

## رابطه سازوکارهای نظام راهبری و رتبه نظام راهبری با هزینه سهام عادی شرکت‌ها

فرزین رضایی<sup>۱</sup>

مصطفی افشار<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۲/۱/۱۵

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۱/۱۰

---

### چکیده

در این پژوهش رابطه سازوکارهای نظام راهبری و رتبه نظام راهبری شامل، تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان با هزینه سهام عادی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. برای رتبه بندی شرکتها مبتنی بر نظام راهبری از روش "تاپسیس (TOPSIS)" استفاده شد. نمونه تحقیق شامل ۱۱۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ می باشد که از طریق غربالگری انتخاب شدند. آزمون فرضیه ها از طریق رگرسیون چندگانه و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) با چیدمان دادهای تابلویی صورت پذیرفت. همچنین برای بیان تفاوت معناداری هزینه سهام عادی شرکت‌های دارای رتبه بالا / پایین از نظر نظام راهبری از روش "من - ویتنی" استفاده گردید. نتایج نشان می دهد بین درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان با هزینه سهام عادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. یافته های تحقیق نشان می دهد که بین رتبه کلی شرکت از نظر نظام راهبری و هزینه سهام عادی ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

واژه‌های کلیدی: رتبه نظام راهبری شرکتی، هزینه سهام عادی، تاپسیس (TOPSIS).

---

۱- استادیار گروه حسابداری، عضو هیات علمی دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین، (مسئول مکاتبات)

[Farzin.rezaei@qiau.ac.ir](mailto:Farzin.rezaei@qiau.ac.ir)

۲- کارشناس ارشد حسابداری واحد علوم و تحقیقات قزوین

## ۱- مقدمه

تصمیم‌گیری و قضاوت در مناسب‌ترین شیوه سرمایه‌گذاری باهدف بیشینه‌سازی ثروت سهامداران از جمله موضوعات بسیار مهم در حوزه مدیریت مالی است. برای دستیابی به هدف فوق‌افزایش سود (جاری و سرمایه‌ای) حاصل از سرمایه‌گذاریها و کمینه‌نمودن خطر سرمایه‌گذاری دو راهکار مناسب تلقی می‌گردد. بر همین اساس اطلاع از هزینه سهام عادی همواره در تصمیمات شرکتها نقش اساسی داشته است. دستیابی به نرخ هزینه مناسب در تعیین ترکیب بهینه ساختار مالی شرکت‌ها و به ویژه در کسب نتایج مطلوب از عملیات به شکل سود آور و با افزایش قیمت بازار سهام از اهمیت خاصی برخوردار می‌باشد. (ایسلی مائورین ۲۰۰۱). هزینه سهام عادی، یکی از مباحث اصلی در ادبیات مالی تصمیم‌گیری و انتخاب راهکارهای بهینه در خصوص سرمایه‌گذاری وجوه و ساختار سرمایه به منظور افزایش ارزش شرکت است. مفهوم هزینه سهام عادی مبتنی بر این فرض است که هدف مدیران شرکت به حداکثر رساندن ثروت سهامداران است. در واقع بر همین اساس بین تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری ارتباط برقرار می‌شود لذا، با توجه به اهمیت هزینه سهام عادی تعیین عوامل تاثیرگذار بر آن از اهمیت خاصی برخوردار خواهد بود. در سال‌های اخیر، پیشرفت‌های زیادی در زمینه موضوع نظام راهبری در سطح جهان صورت گرفته است و کشورهای پیشرو در این زمینه همچنان به تقویت نظام‌های راهبری خود ادامه می‌دهند و در این راستا به مشارکت کنندگان در نظام راهبری و موضوع‌هایی از قبیل سهامداران و روابط آنها، مسئولیت پاسخگویی، بهبود عملکرد هیأت مدیره، حساب‌رسان و نظام‌های حسابداری و کنترل داخلی توجه ویژه‌ای مبذول می‌دارند. از سوی دیگر، حسابداران و حساب‌رسان، سرمایه

گذاران جزء و سایر بازیگران صحنه پول و سرمایه نیز از فلسفه وجودی و ضرورت اصلاح و بهبود مستمر نظام راهبری آگاه می‌باشند (رضایی ۱۳۸۹). که در این پژوهش رابطه هزینه سهام عادی با سازوکارهای نظام راهبردی، بررسی می‌شود.

با توجه به تبیین رابطه بین نظام راهبری و هزینه سهام عادی، این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ برای سوالات زیر می‌باشد:

- ۱) آیا رتبه نظام راهبری موجب کاهش هزینه سهام عادی شرکت‌ها می‌باشد.
- ۲) آیا رتبه بندی شرکتها از نظر ساز و کارهای نظام راهبری برای تمایز بین هزینه سهام عادی شرکتها عامل مربوط می‌باشد؟

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

نظام راهبری میزان دسترسی شرکت به منابع مالی را تسهیل و باعث کاهش هزینه‌های سرمایه در شرکت‌ها گردیده که نتیجه آن باعث افزایش دارایی‌های شرکت می‌گردد (سجادی، ۱۳۸۸). زمانیکه درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکیت افزایش می‌یابد، مبتنی بر فرضیه نظارت قابلیت نظارت بر عملکرد مدیران افزایش می‌یابد. در واقع بدلیل اینکه مالکان بطور متمرکز توانایی اعمال نظر و نفوذ بالاتری بر سیاستهای مالی، عملیاتی و راهبری اعضای هیات مدیره پیدامی‌کنند، احتمال فرصت‌طلبی و افزایش هزینه‌های نمایندگی را کاهش می‌دهند. لیکن ایرادی که به نفوذ بالای قشر خاصی از مالکان به هیات مدیره وجود دارد، فرصت‌طلبی به نوع ویژه است. زیرا، در این هنگام مالکان نهادی دارای تمرکز بالا و یا بلوکی مقاصد متفاوتی از مالکان اقلیت را دنبال می‌کنند. بدیهی است این اهداف الزاماً هم راستا نمی‌باشد. بنابراین از این حیث سطوح بالای تمرکز مالکیت یا مالکان

گذاران نهادی می‌توانند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند و نفوذشان بر مدیریت شرکت می‌تواند مبنایی برای همسو کردن منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران در راستای حداکثرسازی ثروت سهامداران باشد. (کردتبار، ۱۳۸۷). در چارچوب انتظامی نظام راهبری، اثر بخشی و کارایی مراقبت‌های اعمال شده نسبت به مدیران، از طرف هیئت مدیره و از سوی دیگر از طرف سهامداران نهادی سرچشمه می‌گیرد. افزایش این مراقبت‌ها احتمالاً موجب کنترل بهتر قدرت اختیاری مدیران و همچنین فرصت طلبی آنها در انتقال ثروت به زیان اعتبار دهندگان می‌شود. یکی از روشهای ایجاد ارزش، کاهش هزینه‌های تأمین مالی در شرکتها است. به طور کلی نظام راهبری شرکتها موجب کاهش هزینه سهام عادی شرکت شده و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. زیرا نظام راهبری برای فراهم آوردن امکان کنترل و ایجاد توازن بین منافع مدیران و سهامداران و در نتیجه کاهش تضاد نمایندگی ایجاد می‌شود. بنابراین شرکت‌هایی که کیفیت نظام راهبری بهتری دارند، باید کمتر با مشکل تضاد نمایندگی روبه‌رو باشند.

رضایی و مهدوی دوست (۱۳۹۱) مطالعه‌ای در رابطه با "تأثیر متغیرهای مالکیت و راهبری شرکتی بر روی هزینه‌های نمایندگی" انجام دادند. یافته‌های تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معناداری بین متغیرهای تعداد مدیران غیر موظف هیئت مدیره و مدت تصدی هیئت مدیره، و رابطه منفی و معنادار بین متغیر مالکان نهادی و هزینه نمایندگی است؛ ولی بین تصدی همزمان دو پست مدیریت عامل و عضویت هیئت مدیره رابطه معناداری یافت نشد. رضایی، دوستی (۱۳۹۰) مطالعه‌ای در رابطه با "تأثیر نسبت‌های سه‌گانه نظام حاکمیت شرکتی بر هزینه سهام عادی با روش GLS" انجام دادند. نتایج نشان داد از بین متغیرهای نظام حاکمیت شرکتی، متغیر اقلام

نهادی و بلوکی مطلوب تلقی نمی‌شود. در آزمونهای تجربی بطور مشاهده‌ای (استقرایی) نتایج متفاوتی به دست آمده است. فرهنگ سهامداران، ترکیب سهامداران (اقلیت/اکثریت) و عوامل بنیادی دیگری مداخله دارند. حمایت از حقوق سهامداران اقلیت، تأکید بر نقش هیئت مدیره مستقل و ناظران خارج از سازمان، جلوگیری و مبارزه با فساد، تضمین رعایت اخلاق، حذف معاملات درون‌بنگاهی با اشخاص وابسته، اطلاع‌رسانی مرتبط و به موقع از اصول اساسی نظام راهبری می‌باشد. نظام راهبری به دنبال اطمینان یافتن از وجود چارچوبی است که توازن بین آزادی عمل مدیریت، پاسخگویی و صیانت از منافع ذینفعان را فراهم می‌نماید. (عیوضلو و صادقی، ۱۳۸۷). ازدیدگاه تئوری نمایندگی، حضور مدیران غیر موظف (غیر اجرایی) مستقل در هیئت مدیره شرکت و عملکرد نظارت آنها به عنوان افرادی مستقل، به کاهش تضاد منافع موجود میان سهامداران و مدیران شرکت کمک شایانی می‌کند (فاما، ۱۹۸۰). سرمایه‌گذاران نهادی یکی دیگر از سازوکارهای نظام راهبری می‌باشد. که می‌تواند بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشد. هر روز بر اهمیت نقش نظارتی سرمایه‌گذاران نهادی افزوده می‌شود زیرا هم بسیار بزرگ و با نفوذ شده‌اند و هم تمرکز مالکیت قابل ملاحظه‌ای را به دست آورده‌اند. سرمایه‌گذاران نهادی می‌توانند تضادهای کارگزاری را به واسطه وجودشان در مقام کارگزار (مالک) عمده، و وخیم‌تر کنند هر چند که با رشد تمرکز مالکیت این مشکل هم برطرف می‌شود (اسدومون و سولومون، ۱۳۸۴). وجود سهامداران عمده نیز می‌تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می‌شود (سایفرت و همکاران، ۲۰۰۵). سهامداران بویژه سرمایه‌گذاران نهادی نیز در نظام راهبری شرکت، نقشی مهم ایفا می‌کنند. سرمایه

دادند. یافته های آنها نشان از وجود ارتباط مثبت بین سازکارهای حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت داشت.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اصلی ۱:** بین ساز و کارهای نظام راهبری و هزینه سهام عادی شرکت‌ها رابطه وجود دارد.

۱-۱) بین تعداد مدیران غیرموظف و هزینه سهام عادی رابطه منفی وجود دارد.

۱-۲) بین درصد مالکیت بلوکی و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد.

۱-۳) بین درصد مالکیت نهادی و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد.

۱-۴) بین تمرکز مالکان و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد.

**فرضیه اصلی ۲:** بین رتبه نظام راهبری و هزینه سهام عادی رابطه وجود دارد.

۲-۱) شرکت‌ها با رتبه نظام راهبری بالاتر، هزینه سهام عادی کمتری دارند.

۲-۲) شرکت‌ها با رتبه نظام راهبری پایین تر، هزینه سهام عادی بیشتری دارند.

### ۴- روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ است گردآوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای صورت گرفت. اطلاعات مربوط به مبانی نظری از کتب و مقالات خارجی و فارسی جمع آوری شد و اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه‌ها با مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد بررسی، گزارش فعالیت هیئت مدیره بدست آمد. این اطلاعات در برخی موارد از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیرپرداز، ره آوردنویس و سامانه رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شد.

تعهدی غیرعادی و نسبت مدیران غیرموظف ارتباط معناداری با هزینه سهام عادی دارند. کردستانی، علوی (۱۳۸۹) مطالعه ای در رابطه با "بررسی شفافیت سود حسابداری بر هزینه سرمایه سهام عادی" انجام دادند. یافته نشان داد شرکت‌هایی که شفافیت سود بالاتری دارند، هزینه سرمایه سهام عادی کمتری را تجربه می‌کنند. رحمانی، فلاح نژاد (۱۳۸۹) مطالعه ای در رابطه با "تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی" انجام دادند. نتایج نشان داد رابطه معناداری بین کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه سهام عادی است. نوروش و همکاران (۱۳۸۸) مطالعه ای در رابطه با "سازو کارهای نظام حاکمیت شرکت و هزینه نمایندگی" انجام دادند. نتایج نشان داد اعمال نفوذ فعالانه سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌گیریهای مدیریت موجب کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان شده است. ریورت (۲۰۰۹) رابطه بین "حاکمیت شرکتی و هزینه سهام عادی رادشرکت‌های اسپانیایی" بررسی کرد. نتایج تحقیق نشان داد شرکت‌های باکیفیت بالای نظارتی، هزینه سهام عادی پایین‌تری دارند. قزلی (۲۰۱۰) روابط "بین ساختار مالکیت، حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت" را در شرکت‌های مالزی بررسی کرد. نتایج نشان داد بین ساختار مالکیت و ارزش شرکت ارتباط معناداری وجود دارد. در حالی که هیچ کدام از متغیرهای حاکمیت شرکتی با عملکرد شرکت ارتباط معناداری نداشت. بوزک (۲۰۰۹) مطالعه‌ای در مورد "تاثیر حاکمیت شرکتی بر شاخصهای بین‌المللی شرکت‌ها" انجام داد. نتایج نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین حاکمیت شرکتی و عملکرد شرکت‌های عضو اتحادیه اروپا و اقتصادهای نو ظهور وجود دارد. گری و گونزالس (۲۰۰۸) مطالعه‌ای در رابطه با "بررسی ارتباط بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت" انجام

باشند. ۶- اطلاعات موردنیاز برای انجام تحقیق را در طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ به طور کامل ارائه کرده باشند.

باتوجه به شرایط فوق از تعداد ۴۱۳ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران ۱۱۴ شرکت انتخاب شدند.

#### ۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها در جدول شماره ۱ به شرح ذیل ارائه گردیده است.

روش تحقیق در این پژوهش، توصیفی واز نوع همبستگی است. که سعی در توصیف روابط بین متغیرها با استفاده از آزمون‌های آماری دارد.

برای نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری غربالگری با شروط زیر استفاده شد.

- ۱- دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند در هر سال باشد
- ۲- شرکت نباید سال مالی خودرادر طی دوره‌های تحقیق تغییر داده باشند.
- ۳- شرکت‌ها طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و سهام آنها حداقل یکبار مورد معامله قرار گرفته باشد.
- ۴- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بانک‌ها، بیمه و صندوق‌های بازنشستگی نباشند
- ۵- سود آور

جدول (۱): متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه‌گیری آنها

نوع متغیر	علامت اختصاری	نام متغیر	نحوه محاسبه
وابسته	COE	هزینه سهام عادی	برای محاسبه هزینه سهام عادی از متغیر جانشین استفاده می‌کنیم که مقیاس مناسبی برای اندازه‌گیری این متغیر می‌باشد. $COE_t = \frac{E_t}{P_t - 1}$ در واقع سود هر سهم در پایان هر دوره مالی (Et) نسبت به قیمت سهام در ابتدای دوره مالی (Pt-1) میزان هزینه انتشار سهام عادی را بیان می‌کنند.
مستقل	INED	تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره	تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره تقسیم بر کل اعضای هیات مدیره تقسیم می‌شود.
مستقل	BH	درصد مالکیت بلوکی	برابر است با مجموع درصد سهام در اختیار سه سهامدار عمده.
مستقل	INIST	درصد مالکیت نهادی	برابر است با درصد سهام تحت تملک شرکتهای حقوقی/بیمه، بانک، سرمایه‌گذارها، شرکت‌های وابسته به دولت و دولت
مستقل	CON	تمرکز مالکان	برابر است با مجموع مربعات نسبت سرمایه‌نگهداری شده هر یک از سهامداران به مجموع سهامداران.
مستقل	RANK	رتبه نظام راهبری	بر اساس کیفیت نظام راهبری (باروش تاپسیس) یک رتبه از بین ۱ تا ۱۱۴ به شرکت‌ها اختصاص داده شد.
کنترلی	SIZE	اندازه شرکت	برابر است با لگاریتم طبیعی جمع ارزش دفتری دارایی‌ها.
کنترلی	LEV	اهرم مالی	از تقسیم کل بدهی‌ها تقسیم بر جمع کل دارایی‌ها بدست می‌آید.
کنترلی	BM	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام عادی	از تقسیم ارزش بازار سهام عادی در پایان سال مالی بر ارزش دفتری سهام عادی در ابتدای سال مالی بدست می‌آید.

## الگوی تحقیق

برای آزمون فرضیه اصلی اول از مدل رگرسیونی زیر استفاده شد:

$$\text{COEit} = \alpha_0 + \beta_1 \text{INEDit} + \beta_2 \text{BHit} + \beta_3 \text{INISTit} + \beta_4 \text{CONit} + \beta_5 \text{SIZEit} + \beta_6 \text{LEVit} + \beta_7 \text{MBit} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه اصلی دوم از مدل رگرسیونی زیر استفاده گردید:

$$\text{COEit} = \alpha_0 + \beta_1 \text{RANKit} + \beta_2 \text{SIZEit} + \beta_3 \text{LEVit} + \beta_4 \text{MBit} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

میانگین هزینه سهام عادی در بین کل مشاهدات ۰.۱۹۹ می باشد، این نسبت نشان می دهد که شرکت ها هزینه سهام عادی کمتری دارند. حداکثر و حداقل هزینه سهام عادی در بین کل مشاهدات ۰.۸۷۶ و ۰.۰۰۷ است.

۰.۰۰۷ می باشد. این نسبت نشان می دهد که تفاوت بین هزینه سهام عادی شرکت ها بسیار است. انحراف معیار هزینه سهام عادی ۰.۱۳۴ می باشد، که نشان دهنده میزان انحراف هزینه سهام عادی از میانگین آن می باشد. میانگین تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره ۰.۶۰۲ است. میانگین این متغیر نشان می دهد که تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره سهم بیشتری را در اختیار دارند. میانگین درصد مالکیت بلوکی ۰.۷۰۸ است. میانگین این متغیر نشان می دهد که در بین شرکت ها بورسی درصد مالکیت سهامی که در اختیار سهامداران عمده قرار دارد بسیار زیاد است. میانگین درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان به ترتیب ۰.۷۷۷ و ۰.۴۶۹ است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	تعداد مشاهدات	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
COE	۷۹۸	۰.۱۹۹	۰.۸۷۶	۰.۰۰۷	۰.۱۳۴
INED	۷۹۸	۰.۶۰۲	۱.۰۰۰	۰.۲۰۰	۰.۱۵۱
BH	۷۹۸	۰.۷۰۸	۱.۰۰۰	۰.۰۱۷	۰.۲۱۵
INIST	۷۹۸	۰.۷۷۷	۱.۰۰۰	۰.۰۰۸	۰.۲۰۹
CON	۷۹۸	۰.۴۶۹	۱.۰۰۰	۰.۰۰۷	۰.۲۴۷
SIZE	۷۹۸	۱۳.۱۵۴	۱۹.۶۱۸	۱۰.۴۵۹	۱.۴۱۸
LEV	۷۹۸	۰.۶۰۶	۰.۹۳۸	۰.۰۹۶	۰.۱۵۸
MB	۷۹۸	۳.۶۲۲	۳۳.۳۵۳	۰.۲	۳.۹۲۸
Coef: هزینه سهام عادی		INED: تعداد مدیران غیر موظف			
SIZE: اندازه شرکت		BH: درصد مالکیت بلوکی			
LEV: اهرم مالی		INIST: درصد مالکیت نهادی			
MB: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام		CON: تمرکز مالکان			

## نتایج آزمون فرضیات

در فرضیه اصلی اول رابطه نظام راهبری بر هزینه سهام عادی بررسی می گردد. همانطور که در جدول (۳) ملاحظه می شود، مقدار احتمال آماره F لیمر بدست آمده، ۰.۰۰ می باشد که نشان می دهد

چینش مناسب، روش تابلویی می باشد. هم چنین مقدار احتمال آماره هاسمن بدست آمده، ۰.۰۰ می باشد که نشان می دهد الگو به صورت داده های تابلویی و از نوع اثرات ثابت برآورد می شود. نتایج نشان می دهد که ۶۷.۴ درصد از تغییرات مربوط به

هزینه سهام عادی توسط ساز و کار های معنادارنظام راهبری و متغیر های کنترلی توضیح داده می شود. آماره دوربین واتسون با مقدار ۲۰۳۳ عدم همبستگی بین مقادیر باقی مانده را تایید می کند. با ملاحظه سطح معناداری آماره F مدل رگرسیونی به طور کلی تایید می گردد.

آزمون فرضیه فرعی (۱-۱) " بین تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره و هزینه سهام عادی رابطه منفی وجود دارد." ضریب و آماره t بدست آمده برای متغیرتعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره به ترتیب ۰۰۳۹- و ۱۷۵۴- می باشد. این مقادیر نشان می دهند که بین تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۰ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. بنابراین، با افزایش تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، هزینه سهام عادی شرکت ها کاهش می یابد. لذا فرضیه فرعی ۱-۱ تایید می گردد.

آزمون فرضیه فرعی (۱-۲) " بین درصد مالکیت بلوکی و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد" ضریب و آماره t بدست آمده برای متغیر درصد مالکیت بلوکی به ترتیب ۰۰۹۹ و ۳۴۲۷ می باشد. این مقادیر نشان می دهند که بین درصد مالکیت بلوکی و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین با افزایش درصد مالکیت بلوکی هزینه سهام عادی شرکت ها افزایش می یابد لذا فرضیه فرعی ۱-۲ تایید می گردد

آزمون فرضیه فرعی (۱-۳) " بین درصد مالکیت نهادی و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد." ضریب و آماره t بدست آمده برای متغیر درصد مالکیت نهادی به ترتیب ۰۰۴۴ و ۲۱۲۸ می باشد که نشان می دهد بین درصد مالکیت نهادی و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابراین با افزایش درصد

مالکیت نهادی هزینه سهام عادی شرکت ها افزایش می یابد. لذا فرضیه فرعی ۳-۱ پذیرفته می شود. آزمون فرضیه فرعی (۱-۴) " بین تمرکز مالکان و هزینه سهام عادی رابطه مثبت وجود دارد." ضریب و آماره t بدست آمده برای متغیر تمرکز مالکان به ترتیب ۰۰۷۵ و ۶۰۹۹ می باشد. این مقادیر نشان می دهند که بین تمرکز مالکان و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. یعنی، همراه با افزایش تمرکز مالکیت، هزینه سهام عادی نیز افزایش می یابد. در نتیجه فرضیه فرعی چهارم تایید می شود.

نتیجه به دست آمده از آزمون فرضیه اصلی ۱ نشان دهنده این است که بین سازو کارهای نظام راهبری (تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان) با هزینه سهام عادی ارتباط وجود دارد و هر یک تاثیر معناداری بر هزینه سهام عادی دارند. بنابراین فرضیه اصلی ۱ تایید می گردد

#### آزمون فرضیه اصلی دوم:

قبل از آزمون فرضیه اصلی دوم و فرضیه های فرعی مربوطه، اقدام به رتبه بندی شرکت ها بر اساس مولفه های نظام راهبری با استفاده از روش تاپسیس به شرح زیر گردید. مراحل انجام کار تاپسیس به شرح زیر است.

مرحله اول- ابتدا ماتریس تصمیم را برای هریک از سال ها (۸۳-۸۹) به صورت مجزا شکل می دهیم که در جدول (۶) بخشی از ماتریس تصمیم (بعلت حجم زیاد) سال ۸۹ نشان داده شده است:

مرحله دوم- ماتریس نرمالایز شده را با توجه به فرمول مرحله اول ایجاد می کنیم که در جدول (۷) نشان داده شده است.

جدول (۳): خلاصه نتایج آماری مربوط به فرضیه اصلی اول و فرضیه های فرعی مربوط به آن

COE=α+β INED + β BH+ β CON + β INIST + β SIZE+ β LEV +β MB+ eit				
متغیر	ضرایب متغیرها	t آماره	معناداری سطح	نتیجه
COE	-۰.۶۷۶	-۳.۴۰۸	۰.۰۰۰	معنادار
INED	-۰.۰۳۹	-۱.۷۵۴	۰.۰۸	معنادار
BH	۰.۰۹۹	۳.۴۲۷	۰.۰۰۰	معنادار
INIST	۰.۰۴۴	۲.۱۲۸	۰.۰۳۴	معنادار
CON	۰.۰۷۵	۶.۰۹۹	۰.۰۰۰	معنادار
SIZE	۰.۰۷۵	۴.۷۳۸	۰.۰۰۰	معنادار
LEV	-۰.۳۴۶	-۱۰.۳۲۷	۰.۰۰۰	معنادار
MB	۰.۰۰۵	۵.۵۰۲	۰.۰۰۰	معنادار
ضریب تعیین: ۰.۶۷۴		۲.۰۳۳: آماره دوربین - واتسون		
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰.۵۸۶		لیمر F: ۰.۰۰۰: آزمون		
آماره F: ۷.۶۵۶		سطح معناداری آماره F: ۰.۰۰۰		
آزمون هاسمن: ۰.۰۰۰				

جدول (۶): ماتریس اولیه تصمیم

CON	INIST	BH	INED	company
-۰.۳۹	-۰.۴۳	-۰.۴۱	۰.۶	آیسال
-۰.۴۵	۰.۷	-۰.۷	۰.۶	افست
-۰.۶۱	۰.۸۲	-۰.۷۸	۰.۸	البرزداری
۰.۵	۰.۸۳	-۰.۸۳	۰.۴	الکترونیک خودرو شرق
-۰.۵۹	۰.۱	۰.۱	۰.۴	اما
۰.۳	۰.۹۱	-۰.۷۵	۰.۲	ایران ترانسکو
-۰.۱۶	۰.۶۸	-۰.۳۹	۰.۶	ایران خودرو
-۰.۵۶	-۰.۹۳	-۰.۸۳	۰.۶	ایران داری
-۰.۳۷	۰.۸۴	-۰.۷۴	۰.۸	یاما
-۰.۳۸	۰.۹۱	-۰.۷۸	۰.۶	بهوش

جدول (۷): ماتریس تصمیم نرمالایز شده

rij	rij	rij	rij	company
۰.۰۷	۰.۰۵	۰.۰۵	۰.۰۹	آیسال
۰.۰۸	۰.۰۸	۰.۰۹	۰.۰۹	افست
۰.۱۱	۰.۰۹	۰.۱	۰.۱۲	البرزداری
۰.۰۹	۰.۱	۰.۱	۰.۰۶	الکترونیک خودرو شرق
۰.۱۱	۰.۰۶	۰.۰۶	۰.۰۶	اما
۰.۰۶	۰.۱	۰.۰۹	۰.۰۳	ایران ترانسکو
۰.۰۳	۰.۰۸	۰.۰۵	۰.۰۹	ایران خودرو
۰.۱	۰.۱۱	۰.۱	۰.۰۹	ایران داری
۰.۰۷	۰.۱	۰.۰۹	۰.۱۲	یاما
۰.۰۷	۰.۱	۰.۱	۰.۰۹	بهوش

جدول (۸): راه حل ایده آل مثبت و منفی

MAX	۰.۱۸	۰.۱۱	۰.۱۲	۰.۱۵
MIN	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۳

جدول (۹): فاصله بر حسب روش اقلیدسی به ازاء راه حل ایده آل مثبت و منفی

cli#	Si-	$\sum(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	Si#	$\sum(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	$(v_{ij}-v_j)^2$	company
۰.۳۹	۰.۱۰	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۱۶	۰.۰۳	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۰	آپسال
۰.۵۲	۰.۱۴	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۱۳	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	افست
۰.۶۸	۰.۱۸	۰.۰۳	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۸	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	البرز دارو
۰.۵۴	۰.۱۵	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۱۳	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۱	الکترونیک خودرو شر
۰.۳۵	۰.۱۰	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۱۹	۰.۰۴	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	اما
۰.۴۳	۰.۱۳	۰.۰۲	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۱۸	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۱	ایران ترانسفو
۰.۳۵	۰.۱۰	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۱۸	۰.۰۳	۰.۰۲	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۰	ایران خودرو
۰.۶۳	۰.۱۷	۰.۰۳	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۱۰	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	ایران دارو
۰.۵۶	۰.۱۶	۰.۰۳	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۱۲	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	باما
۰.۵۴	۰.۱۵	۰.۰۲	۰.۰۰	۰.۰۱	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۱۳	۰.۰۲	۰.۰۱	۰.۰۰	۰.۰۰	۰.۰۰	بهوش

فوق براساس ترتیب نزولی  $C_i$  ، اقدام به رتبه بندی شرکت ها کردیم به طوری که به شرکت های با کیفیت نظام راهبری بهتر رتبه ۱ تا ۵۷ داده و به شرکت های دارای کیفیت نظام راهبری پایین تر رتبه ۵۸ تا ۱۱۴ داده شد که در جدول (۱۰) نشان داده شده است.

$$C_{i*} = \frac{S_{i-}}{S_{i*} + S_{i-}}$$

مرحله سوم- اقدام به محاسبه راه حل ایده آل مثبت و راه حل ایده آل منفی می نماییم که در جدول (۸) نشان داده شده است.

مرحله چهارم- فاصله بر حسب روش اقلیدسی به ازاء راه حل ایده آل مثبت و منفی را محاسبه می کنیم که اندازه فاصله بر حسب روش اقلیدسی به ازاء راه حل ایده آل مثبت و منفی در جدول (۹) نشان داده شده است.

مرحله پنجم- سپس نزدیکی نسبی  $A_i$  به راه حل ایده آل را محاسبه می نماییم. پس از انجام مراحل

$$A^* = \left\{ \left( \max_i v_{ij} | j \in J \right) \text{ و } \left( \min_i v_{ij} | j \in J' \right) | i = 1, 2, \dots, m \right\} = \{ v_1^*, v_2^*, \dots, v_j^*, \dots, v_n^* \}$$

$$A^- = \left\{ \left( \min_i v_{ij} | j \in J \right) \text{ و } \left( \max_i v_{ij} | j \in J' \right) | i = 1, 2, \dots, m \right\} = \{ v_1^-, v_2^-, \dots, v_j^-, \dots, v_n^- \}$$

$$J = \{ j = 1, 2, 3, \dots, n \} \text{ } z \text{ های مربوط به شاخص سود}$$

$$J' = \{ j = 1, 2, 3, \dots, n \} \text{ } z \text{ های مربوط به شاخص هزینه}$$

$$S_{i*} = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - v_j^*)^2} \quad i = 1, 2, 3, \dots, m$$

$$S_{i-} = \sqrt{\sum_{j=1}^n (v_{ij} - v_j^-)^2} \quad i = 1, 2, 3, \dots, m$$

جدول (۱۰): مقدار نزدیکی نسبی  $A_i$  به راه حل ایده آل، به صورت ترتیب نزولی

رتبه	شرکت
۱۱۴	ماشین سازی نیرو محرکه
۱۱۳	مهندسی فیروزا
۱۱۲	شیشه دارویی رازی
۱۱۱	فیبر ایران
۱۱۰	داروسازی کوثر
۱۰۹	ایران خودرو
۱۰۸	جام دارو
۱۰۷	اما
۱۰۶	لبنیات پاک
۱۰۵	بیسکویت گرجی

جدول (۱۱): خلاصه نتایج آماری مربوط به فرضیه اصلی دوم

COEit = $\alpha + \beta \text{RANKit} + \beta \text{SIZEit} + \beta \text{LEVit} + \beta \text{MBit} + \text{eit}$				
نتیجه	سطح معناداری	آماره	ضرایب متغیرها	متغیر
معنادار	۰.۰۲	-۲.۳۳۳	-۰.۲۲۹	C
معنادار	۰.۰۰۰	-۱۱.۸۱۲	-۰.۰۰۱	RANK
معنادار	۰.۰۰۰	۶.۳۳۰	۰.۰۴۷	SIZE
معنادار	۰.۰۰۰	-۸.۱۳۲	-۰.۲۱۵	LEV
معنادار	۰.۰۲۴	۲.۲۵۹	۰.۰۰۲	MB
۱.۸۳۲: آماره دوربین - واتسون		ضریب تعیین: ۰.۵۲۵		
لیمر F: ۰.۰۰۰: آزمون		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰.۴۴۳		
۰.۰۰۰: سطح معناداری آماره F		آماره F: ۶.۴۱۸		
آماره هاسمن: ۰.۰۰۳				

اطمینان ۹۵ درصد بین میانگین های دو جامعه تفاوت معناداری وجود دارد

فرضیه اصلی دوم: "بین رتبه نظام راهبری و هزینه سهام عادی رابطه وجود دارد." برای آزمون این فرضیه، یک رتبه از ۱ تا ۱۱۴ بر اساس کیفیت ساز و کار های نظام راهبری به شرکت ها اختصاص داده شد و سپس با استفاده از الگوی رگرسیونی زیر مورد آزمون قرار گرفت.

همانطور که در جدول (۱۱) مشاهده می شود، مقدار احتمال آماره F لیمر بدست آمده، ۰.۰۰۰ می باشد که نشان می دهد چینش مناسب، روش

در نهایت برای نشان دادن متفاوت بودن میانگین هزینه سهام عادی دو جامعه از آزمون من- ویتنی استفاده شد. در این آزمون  $H_0: \mu_1 = \mu_2$  و  $H_1: \mu_1 \neq \mu_2$  است.

$\mu_1$ : میانگین هزینه سهام عادی شرکت های با رتبه پایین نظام راهبری.

$\mu_2$ : میانگین هزینه سهام عادی شرکت های با رتبه بالای نظام راهبری.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مان ویتنی، چون  $Z = -۳.۱۴۷$  برابر با  $Z_{0.05} = -۱.۶۴۵$  نیست فرض صفر رد می شود؛ بنابراین در سطح

بود در مدل رگرسیونی به عنوان متغیرمستقل قرار گرفت، تا بتوان اثرکیفیت نظام راهبری مناسب را بر هزینه سهام عادی بررسی کرد. اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام عادی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شدند.

همانطور که در جدول (۱۲) مشاهده می شود، ضریب و آماره t بدست آمده برای رتبه نظام راهبری (RANK) به ترتیب ۰.۰۰۲- و ۲.۸۷۴- می باشد که نشان می دهد بین رتبه های بالای نظام راهبری و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، هر چه رتبه نظام راهبری بالاتر باشد هزینه سهام عادی کمتر است. مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۳.۳۹۰ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره F که کوچکتر از ۰.۰۰۱ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۹ درصد تایید می گردد. ضریب تعیین بدست آمده نشان می دهد که ۴۷ درصد از تغییرات هزینه سهام عادی توسط رتبه نظام راهبری و سایر متغیر های معنادار شده توضیح داده می شود. مقدار آماره دوربین واتسون ۲.۰۲۸ می باشد بدلیل وجود در قلمرو غیر مجاز نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی است. بنابراین، فرضیه فرعی ۱-۲ نیز تایید می شود.

تابلویی می باشد. هم چنین مقدار احتمال آماره هاسمن بدست آمده، ۰.۰۰۰ می باشد که نشان می دهد الگو به صورت داده های تابلویی با اثرات ثابت برآورد می شود. ضریب و آماره t بدست آمده برای رتبه حاکمیت شرکی (RANK) به ترتیب ۰.۰۰۱- و ۱۱.۸۱۲- می باشد که نشان می دهد بین رتبه نظام راهبری و هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۶.۴۱۸ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره F که کوچکتر از ۰.۰۱ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۹ اطمینان درصد تایید می گردد. ضریب تعیین بدست آمده نشان می دهد که ۵۲.۵ درصد از تغییرات هزینه سهام عادی توسط رتبه نظام راهبری و سایر متغیر های معنادار شده توضیح داده می شود. مقدار آماره دوربین واتسون ۱.۸۳۲ می باشد بدلیل وجود قلمرو مجاز نشان از عدم وجود همبستگی پیاپی است. بنابراین فرضیه اصلی دوم تایید می گردد.

فرضیه فرعی (۱-۲) "شرکت ها با رتبه نظام راهبری بالاتر، هزینه سهام عادی کمتری دارند." در این آزمون رتبه های بالای (۱-۵۷) سازوکارهای نظام راهبری شرکتها که با استفاده از روش تاپسیس محاسبه شده

جدول (۱۲): خلاصه نتایج آماری مربوط به فرضیه اصلی دوم

COE=α□+β□ RANK + β□SIZE+ β□LEV+ β□MB +εi				
نتیجه	معناداری سطح	t آماره	ضرایب متغیرها	متغیر
معنادار	۰.۰۰۰	-۴.۵۹۴	-۰.۵۰۴	C
معنادار	۰.۰۰۵	-۲.۸۷۴	-۰.۰۰۲	RANK
معنادار	۰.۰۰۰	۸.۶۵۱	۰.۰۶۳	SIZE
معنادار	۰.۰۲۴	-۲.۲۷۰	-۰.۱۵۸	LEV
معنادار	۰.۰۰۶	۲.۷۸۰	۰.۰۱۶	MB
۲.۰۲۸: آماره دوربین - واتسون		ضریب تعیین : ۰.۴۷۰		
لیمر: F۰.۰۳۶: آزمون		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰.۲۷۳		
آماره F: ۳.۳۹۰		F۰.۰۰۰: سطح معناداری آماره		
آزمون هاسمن: ۰.۰۰۰				

هزینه سهام عادی در سطح اطمینان ۹۹ درصد رابطه منفی و معناداری وجود دارد. به عبارت دیگر، هر چه رتبه نظام راهبری پایین تر باشد، هزینه سهام عادی بیشتر است.

مقدار آماره F مدل رگرسیونی برابر با ۲۹.۵۳۴ می باشد و با توجه به میزان احتمال آماره F که کوچکتر از ۰.۰۱ است، کل مدل تخمین زده شده در سطح ۹۹ درصد تایید می گردد. ضریب تعیین بدست آمده نشان می دهد که ۲۳.۱ درصد از تغییرات هزینه سهام عادی توسط رتبه نظام راهبری و سایر متغیرهای معنادار شده توضیح داده می شود. مقدار آماره دورین واتسون ۱.۵۱۲ می باشد که نشان از عدم وجود همبستگی پیایی است. بنابراین فرضیه فرعی ۲-۲ تایید می شود.

آزمون فرضیه فرعی ۲-۲) شرکت ها با رتبه نظام راهبری پایین تر، هزینه سهام عادی بیشتری دارند. در این آزمون رتبه های پایین (۵۸-۱۱۴) سازوکارهای نظام راهبری شرکت ها که با استفاده از روش تاپسیس محاسبه شده بود در مدل رگرسیونی به عنوان متغیر مستقل قرار گرفت، تا بتوان اثر کیفیت نظام راهبری نامناسب را بر هزینه سهام عادی بررسی کرد. و اندازه شرکت، اهرم مالی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام عادی به عنوان متغیرهای کنترلی در نظر گرفته شدند.

همانطور که در جدول (۱۳) مشاهده می شود، ضریب و آماره t بدست آمده برای رتبه نظام راهبری (RANK) به ترتیب ۰.۰۰۱- و ۷.۸۸۶- می باشد که نشان می دهد بین رتبه های پایین نظام راهبری و

جدول (۱۳): خلاصه نتایج آماری مربوط به فرضیه اصلی سوم

COE = $\alpha + \beta \square RANK + \beta \square SIZE + \beta \square LEV + \beta \square MB + \epsilon_i$				
نتیجه	معناداری سطح	t آماره	ضرایب متغیرها	متغیر
معنادار	۰.۰۰۰	۵.۱۱۹	۰.۲۳۱	C
معنادار	۰.۰۰۰	-۷.۸۸۶	-۰.۰۰۱	RANK
معنادار	۰.۰۰۱	۳.۳۰۵	۰.۰۱۰	SIZE
معنادار	۰.۰۰۰	-۳.۴۵۹	-۰.۰۸۸	LEV
معنادار	۰.۰۰۰	-۶.۴۷۱	-۰.۰۰۴	MB
۱.۵۱۲: آماره دورین- واتسون		ضریب تعیین: ۰.۲۳۱		
لیمر: ۰.۰۰۰ F آزمون		ضریب تعیین تعدیل شده: ۰.۲۲۳		
۲۹.۵۳۴: آماره F		سطح معناداری آماره F: ۰.۰۰۰		
آزمون هاسمن: ۰.۰۰۰				

Eviews اقدام به اجرای الگوی رگرسیونی بصورت Panel و با روش GLS (تعمیم یافته) گردید. بعد از تفسیر نتایج در این مرحله از آماره های T و F و  $R^2$  و سطح معناداری آماره های T و F استفاده شد. برای آزمون فرضیات گروه دوم، ابتدا براساس ساز و کار های نظام راهبری (تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان) و با روش Topsis در ۶ مرحله اقدام

#### ۶- نتایج پژوهش

برای آزمون فرضیات گروه اول، ابتدا داده ها از منابع اطلاعاتی گفته شده، استخراج گردید. سپس در ماتریس داده ها با توجه به متغیرهای مربوط به همان فرضیه فرعی قرار داده شد. سپس آزمون های F لیمر و H هاسمن در خصوص ارزیابی چینش مناسب داده ها صورت پذیرفت. در نهایت به کمک نرم افزار

به رتبه بندی شرکت‌ها نمودیم. برای رتبه بندی با استدلال فرضیه نظارت فعال درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان بیشتر را به عنوان شاخصه مثبت در نظر گرفته شد و با استدلال رعایت حقوق اقلیت تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره بیشتر نیز به عنوان شاخصه مثبت لحاظ شد. بدین ترتیب در اجرای روش Topsis، ۴ شاخصه با ویژگی مثبت در نظر گرفته شد. برای حصول نتیجه از فرضیات گروه دوم بعد از آنکه رتبه بندی صورت پذیرفت، میانگین هزینه سهام عادی در گروه های مختلف رتبه بندی شده مقایسه گردید. برای آزمون این قسمت از روش آزمون "من-ویتنی" و با استفاده از نرم افزار Spss بهره گرفته شد. در تفسیر نتایج، آمار توصیفی در شرح بیشتر نمونه انتخاب شده نیز در جدول (۲) ارائه گردید.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

در تحقیق حاضر رابطه سازوکارهای نظام راهبری و رتبه نظام راهبری با هزینه سهام عادی شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفت. برای انجام این کار، داده های مربوط به ۱۱۴ شرکت طی دوره مالی ۱۳۸۳-۱۳۸۹ جمع آوری و با استفاده از مدل رگرسیونی چندگانه فرضیه ها مورد آزمون قرار گرفت.

با نظارت بهتر مدیران غیر موظف، سهام عادی کاهش پیدا می کند. زیرا مدیران غیر موظف در سایر شرکت‌ها انگیزه بالایی برای کسب شهرت به عنوان متخصص امر تصمیم گیری و برخورداری از فرصت های شغلی بهتر در آینده دارند. بنابراین مدیران غیرموظف به دلیل منافع خود حاضر به تبانی با مدیران اجرایی شرکت نمی باشند. عدم هم سویی انگیزه مدیران موظف برای استفاده از ثروت مالکان برای منافع شخصی خویش با انگیزه مدیران غیر موظف برای کسب شهرت باعث بهبود نظارت بر

مدیریت شرکت شده و کاهش هزینه را به دنبال خواهد داشت بنابراین نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی اول نشان داد که بین مدیران غیر موظف در هیات مدیره و هزینه سهام عادی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. این یافته مطابق با نتایج بدست آمده توسط رضایی و دوستی (۱۳۹۰) می باشد. پراکندگی مالکیت که معیار آن درصد مالکیت بلوکی سهام است از عوامل مهم اثرگذار بر هزینه سهام عادی می باشد بنابراین شرکت‌هایی که مراقبت‌های کمتری توسط سهامداران‌شان نسبت به آن‌ها صورت می‌گیرد هزینه سهام عادی بیشتری دارند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی دوم نیز نشان داد بین درصد مالکیت بلوکی و هزینه سهام عادی رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. نتایج به دست آمده حاصل از این فرضیه مطابق با نتایج مطالعه گری و گونزالس (۲۰۰۸) می باشد. نظر به اینکه سرمایه گذاران نهادی نقش قابل ملاحظه ای در انتقال اطلاعات دارند و ارزش شرکت را تحت تاثیر قرار می دهند. وجود رابطه معناداری بین نظام راهبری و هزینه سهام عادی قابل اثبات است بنابراین آزمون فرضیه فرعی سوم نیز نشان می دهد رابطه مثبت و معناداری بین درصد مالکیت نهادی و هزینه سهام عادی وجود دارد. این یافته ها مطابق با نتایج بدست آمده توسط نجاح عتیق (۲۰۱۲) و فعلی (۱۳۸۷) می باشد. در مالکیت پراکنده هر سهامدار انتظار دارد سایر سهامداران نظارت کافی داشته باشند و خود تلاش چندانی نمی نمایند. همچنین میتوان بیان کرد که سهامداران اقلیت یک شرکت توانایی، تخصص و مهارت و یا انگیزه نظارت بر کارایی مدیریت را ندارند. از این رو تمرکز مالکیت با هزینه سهام عادی شرکت‌ها رابطه مستقیمی دارد. بنابراین نتایج حاصل از آزمون فرعی چهارم نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین تمرکز مالکان و هزینه سهام عادی می

## فهرست منابع

- باشد. نتایج به دست آمده مطابق با یافته های گری و گونزالس (۲۰۰۸) می باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی دوم نشان می دهد بین رتبه نظام راهبری و هزینه سهام عادی رابطه منفی و معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرعی ۱-۲ نشان می دهد که بین رتبه های بالا نظام راهبری و هزینه سهام عادی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی ۲-۲ نشان می دهد بین رتبه های پایین نظام راهبری و هزینه سهام عادی رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.
- با توجه به نتایج این تحقیق به نظر می رسد نقش برخی از سازوکارهای نظام راهبری (تعداد مدیران غیر موظف در هیات مدیره، درصد مالکیت بلوکی، درصد مالکیت نهادی و تمرکز مالکان) در ایران در زمینه کاهش هزینه سهام عادی خوب است. بنابراین به سرمایه گذاران توصیه می شود تا در هنگام خرید سهام شرکتها به عوامل فوق توجه نمایند. علاوه بر این، سرمایه گذاران می بایست توجه خاصی به کیفیت نظام راهبری نمایند، زیرا یافته ها نشان می دهد که افزایش کیفیت نظام راهبری، با کاهش هزینه سهام عادی همراه است. برای پژوهش های آتی پیشنهادت زیر ارائه می گردد:
- بررسی ارتباط بین هزینه سهام عادی و نظام راهبری در شرکت های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران
  - بررسی رابطه سایر سازو کار های نظام راهبری از قبیل نقش دوگانگی، اظهار نظر حسابداران رسمی و تعویض حسابرس و مدت زمان تصدی مدیریت با هزینه سهام عادی شرکت ها.
  - تبیین سطوح مطلوب در ساختار مالکیت با توجه به حداقل سازی سهام عادی.
- \* اسدومون، جیل و آریس سالمون، (۱۳۸۴)، "نقش سرمایه گذاران نهادی در حاکمیت شرکت های سهامی"، مترجم یحیی حساس یگانه وامیرپوریا نسب، ماهنامه حسابدار، انجمن حسابداران خبره ایران، شماره ۱۶۴
- \* رضایی، فرزین و الهام، دوستی (۱۳۹۰)، "تاثیرنسبت های سه گانه نظام حاکمیت شرکتی بر هزینه سهام عادی باروش GLS"، مجله پژوهش های مدیریت منابع انسانی، دوره ۱، شماره ۲
- \* رضایی، فرزین و محبوبه، مهدوی دوست (۱۳۹۱) "تاثیر متغیرهای مالکیت و راهبری را روی هزینه های نمایندگی" مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال چهارم، تابستان ۱۳۹۱
- \* رحمانی، علی و فرهاد، فلاح نژاد (۱۳۸۹) "تاثیر کیفیت اقلام تعهدی بر هزینه سرمایه سهام عادی" فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۳
- \* سید احمدی سجادی، سید علی، (۱۳۸۸)، "نظریه نمایندگی در نظام راهبری شرکتی"، فصلنامه حقوق، مجله دانشکده حقوق و علوم سیاسی، دوره ۳۹، شماره ۴
- \* عیوضلو، رضا و محسن صادقی، (۱۳۸۷)، "خصوصی سازی و حاکمیت شرکتی"، مدیریت پژوهش توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس.
- \* فعلی، مریم، (۱۳۸۷)، "بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- \* کردتبار، حسین، (۱۳۸۷)، "بررسی ارتباط بین اعضای غیرموظف هیأت مدیره و سرمایه گذاران نهادی عمده با رفتار مدیریت سود شرکت ها در

بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی  
ارشد حسابداری دانشگاه مازندران

\* کردستانی، غلامرضا و سیدمصطفی، علوی  
(۱۳۸۹)، "بررسی شفافیت سود حسابداری بر  
هزینه سرمایه سهام عادی" فصلنامه بورس اوراق  
بهادار سال سوم، شماره ۱۲  
\* نوروش . کرمی . وافی ثانی. (۱۳۸۸)، "ویژگی های  
سود و هزینه سهام عادی" تحقیقات حسابداری،  
شماره ۲.

- \* Fama, E.F, (1980), "Agency Problems And The Theory Of The Firm", Journal Of Political Economy, No2.
- \* Ghazali,N.A.M.;"Ownership structure corporate governance and corporate performance" inMalaysia; International Journal of commerce and Management,No.2,2010
- \* Garay, U. and Maximiliano G., (2008), "Corporate Governance and Firm Value" The Case of Venezuela, Corporate Governance, An International Review, Issue ۳,
- \* Henry Huang&all (2008). "The effect of CEO ownership and shareholder rights on cost of equity capital" Emerald Group Publishing Limited, ISSN 1472-0701 NO. 3 2009, pp. 255-270
- \* Lilford, E, V 2006- the corporate cost of capital, the journal of the southern African Intitute of mining and metallurgy Badgets, the Review if Economice and statistics 47 (133-7)
- \* McCahery, Joseph A., Starks, Laura T. And Sautner, Zacharias, (2010), "Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors", Available at SSRN
- \* Omran mohammad Q John . pointon 2004 Thedeterminants of cost of capital industry within an emrrgin economy journal of business 9(3) pp235-254
- \* Revert C: "De better governed firms enjoy a lower cost of equity capital?":Evidonce from Spanish firms:Corporate Governance No.2,2009.
- \* Seifert, B. & Halit, G. And Jim, W., (2005), "The International Evidence on Performance and Equity Ownership By Insiders Block holders and Institutions", Journal of Multi. Fin. Man