان یکی از منابع تأمین مالی در شرکت های سهامی به شمار می‌رود و از دو طریق انجام می‌شود: یکی از طریق افزایش ارزش اسمی سهام موجود شرکتها، که در این روش هیچ تغییری در تعداد سهام شرکت ایجاد نمی‌شود. راه دیگر افزایش سرمایه، صدور سهام جدید در ازاء دریافت وجه نقد و یا از محل اندوخته‌های حقوق صاحبان سهام، تبدیل مطالبات حال شده سهامداران و اشخاص و از محل سود انباشته یا تبدیل اوراق قرضه به سهام (صدور سهام جدید در این روش موجب افزایش تعداد سهام شرکت می‌گردد) است. در این تحقیق افزایش سرمایه از طریق سود سهمی در نظر گرفته شده است.

#### پیشینه تحقیق

ویوک و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، میزان اثربخشی راهبری شرکتی و تاثیر آن بر تامین مالی را با استفاده از نمونه ای بالغ بر 2000 سهام منتشر شده و بدهی ایجاد شده در ایالت متحده طی سال های ۱۹۹۸ الی ۲۰۰۶ با فرض انتخاب تامین مالی از طریق سهام در مقایسه با تامین مالی از طریق ایجاد بدهی را بررسی نمودند یافته‌های تحقیق نشان داد میزان این ارتباط در شرکت‌های کوچکی که عدم تقارن

---

1. Eshbat & et. al  
2. Gompers & et. al  
3. Vivek & et. al

اطلاعاتی میان مدیر و مالک وجود دارد بیشتر مشهود است و شرکت‌ها با سیستم نظارت قوی تامین مالی از طریق سهام را نسبت به ایجاد بدهی ترجیح می‌دهند.

چانگ<sup>۱</sup>، داسگوپتا و هیلاری<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) اثبات کرده‌اند که شرکت‌هایی که میزان بالای سود را با گواهی حسابرسان گزارش می‌کنند، بیشتر بر سهام نسبت به بدهی اتکا دارند. مدل آن‌ها بر پایه این فرض بنا شده است که هزینه انتشار سهام با گزینش زیانبار ناشی شده از عدم تقارن اطلاعاتی مرتبط می‌باشند.

مطالعات دیتمار و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) به بیان این مطلب می‌پردازند که هزینه‌های نمایندگی ناشی شده از ثبات کاری مدیران بر تامین مالی شرکت از طریق سهام اثر منفی دارد. این مطالعات اظهار دارند که مدیران تثبیت شده (از لحاظ شغلی) پروژه‌های ریسکی و خالص ارزش فعلی منفی را به خاطر نفع شخصی خودشان، حتی به قیمت نابودی حقوق سهامداران، قبول می‌کنند.

بالینگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) مفید بودن رتبه بندی راهبری شرکتی برای سرمایه‌گذاران را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها فرض کردند که عدم تقارن اطلاعاتی به وسیله الزامات افشاء در ارتباط با ساختار راهبری به طور کامل اصلاح نمی‌شود. یافته‌های حاصل از این تحقیق نشان داد رتبه‌بندی بر مبنای راهبری شرکتی به عنوان ابزاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به کار گرفته می‌شود.

طالبی نسب (۱۳۹۰) برای اخذ مدرک کارشناسی ارشد خود در دانشگاه باهنر کرمان تحقیقی تحت عنوان نقش قابل اتکا بودن دارایی و کیفیت حسابرسی به عنوان یکی از عناصر راهبری شرکتی در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بزرگ بودن موسسه حسابرسی و تخصص حسابرس باعث بالا رفتن کیفیت حسابرسی میشود. فرضیه دوم تحقیق مبنی بر تاثیرگذار نبودن کیفیت حسابرسی از دیدگاه بازار، در مورد ارزش‌داری‌ها و بدهی‌ها با اتکالپذیری بالا تائید شده است.

سینایی (۱۳۸۶) تاثیر عوامل داخلی شرکت‌ها (اندازه‌ی شرکت، وضعیت دارایی‌ها، میزان سودآوری و فرصت‌های رشد) را بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده و به این نتیجه رسید که از میان متغیرهای مورد بررسی، اندازه‌ی شرکت و فرصت‌های رشد نقش موثرتری در تعیین ساختار سرمایه دارند.

1. Chang
2. Daskopta & Hilary
3. Ditmar & et. al
4. Balling & et. al

فتحعلی (۱۳۸۲) به بررسی تاثیر انتشار سود سهمی بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاکی از این بود که انتشار سود سهمی بر بازدهی سهام شرکتها تاثیر مثبت دارد.

### فرضیه‌های تحقیق

تحقیق حاضر به دنبال بررسی رابطه راهبری شرکتی و تامین مالی از طریق انتشار سهام و یا انتشار سودسهمی است. از این رو در این تحقیق دو فرضیه زیر مورد بررسی قرار می‌گیرد:

فرضیه اول: بین قوت راهبری شرکتی شرکت‌های نمونه و توسل به انتشار سهام جهت تامین مالی رابطه معنا داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین قوت راهبری شرکتی شرکت‌های نمونه و افزایش سرمایه از محل صدور سودسهمی رابطه معنا داری وجود دارد.

### روش‌شناسی تحقیق

این تحقیق از لحاظ هدف جزء تحقیقات کاربردی بوده و از لحاظ روش‌شناسی از نوع تحقیقات همبستگی پس رویدادی می‌باشد. در این تحقیق برای آزمون فرضیه اول از رابطه (۱) و فرضیه دوم از رابطه (۲) به شرح زیر استفاده شده است.

$$EISSE_{ij} = b_0 + b_1(GOV_{ij}) + b_2(SIZE_{ij}) + \text{رابطه (۱)}$$

$$b_3(MTB_{ij}) + b_4(PPE_{ij}) + \varepsilon$$

$$INCCAPITL_{ij} = b_0 + b_1(GOV_{ij}) + b_2(SIZE_{ij}) + \text{رابطه (۲)}$$

$$b_3(MTB_{ij}) + b_4(PPE_{ij}) + \varepsilon$$

که در آن:

$EISSUE_{ij}$ : سهام صادر شده شرکت  $j$  در دوره  $i$

$b_0$ : متغیر ثابت

$GOV_{ij}$ : راهبری شرکتی شرکت  $j$  در دوره  $i$

$SIZE_{ij}$ : اندازه شرکت  $j$  در پایان دوره  $i$

$MTB_{ij}$ : فرصت‌های سودآوری شرکت  $j$  در دوره  $i$



$PPE_{ij}$ : نسبت دارایی ثابت بر مجموع دارایی شرکت  $j$  در دوره  $i$   
 $INCCAPITAL_{ij}$ : درصد افزایش سرمایه از محل صدور سود سهمی شرکت  $j$  در دوره  $i$   
 $\varepsilon$ : مقدار خطا  
و  $b_1, \dots, b_n$ : ضریب متغیرها

### متغیرهای تحقیق و نحوه سنجش آنها

اساساً در هر کار تحقیقی، تعیین متغیرها یکی از عمده‌ترین مراحل تحقیقی می‌باشد. متغیر چیزی است که می‌تواند از لحاظ مقدار تغییر کند و معمولاً چیزی است که می‌تواند ارزش‌های عددی متفاوتی بپذیرد و در واقع ویژگی‌هایی است که تحقیقگر آن را مشاهده، کنترل و یا در آنها دخل و تصرف می‌کند (آذر، عادل، مومنی، منصور سمت ۱۳۷۷).

در این تحقیق از سه دسته متغیر مستقل، وابسته و کنترلی استفاده شده است که نام و نحوه اندازه‌گیری آنها به شرح زیر می‌باشد:

شاخص راهبری شرکتی به عنوان متغیر مستقل از سیزده عامل تشکیل شده است. که پس از جمع‌آوری داده‌های مربوط به این متغیرها از روش کد گذاری و انباشت کدها به منظور عملیاتی کردن متغیر راهبری شرکتی استفاده شد. بر اساس این روش‌شناسی به هر کدام از عوامل سیزده‌گانه راهبری شرکتی، امتیاز صفر و یک (با توجه به تعریف عملیاتی انجام شده) اختصاص یافته است که از جمع زدن این امتیازها، امتیاز راهبری شرکتی محاسبه شد. این عوامل به شرح جدول (۱) می‌باشد. دی<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، نیکیتن<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، لاکر و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷)، جیانگ و دیگران<sup>۴</sup> (۲۰۰۹)، از جمله محققانی هستند که از شاخص ترکیبی راهبری شرکتی در تحقیق خود استفاده کرده‌اند.

1. Dey  
2. Nikitin  
3. Lacer & et. al  
4. Giyang & et. al

جدول (۱): تعریف عملیاتی متغیرها

تعریف عملیاتی	نام عامل
کمتر بودن نسبت اعضای غیر موظف به کل اعضا از نسبت محاسبه شده برای کل شرکت‌ها یک سال، صفر در غیر این صورت یک	استفاده از اعضای غیر موظف در هیئت مدیره
جدا نکردن نقش مدیر عامل از هیئت مدیره، صفر و در غیر این صورت یک	جدا کردن نقش مدیرعامل از رئیس هیئت مدیره
تغییر مدیر عامل در دو سال گذشته، صفر در غیر این صورت، یک	ثبات مدیر عامل
عدم تغییر شریکان امضا کننده گزارش حسابرسی شرکت در دو سال گذشته، صفر در غیر این صورت یک	چرخش شرکای موسسه حسابرسی
اگر حسابرسی شرکت توسط موسسات حسابرسی صورت گرفته باشد، صفر و اگر توسط سازمان حسابرسی صورت گرفته باشد یک.	نوع حسابرس
نبودن سهامداران حق کنترل، صفر و در غیر این صورت یک (سهامدارانی که بالای ۵۰٪ سهام شرکت را دارا باشند)	بودن سهامداران دارای حق کنترل
بیشتر بودن سهام شناور آزاد شرکت از میانگین سهام شناور آزاد کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت یک	تمرکز مالکیت
اگر سهامداران نهادی بیش از ۵٪ سهام عادی شرکت را دارا باشند یک و در غیر این صورت صفر	سهام دارای نهادی
بیشتر بودن نسبت معامله با اشخاص وابسته به فروش شرکت از میانگین کل شرکت‌ها، صفر و در غیر این صورت یک	معامله با اشخاص وابسته
وجود تعدیلات سنواتی خالص از مالیات، صفر و در غیر این صورت یک	توان اتکا (تعدیلات سنواتی)
بودن اظهار نظر غیر مقبول، صفر و در غیر این صورت یک	توان اتکا (اظهار نظر حسابرس)
نبودن وب سایت اینترنتی، صفر و در غیر این صورت یک	بودن وب سایت اینترنت
نبودن واحد حسابرسی داخلی، صفر و در غیر این صورت یک	بودن واحد حسابرسی داخلی

در فرضیه اول متغیر وابسته EISSUE (صدور سهام) می‌باشد. که مقدار یک می‌گیرد اگر شرکت در هر یک از دوره‌های پنج ساله مورد بررسی صدور سهام داشته باشد و مقدار صفر می‌گیرد اگر طی دوره مورد بررسی صدور سهام نداشته باشد.

و در فرضیه دوم متغیر وابسته INCCAPITAL می‌باشد که نشان دهنده درصد افزایش سرمایه شرکتها از محل صدور سود سهمی می‌باشد.

در این تحقیق از متغیرهای کنترلی به منظور یکسان سازی شرکت‌ها از نظر سایر عوامل تاثیرگذار استفاده شده، که شامل سه متغیر به شرح زیر می‌باشد:

- **اندازه شرکت:** در تحقیق حاضر به دلیل عمومیت کاربرد لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها در تحقیقات پیشین به عنوان شاخص سنجش اندازه شرکت در نظر گرفته شده است.
- **فرصت‌های سودآوری:** معیارهای مختلفی جهت سنجش فرصت‌های سودآوری شرکت وجود دارد که عمده‌ترین آن‌ها معیار استفاده از مدل Q توبین است.
- **نسبت داراییهای ثابت:** نشان دهنده‌ی میزان داراییهای ثابت شرکت است که از تقسیم داراییهای ثابت به کل داراییها بدست می‌آید.

### جامعه آماری، نمونه آماری و قلمرو زمانی تحقیق

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صنایع و گروه‌های متفاوت می‌باشد. اطلاعات آماری مربوط به شرکت‌های قرار گرفته شده در نمونه آماری در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ جمع‌آوری شده است.

جهت انتخاب نمونه از روش حذف سیستماتیک با معیارهای زیر استفاده شده است.

- (۱) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- (۲) وقفه‌ی معاملاتی در آنها حداکثر سه ماه باشد به استثنای وقفه‌های مربوط به برگزاری مجمع عمومی عام صاحبان سهام.
- (۳) بانک‌ها، نهادهای پولی و شرکت‌های سرمایه‌گذاری هلدینگ از نمونه مستثنی می‌گردند. (چون فعالیت آنها با سایر شرکتهای متفاوت است)
- (۴) شرکت‌های زیان ده حذف می‌گردند.
- (۵) اطلاعات شرکت‌های مورد بررسی در دسترس باشد.
- (۶) تغییر دوره مالی طی سال‌های مورد تحقیق نداشته باشد.

۷) شرکتهایی که طی سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ از سود سهمی جهت افزایش سرمایه استفاده کرده‌اند.

۸) شرکتهایی که طی سالهای ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۰ از طریق سهام تامین مالی کرده‌اند.

در نهایت پس از رعایت شروط فوق تعداد 81 شرکت به عنوان نمونه انتخاب گردید.

## یافته‌های تحقیق

### آمار توصیفی

نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲) نتیجه تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های تحقیق

مشاهدات	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	میانگین	شاخص آماری متغیر
۴۰۵	۲/۴۲	۰	۰/۴۳	۰/۱۷	افزایش سرمایه
۴۰۵	۱/۲۹	۰/۰۹	۰/۱۷	۰/۶۴	صدور سهام
۴۰۵	۰/۸۴	۰/۱۵	۰/۱۳	۰/۵۱	شاخص راهبری شرکتی
۴۰۵	۱۷/۰۶	۱۰/۸	۱/۳۳	۱۳/۶۱	اندازه
۴۰۵	۳/۶	۰/۴۹	۰/۴۸	۱/۳۱	مدل کیو توپین
۴۰۵	۰/۵۹	۰/۰۱	۰/۱۳	۰/۲۳	نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها

نتایج آزمون فرضیه اول و مدل مورد استفاده

جدول (۳) مدل و نتایج آزمون فرضیه اول

$$EISSUE_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	شاخص آماری	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
راهبری شرکتی $GOV_{it}$		۰/۶۳	۰/۱۴	۴/۴۵	۰/۰۰۰
اندازه $SIZE_i$		۰/۰۶	۰/۰۱۸	۳/۳۱	۰/۰۰۱
کیوتوبین $QTOBIN_{it}$		۰/۱۵	۰/۰۴۷	۳/۳۳	۰/۰۰۱
دارایی‌های ثابت $PPE_{it}$		۰/۰۶	۰/۱۷	۰/۳۸	۰/۷

آماره  $F$  (احتمال): ۶/۲۱ (۰/۰۰۰۱) ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ): ۰/۱۵

نتایج آزمون فرضیه دوم و مدل مورد استفاده

جدول (۴) مدل مورد استفاده و نتایج آزمون فرضیه دوم

$$INCCAPITAL_{it} = \beta_0 + \beta_1 GOV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 QTOBIN_{it} + \beta_4 PPE_{it} + \varepsilon_{it}$$

متغیر	شاخص آماری	برآورد ضریب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معنی داری
راهبری شرکتی $GOV_{it}$		۰/۱	۰/۰۳۸	۲/۷۶	۰/۰۰۶
اندازه $SIZE_i$		۰/۰۱۲	۰/۰۰۹	۱/۴۲	۰/۱۵
کیوتوبین $QTOBIN_{it}$		-۰/۰۵	۰/۰۱۵	-۳/۷۳	۰/۰۰۰
دارایی‌های ثابت $PPE_{it}$		۰/۰۶	۰/۰۶	۱/۰۲	۰/۳

آماره  $F$  (احتمال): ۲۷/۳۳ (۰/۰۰۰۰) ضریب تعیین تعدیل شده ( $R^2$ ): ۰/۱۳

با توجه به نتایج آزمون مدل کلی فرضیه‌های اول و دوم که در جداول (۳) و (۴) ارائه شده‌اند، سطح معنی‌داری آماره  $F$  کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی‌دار است. همچنین از آنجا که متغیرهای مستقل در این تحقیق موهومی هستند مشکل همبستگی بین اجزای خطاهای مدل وجود نخواهد داشت.

### نتیجه‌گیری و بحث

در مبانی نظری تحقیق چنین پیشنهاد دادیم که چنانکه راهبری شرکتی قوی گردد تمایل شرکت‌ها به استفاده از روش‌های تامین مالی با هزینه پائین‌تر نیز بیشتر می‌شود. در واقع به دلیل نظارت قوی، هزینه‌های نمایندگی مرتبط با گزینش زیانبار و منفعت‌طلبی مدیران کاهش می‌یابد. یافته‌های ما با این پیش‌بینی‌ها مرتبط هستند.

یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که بین قوت راهبری شرکتی و صدور سهام جهت تامین مالی رابطه مثبت وجود داشته و فرضیه اول تأیید گردیده است. طبق مبانی نظری شرکت‌ها با سیستم نظارت قوی، تامین مالی از طریق سهام را نسبت به ایجاد بدهی ترجیح می‌دهند و همچنانکه شاخص راهبری شرکتی فزونی می‌یابد درصد انتخاب تامین مالی از طریق سهام نیز بیشتر می‌شود.

همچنین نتایج تحقیق نشان دهنده وجود رابطه مثبت بین صدور سهام جهت تامین مالی و اندازه شرکت و فرصت سودآوری (کیوتوبین) می‌باشد. همچنین می‌توان بیان نمود که متغیر دارایی ثابت با متغیر وابسته که همان صدور سهام است، رابطه معناداری ندارد.

در فرضیه دوم به بررسی رابطه قوت راهبری شرکتی و افزایش سرمایه از محل سود سهمی پرداخته‌ایم بر اساس نتایج مندرج در جدول (۴) و با توجه به سطح معناداری ۰.۰۰۶ راهبری شرکتی و علامت مثبت آن که نشان از رابطه مثبت با متغیر وابسته (افزایش سرمایه از محل صدور سود سهمی) می‌باشد از لحاظ تجربی نیز این رابطه بر اساس تحلیل صورت گرفته تأیید می‌شود. بنابراین، فرضیه دوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه معنادار بین راهبری شرکتی و درصد افزایش سرمایه از محل سود سهمی، از لحاظ تجربی تأیید می‌گردد.

یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که بین فرصت سودآوری و افزایش سرمایه از محل صدور سود سهمی رابطه‌ی منفی وجود دارد.

## پیشنهاد‌های حاصل از تحقیق

الف) آموزش مفاهیم راهبری شرکتی توسط جامعه حسابداران رسمی ایران در حین آموزش مستمر، بومی کردن مفاهیم راهبری شرکتی و انطباق آن با بستر فرهنگی و اقتصادی در ایران توسط مراجع که موجب غنا و تقویت مکانیزم‌های راهبری شرکت در ایران گردد

ب) لازم است مسئولین و دست‌اندرکاران بورس شرایط لازم را جهت بررسی قیمت سهام قبل و بعد از مجمع داشته و سهامداران را با ماهیت سود سهمی آشنا سازند چرا که این امکان وجود دارد با متورم کردن ارزش سهام پس از انتشار سود سهمی موجبات فریب عموم پدید آید.

## منابع

۱. آذر، عادل، مومنی، منصور، آمار و کاربرد آن در مدیریت، جلد دوم، تهران، انتشارات سمت، ۱۳۷۷.
۲. قدس علی‌سینا، حاکمیت شرکتی و اصلاح ساختار هیات مدیره، مجله تدبیر، ۱۳۸۷، شماره ۱۹۵، ص ۵۰.
3. Ajinkya, B, Bhojraj, S, Sengupta, P, The association between outside directors, institutional investors and the properties of management earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 2005, vol.43, pp. 343-376.
4. Berger, Oferk, Yermack, Managerial entrenchment and capital structure decisions, *The Journal of Finance*, 1987, vol. 52, pp. 1411-1438.
5. Bhojraj, S, Sengupta, P, Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and the outside directors, *The Journal of Business*, 2003, vol. 76, pp. 455-475.
6. Ditmar, A, Mahrt, Smith, j, corporate governance and the value of Cash holdings, *journal of financial economics*, 2006.
7. Gompers, P. A, Ishii, J. L, & Metrick, A, Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 2003, vol. 118, pp. 107-155.
8. Masulis, R.W, Wang, C, & Xie, F, Corporate governance and acquirer returns, *Journal of Finance*, 2007, vol. 62, pp. 1851-1889.
9. Myers, S. C, Majluf, N. S, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, PP. 187-221.
1. VivekMande, Young K. Park, Myungsoo Son, Equity or Debt Financing: Does Good Corporate Governance Matter?, *International Review*, 2012, vol. 20, No. 2, pp. 195-211.