

بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه

دکتر علیرضا اسکندری

استادیار گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران. (نویسنده مسئول).
a.eskandari@rasam.ac.ir

یاسمین فیروزی

کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی رسام، کرج، ایران.
yasamin.firoozi1375@gmail.com

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تاثیر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه هدف این مطالعه می باشد. در این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۲۴ سال- شرکت) طی یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ به آزمون فرضیه پرداخته شده است. همچنین به منظور آزمون فرضیه‌ها از تکنیک اقتصادسنجی پانل دیتا و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. یافته‌های این مطالعه نشان داد که اندازه هیئت‌مدیره تاثیر منفی و معنادار و دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت نهادی تاثیر مثبت و معنادار بر ساختار سرمایه دارد، با این حال ترکیب هیئت‌مدیره تاثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارد. همچنین مشخص شد ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی تاثیر منفی و معنادار بر هزینه سرمایه دارند ولی اندازه هیئت‌مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل نقش تعیین‌کننده‌ای در این زمینه ندارند. علاوه مشخص شد که هزینه سرمایه به صورت منفی در تعیین ساختار سرمایه تاثیرگذار است و در نهایت مشخص شد که ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی از طریق تاثیرگذاری بر هزینه سرمایه نیز می‌توانند بر انتخاب ساختار سرمایه شرکت تاثیرگذار باشند. یافته‌های این مطالعه با استدلال تئوری نمایندگی مطابقت دارد که استراتژی‌های حاکمیتی مؤثر، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، هزینه سرمایه را کاهش داده که در نهایت شرکت‌ها را وادار می‌کند تا ترکیب مالی و ساختار سرمایه خود را بازسازی کنند. از این رو، برخی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه پیامدهای مهمی برای تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

واژگان کلیدی: ساختار سرمایه، هزینه سرمایه، سازوکارهای حاکمیت شرکتی.

مقدمه

ساختار سرمایه به منابع تامین مالی موجود برای نیازهای سرمایه‌گذاری فعلی و بالقوه یک شرکت اشاره دارد. به طور ویژه، تصمیمات ساختار سرمایه نشان‌دهنده انتخاب بین تامین مالی از طریق بدهی یا سهام است. تصمیمات ساختار سرمایه بهینه ممکن است ریسک تجاری را کاهش دهد، ارزش فعلی خالص پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت را بهبود بخشد و ثروت سهامداران را به حداکثر برساند (گیتمن^۱، ۲۰۰۳). ترکیب مناسبی از ساختار سرمایه نه تنها برای به حداکثر رساندن بازده، بلکه برای افزایش توانایی سازمان برای انطباق با الزامات محیط رقابتی ضروری است (ابرو و بایکپه^۲، ۲۰۰۵).

¹ Gitman

² Abor & Biekpe

ساختار سرمایه توسط مدیران شرکت تعیین می‌شود و یکی از بحث‌های چالش‌برانگیز در مدیریت مالی شرکت‌ها است. از سویی به دلیل تضاد منافع بین مالکان و مدیران، ممکن است مدیران، رفتارهای فرصت‌طلبانه را بروز دهند و به هزینه سهامداران، دست به انتخاب‌هایی بزنند که به منافع شخصی آن‌ها کمک می‌کند. در واقع جدایی مالکیت از مدیریت، همراه با اهداف متضاد آن‌ها و عدم تقارن اطلاعاتی بین مالکان و مدیران، منجر به بروز رفتار منفعت‌طلبانه توسط مدیران شرکت می‌شود (جنسن و مک‌کلینگ^۱، ۱۹۷۶؛ فاما و جنسن^۲، ۱۹۸۳). به عنوان راه‌حلی برای این مسائل، حاکمیت شرکتی شکل گرفته است که به سازوکارها، فرآیندها، رویه‌ها و مسئولیت‌های طراحی شده برای کاهش تضاد منافع ذاتی در شرکت و اطمینان از محافظت از منافع سهامداران اشاره دارد (فرناندو^۳، ۲۰۱۱). استدلال می‌شود که حاکمیت شرکتی خوب عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد که در نهایت منجر به کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌شود و بر انتخاب‌های ساختار سرمایه شرکت‌ها تأثیرگذار است (جاوید^۴ و همکاران، ۲۰۲۱). از سویی محققان معتقد هستند که حاکمیت شرکتی خوب، هزینه سرمایه را برای شرکت کاهش می‌دهد، زیرا با افشای بهتر اطلاعات و شفافیت همراه است که نقدینگی سهام شرکت را افزایش می‌دهد و در نهایت هزینه معاملات را برای سهام شرکت کاهش می‌دهد. هزینه سرمایه به هزینه‌های مالی متحمل شده توسط شرکت و حداقل مقدار بازده مورد انتظاری که یک پروژه سرمایه‌گذاری باید برای افزایش ارزش شرکت به دست آورد، اشاره دارد. در این بین هزینه سرمایه یک عامل مهم در تعیین ساختار سرمایه بهینه می‌باشد (بوندالا^۵، ۲۰۱۲). مطالعات متعددی به بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه پرداخته‌اند. به عنوان مثال، کورمیر^۶ و همکاران (۲۰۱۰) نقش حاکمیت شرکتی را در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی مورد بررسی قرار داده و نشان دادند که افشاهای داوطلبانه شرکتی و ویژگی‌های نظارت رسمی حاکمیت، از جمله اندازه هیئت‌مدیره و اندازه کمیته حسابرسی، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران را کاهش می‌دهد که در نهایت مشکل نمایندگی و هزینه سرمایه شرکت‌ها را کاهش می‌دهد. مطالعات دیگری نیز نشان داده‌اند که شیوه‌های حاکمیت شرکتی خوب هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد (بوتوسان و پلوملی^۷، ۲۰۰۲؛ چن^۸ و همکاران، ۲۰۰۳؛ آشباق^۹ و همکاران، ۲۰۰۵). بنابراین به طور کلی می‌توان استدلال کرد که سازوکارهای حاکمیت شرکتی قوی، نقش مهمی در شرکت‌ها دارند. از این رو این پژوهش با تمرکز بر ساختار سرمایه و هزینه سرمایه، قصد دارد تا تأثیر پیامدهای سازوکارهای حاکمیت شرکتی را در این زمینه مورد ارزیابی قرار دهد. اما نکته کلیدی و مسئله اصلی این مطالعه بحث درباره نقش میانجی هزینه سرمایه در تحلیل تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه است. از بررسی ادبیات می‌توان دریافت که یک سازوکار حاکمیتی مؤثر، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، ممکن است هزینه سرمایه را کاهش داده و در نهایت بر انتخاب‌های تامین مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. با این حال علی‌رغم اینکه ادبیات گسترده‌ای در خصوص ارزیابی پیامدهای حاکمیت شرکتی، وجود دارد و برخی از مطالعات نیز تأثیرات برخی از سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و هزینه سرمایه را مورد ارزیابی قرار داده‌اند، ولی هیچ مطالعه‌ای مشاهده نشده است که به نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه توجه کرده باشد. مطالعه حاضر با اعتبار بخشیدن به رابطه موجود بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه در حضور هزینه سرمایه به عنوان واسطه، شکاف تحقیقاتی در ادبیات مالی و حسابداری را پر می‌کند. بنابراین این مطالعه به

¹ Jensen & Meckling

² Fama & Jensen

³ Fernando

⁴ Javaid

⁵ Bundala

⁶ Cormier

⁷ Botosan & Plumlee

⁸ Chen

⁹ Ashbaugh

پیروی از مطالعه جاوید و همکاران (۲۰۲۱)، به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه سهام پرداخته و سوال اصلی پژوهش در این راستا این گونه مطرح می‌شود:
سازوکارهای حاکمیت شرکتی چه تاثیری بر ساختار سرمایه دارد و نقش هزینه سرمایه در این بین به چه صورت است؟

مبانی نظری پژوهش

حاکمیت شرکتی

حاکمیت شرکتی، ابزاری برای ایجاد توازن بین سهامداران و مدیریت است و سبب کاهش مشکلات نمایندگی می‌شود. حاکمیت شرکتی و ابعاد و اشکال مختلف آن به دلیل نقش مهم مدیران در زمینه تصمیم‌گیری‌های استراتژیک در سازمان از اهمیتی بسیار برخوردار است. حاکمیت شرکتی مجموعه مکانیسم‌های هدایت و کنترل شرکت‌هاست. نظام حاکمیت شرکتی توزیع حقوق و مسئولیت‌های ذی‌نفعان مختلف شرکت‌ها اعم از مدیران، کارکنان، سهامداران و سایر شخصیت‌های حقیقی و حقوقی که از فعالیت‌های شرکت تأثیر پذیرفته و بر آن اثر می‌گذارند، مشخص می‌کند. این نظام که قوانین و رویه‌هایی جهت تعیین فرآیندهای تصمیم‌گیری در شرکت اعم از هدف‌گذاری، تعیین ابزارهای رسیدن به اهداف و طراحی‌های سیستم‌های کنترلی را معین می‌کند، با راه‌هایی که تأمین‌کنندگان منابع مالی جهت اطمینان از بازگشت سرمایه‌شان به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. حاکمیت شرکتی از نظر قدمت به پژوهش برلی و مینز^۱ (۱۹۳۲) باز می‌گردد که مالکیت و کنترل معمولی در شرکت‌های مدرن را جدا کرده بود. شیوه‌های حاکمیت شرکتی مانند نظارت بر مدیران و انگیزه‌های ارائه شده به آن‌ها برای هم‌راستایی اقدامات با منافع سهامداران ضروری به نظر می‌رسد. محققان غالباً حاکمیت شرکتی را به شکل‌های درونی و بیرونی طبقه‌بندی می‌کنند.

حاکمیت شرکتی در ابتدای قرن ۲۱، دوباره به عنوان یکی از مهم‌ترین مباحث کسب‌وکار مطرح شده است. بررسی ادبیات موجود نشان می‌دهد که هیچ تعریف مورد توافق در مورد حاکمیت شرکتی وجود ندارد، حتی تفاوت‌های چشم‌گیری در تعریف‌ها بر اساس کشور موردنظر وجود دارد؛ به طوری که در آمریکا یا انگلستان نیز رسیدن به تعریف واحد کار چندان آسانی نیست. تعاریف موجود از حاکمیت شرکتی در یک طیف وسیع قرار می‌گیرند. دیدگاه‌های محدود در یک سو و دیدگاه‌های گسترده در سوی دیگر طیف قرار دارند. در دیدگاه‌های محدود، حاکمیت شرکتی به رابطه شرکت و سهامداران محدود می‌شود. این الگویی قدیمی است که در قالب نظریه نمایندگی بیان می‌شود. در آن سوی طیف، حاکمیت شرکتی را می‌توان به صورت شبکه‌ای از روابط در نظر گرفت که نه تنها میان شرکت و مالکان آن‌ها (سهامداران)، بلکه میان شرکت و تعداد زیادی از ذینفعان از جمله کارکنان، مشتریان، فروشندگان، دارندگان اوراق بهادار و غیره وجود دارد. چنین دیدگاهی در قالب نظریه ذینفعان دیده می‌شود.

حاکمیت شرکتی به دلایل زیر حائز اهمیت است:

چارچوبی را برای ایجاد اعتماد بلندمدت میان شرکت‌ها و تهیه‌کنندگان خارجی سرمایه فراهم می‌کند.

با منصوب کردن مدیرانی که بانی تجربیات و ایده‌های جدید هستند، تفکر استراتژیک را به صدر شرکت هدیه می‌کند.

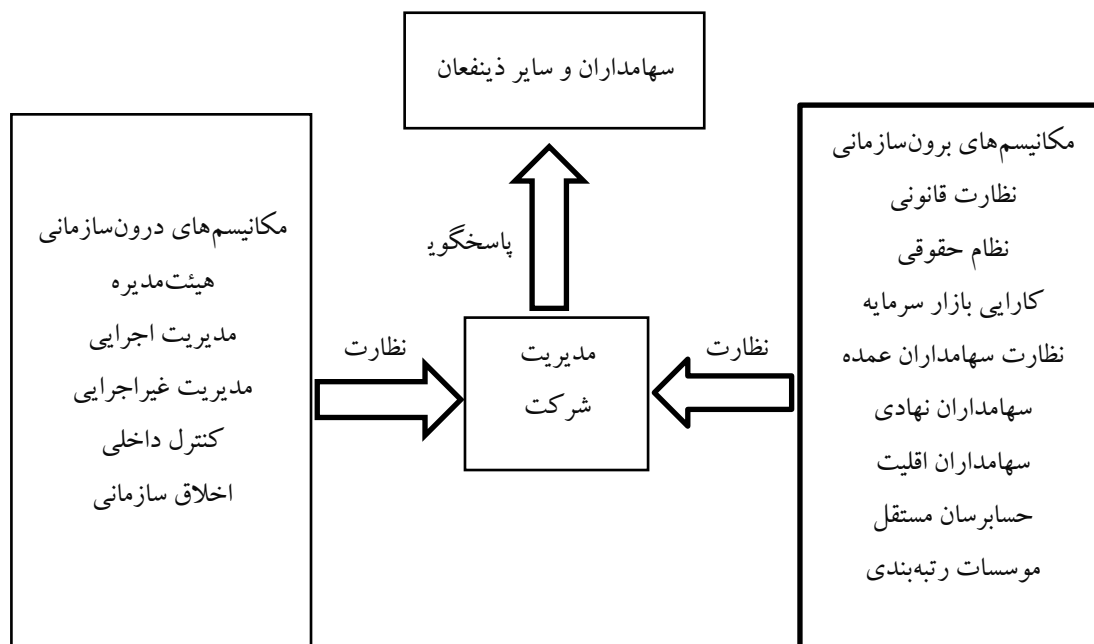
مدیریت و نظارت بر ریسک پیش روی شرکت را منطقی می‌سازد.

با تقسیم فرایند تصمیم‌گیری، اتکای به مدیران ارشد و مسئولیت آنان را محدود می‌سازد.

تغییرات و تحولات بازار سرمایه موجب تکامل تئوری‌های حاکمیت شرکتی شده است (امیرآزاد و همکاران، ۱۳۹۳).

شکل (۱-۲) روابط نظارت و پاسخگویی برقرار شده از طریق مکانیسم‌های داخلی و خارجی را نشان می‌دهد.

¹ Berle & Means



با عنایت به ویژگی‌های سیستم‌های حاکمیت شرکتی به نظر می‌رسد حاکمیت شرکتی در ایران بیشتر به سیستم درون‌سازمانی نزدیک‌تر است. با توجه به وجود بازار سرمایه و تلاش‌های انجام شده در مورد گسترش آن، سیستم حاکمیت شرکتی درون‌سازمانی در ایران مطرح است و موضوعیت دارد (حساس یگانه، ۱۳۸۵).

نظریه‌های نوین ساختار سرمایه

نظریه‌های نوین در خصوص ساختار سرمایه به شرح زیر است:

الف. تئوری توازن ایستا^۱

مطابق این نظریه، ساختار بهینه سرمایه وقتی حاصل می‌شود که مزیت مالیاتی استفاده از بدهی‌ها با هزینه‌های نهایی آن مانند هزینه‌های ورشکستگی برابر شود. بنابراین شرکت‌ها سعی می‌کنند تا رسیدن به این نقطه تعادل ظرفیت‌های بدهی^۲ خود را افزایش دهند، از این رو با توجه به جریان‌های نقدی عملیاتی خود اقدام به تأمین مالی بیشتر از طریق بدهی‌ها می‌کنند. اوم^۳ (۲۰۰۱) بیان می‌کند که سطح بالای سودآوری شرکت‌ها می‌تواند منجر به بالا رفتن ظرفیت‌های بدهی و متعاقباً صرفه‌جویی مالیاتی (سپر مالیاتی^۴) آنها شود. پس انتظار می‌رود که ارتباط مثبتی بین میزان سودآوری و نسبت‌های اهرمی شرکت‌ها مشاهده شود، چرا که شرکت‌های سودآور ترجیح بیشتری در به‌کارگیری بدهی‌ها به‌منظور استفاده از صرفه‌جویی مالیاتی آن دارند (اسعدی و عباس‌زاده، ۱۳۹۳).

در چارچوب این نظریه تلاش می‌شود تا بین ارزش صرفه‌جویی مالیاتی بهره، هزینه‌های ورشکستگی و هزینه‌های نمایندگی شرکت، تعادل برقرار گردد. طبق این نظریه، شرکت باید آن قدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی جایگزین کند تا ارزش آن حداکثر گردد. در نظریه موازنه ایستا، فرض بر وجود ساختار سرمایه بهینه است و این ساختار سرمایه از طریق ترکیبی از منابع مختلف تأمین مالی که هزینه‌ها و منافع حاصل از تأمین مالی از طریق بدهی را با هم برابر می-

¹ Trade- Off Theory

² Debt Capacity

³ Um

⁴ Tax Shield

سازد، قابل دسترسی است. همچنین، در این نظریه فرض می‌شود که نسبت اهرم مالی بهینه یا هدف وجود دارد و بازار هرگونه انحراف (چه به صورت افزایش و چه به صورت کاهش) از این نسبت را خبری نامطلوب تلقی می‌کند. این اهرم مالی بهینه را می‌توان از طریق برابری توازن بین هزینه‌ها و منافع حاصل از مبالغ اضافی بدهی شناسایی کرد. بر اساس تئوری موازنه ایستا، شرکت‌ها نسبت بدهی بهینه را از طریق سنجش مزایا و هزینه انتشار اوراق بدهی جدید تعیین می‌کنند. منافع انتشار بدهی می‌تواند شامل مزایای مالیاتی هزینه بهره و کاهش مشکلات نمایندگی ناشی از وجوه نقد آزاد و هزینه‌های انتشار بدهی شامل هزینه‌های بالقوه ورشکستگی و ناسازگاری‌های بین سهامداران و اعتباردهندگان باشد.

ب. تئوری توازن پویا^۱

در الگوهای پویا، تصمیم‌گیری‌های صحیح مالی به پیش‌بینی‌های شرکت درباره هزینه‌های مالی دوره بعد بستگی دارد. همچنین، برخی از شرکت‌ها به تقسیم سود تمایل دارند، بعضی خواهان افزایش سرمایه از محل سود انباشته‌اند و تعدادی نیز به هر دو گرایش دارند. در اینجا، برای روشن شدن بیشتر موضوع و قبل از پرداختن به الگوهای دیگر، دو مثال در زمینه اهمیت بالقوه نقش زمان در تصمیم‌گیری‌های تأمین مالی می‌آوریم (علی نژاد ساروکلانی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۱). یکی از پیشگامان نظریه‌های توازن پویا، استیگلیتز (۱۹۷۳) است که آثار مالیاتی را از منظر مالیه عمومی بررسی کرده است. استیگلیتز (۱۹۷۳) در تحلیل خود، ضمن مطالعه آثار مالیات‌های مربوط به اشخاص حقیقی و حقوقی، به تقارن جالبی در قانون مالیات‌ها اشاره کرده است؛ درحالی‌که وجوه دریافتی از شرکت مشمول مالیات‌اند، وجوه پرداختی به آن از این شمول خارج‌اند. نتیجه‌گیری اولیه استیگلیتز (۱۹۷۳)، بیانگر آن است که وجوه موردنیاز برای سرمایه‌گذاری‌های جدید باید تا حد امکان از محل سود انباشته و مازاد آن از طریق استقراض تأمین مالی شود. وی معتقد است که نسبت واقعی بدهی به حقوق صاحبان سهام را می‌توان برآیند تصادفی تاریخچه سودآوری و سرمایه‌گذاری شرکت به شمار آورد. به بیان دیگر، اندیشه مطرح‌شده در راه‌حل این صاحب‌نظر برجسته ضرورتاً همان چیزی است که امروزه نظریه سلسله‌مراتب نامیده می‌شود.

مفاهیم کلی مطرح‌شده در الگوهای پویا، عموماً مشترک‌اند. به عبارت دیگر، در همه آنها فرض می‌شود که انتخاب ساختار سرمایه بهینه و بهترین گزینه تأمین مالی به این بستگی دارد که در دوره آتی کدام گزینه، گزینه بهینه مورد انتظار انتخاب شود. این گزینه ممکن است شامل تأمین وجوه یا تقسیم آن باشد. اگر تأمین وجوه، گزینه بهینه باشد، می‌توان آن را از طریق انتشار سهام یا استقراض عملی کرد. نکته قابل توجه آنکه، در هر یک از حالات گفته‌شده، گزینه بهینه مورد انتظار دوره آتی به تصمیم‌گیری‌های شرکت در دوره جاری کمک خواهد کرد. بدین ترتیب، تنها علت وجود تفاوت در میان الگوهای گوناگون و نتایجی که در هر یک از آنها به دست می‌آید هزینه‌هایی است که در هر کدام از آنها در نظر گرفته می‌شود. از آنجائی که بیشتر مطالعات مربوط به نظریه توازن پویا در سال‌های اخیر انجام شده است، نمی‌توان درباره دستاوردهای آنها به‌طور قطعی قضاوت کرد؛ هرچند که تعداد و محتوای پژوهش‌ها، نوید پیشرفت‌های خوبی را در آینده می‌دهد.

ج. تئوری ترجیحی (سلسله‌مراتبی)^۲

ریشه نظریه سلسله‌مراتب را باید در افکار مایرز (۱۹۸۴) جستجو کرد. مایرز (۱۹۸۴) این بحث را مطرح می‌کند که، بر اساس فرضیه انتخاب نادرست، تأمین مالی از محل سود انباشته مطلوب‌تر از روش استقراض و روش استقراض مطلوب‌تر از تأمین مالی از طریق انتشار سهام است. طبقه‌بندی مذکور، با توجه به الگوی انتخاب نادرست مایرز و مجلوف^۳ (۱۹۸۴) انجام شده است. البته، ترتیب بکار رفته در این طبقه‌بندی ممکن است ریشه در مباحث دیگری از قبیل

^۱ Dynamic Trade-off Theory

^۲ Peckingorder Theory

^۳ Myers & Majluf

تضادهای نمایندگی و مالیات نیز داشته باشد (علی‌نژاد ساروکلائی و تقی‌زاده خانقاه، ۱۳۹۱). بر اساس این نظریه افراد داخلی شرکت مانند مدیران و سهامداران داخلی اطلاعاتی از جریان‌های نقدی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارند که سایر افراد مانند خریداران سهام و تأمین‌کنندگان منابع مالی به آنها دسترسی ندارند. وجود این اطلاعات نامتقارن باعث می‌گردد شرکت‌ها برای تأمین مالی خود سلسله مراتبی را در نظر بگیرند. لذا تأمین مالی داخلی از محل سودهای انباشته به دلیل پایین بودن هزینه‌ها و ریسک آن در اولویت قرار می‌گیرد و چنانچه شرکت به منابع مالی بیشتری نیاز داشته باشد، تأمین مالی از محل بدهی در اولویت بعدی خواهد بود. با افزایش هزینه‌های تأمین مالی از محل بدهی و نیز ریسک اعتباری ناشی از آن، تأمین وجوه از محل انتشار سهام آخرین اولویت شرکت‌ها خواهد بود (اسعدی و عباس‌زاده، ۱۳۹۳).

د. تئوری انتخاب نادرست^۱

رایج‌ترین دلایلی که در حمایت از تصمیم‌گیری بر اساس نظریه سلسله‌مراتب مطرح می‌شود، مبتنی بر فرضیه انتخاب نادرست مایرز و مجلوف (۱۹۸۴) و مایرز (۱۹۸۴) می‌باشد. تفکر اصلی پشتوانه فرضیه مذکور بر این مبناست که مدیران و مالکان شرکت از معدود کسانی هستند که از ارزش واقعی دارایی‌ها و فرصت‌های رشد آن آگاهی دارند و سرمایه‌گذاران برون سازمانی، در بهترین حالت، تنها قادرند حدس‌هایی در این زمینه بزنند. بنابراین، اگر مدیران قصد انتشار و فروش سهام شرکت را داشته باشند، سرمایه‌گذاران برون سازمانی باید این پرسش را مطرح کنند که، چرا؟ در بسیاری از موارد، مدیران شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده از فروش سهام رضایت دارند؛ درحالی‌که مدیران شرکت‌های کم ارزش‌گذاری شده این چنین نیستند. بر اساس الگویی که کدسی^۲ و همکاران (۱۹۹۰) به‌منظور تبیین بحث اخیر ارائه کردند، استفاده از روش تأمین مالی درون سازمانی همواره کارساز است. به‌عبارت‌دیگر، چنین کاری موجب حل‌وفصل کلیه مشکلات مربوط به بحث عدم تقارن اطلاعات^۳ می‌شود. باید توجه داشت که تأمین مالی از محل آورده نقدی سهامداران اغلب بسیار گران است و این امکان وجود دارد که شرکت‌ها، برای اجتناب از آن، حتی از پذیرفتن طرح‌هایی با ارزش فعلی خالص مثبت نیز امتناع نمایند.

ه. تئوری هزینه‌های نمایندگی^۴

طبق این نظریه که برای نخستین بار توسط جنسن و مک‌لینگ در سال ۱۹۷۶ ارائه شد، ساختار سرمایه شرکت از طریق هزینه‌های نمایندگی ناشی از تضاد منافع بین ذی‌نفعان مختلف شرکت تعیین می‌گردد. این دو محقق در چارچوب واحد اقتصادی، دو نوع تضاد منافع را شناسایی کرده‌اند:

۱- تضاد منافع بین مدیران و صاحبان سهام؛ و ۲- تضاد منافع بین صاحبان سهام و دارندگان اوراق بدهی شرکت. به نظر جنسن و مک‌لینگ، با ایجاد توازن بین مزایای حاصل از بدهی همچون منافع مالیاتی و هزینه‌های نمایندگی، می‌توان به یک ساختار مطلوب سرمایه دست یافت. لازم به ذکر است که بخش عمده‌ای از تلاش‌های پژوهشگران حوزه مالی در سال‌های اخیر، صرف الگوهای مبتنی بر هزینه‌های نمایندگی شده است. طبق این الگوها، ساختار سرمایه بر اساس هزینه‌های نمایندگی تعیین می‌شود.

نمایندگی مدیران برای اداره شرکت هزینه‌های مستقیم و غیرمستقیمی را به‌عنوان هزینه‌های نمایندگی به سهامداران تحمیل می‌کند. برخی محققین اظهار می‌کنند که این هزینه‌های نمایندگی برای شرکت‌هایی که در صنایع رو به رشد هستند، بیشتر است و مدیران این شرکت‌ها تمایل بیشتری به استفاده از منابع مالی صاحبان سهام دارند. بنابراین

¹ Adverse Selection

² Cadsby

³ Information Asymmetry

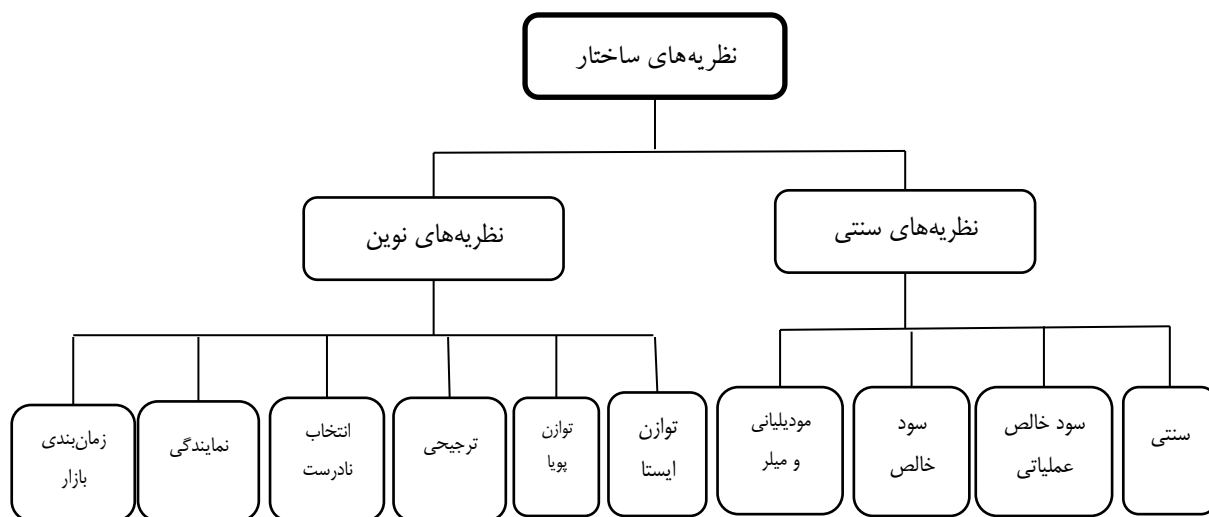
⁴ Agency Costs Theory

می‌توان رابطه منفی را بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و میزان استفاده از بدهی‌ها در ساختار سرمایه مشاهده کرد. این در حالی است که به اعتقاد جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) استفاده از بدهی‌ها می‌تواند به دلیل نقش شفاف‌سازی^۱ آن در تصمیمات مدیران و نیز کاستن از جریان‌های نقدی آزاد^۲، موجب کاهش هزینه‌های نمایندگی شود. از سوی دیگر شرکت‌هایی که دارایی‌های ثابت مشهود کمتری دارند، از اطلاعات نامتقارن و تعارض منافع بیشتری بین مدیران و سهامداران برخوردارند. در این صورت شرکت‌ها به‌منظور کاستن از هزینه‌های نمایندگی، سعی می‌کنند نسبت بدهی‌های خود را افزایش دهند، بنابراین با کاهش نسبت دارایی‌های ثابت مشهود، نسبت بدهی‌های ساختار سرمایه افزایش می‌یابد (اسعدی و عباس‌زاده، ۱۳۹۳).

و. تئوری زمان‌بندی بازار^۳

بر اساس این فرضیه، تأمین مالی از طریق انتشار سهام، برتر از تأمین مالی از طریق بدهی می‌باشد. به عبارت دیگر، بر اساس فرضیه زمان‌بندی بازار، رابطه بین انتشار سهام و بازده سهام، قوی‌تر از رابطه بین بدهی و بازده سهام است، زیرا قیمت سهام نسبت به تغییرات در ارزش شرکت، حساس‌تر است. علاوه بر این، بین مبادلات تأمین مالی مجدد و بازده سهام، رابطه منفی وجود دارد. همچنین، هر یک از اجزای بدهی نیز دارای رابطه متمایزی با بازده سهام هستند. طبق این نظریه شرکت‌ها در دوره‌هایی از زمان به انتشار سهام اقدام می‌کنند که نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت زیاد باشد. چون باور مدیران این است که در مواقعی ارزش سهام شرکت‌ها در بازار بیش از واقع تعیین می‌شود. حال، اگر بازار بتواند این رفتار مدیر را پیش‌بینی نماید در این صورت، افزایش تأمین مالی برون سازمانی می‌تواند همراه با کاهش بازده سهام باشد، به عبارت دیگر، رابطه تأمین مالی برون سازمانی و بازده، منفی خواهد بود. زیرا از یک طرف، سهام بیش از ارزش ذاتی آن ارزش‌گذاری شده، در نتیجه با اطلاع بازار، ارزش آن کاهش خواهد یافت و از طرف دیگر نیز هدف از تأمین مالی، سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با خالص ارزش فعلی مثبت و در نتیجه، افزایش سودآوری شرکت نبوده است (خانی و همکاران، ۱۳۹۲).

به طور کلی نظریه‌های مرتبط با ساختار سرمایه را می‌توان در شکل زیر مشاهده کرد.



¹ Transparency Role

² Free Cash Flow

³ market timing theory

مدل‌های آماری پژوهش

در یک تحلیل گام به گام، این مطالعه ابتدا تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت را بررسی کرده است. در مرحله دوم، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها بررسی شده است. سپس در مرحله سوم، تأثیر هزینه سرمایه بر تصمیمات تامین مالی یعنی ساختار سرمایه شرکت‌ها ارزیابی شده است. در نهایت، نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه در رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بررسی شده است. از این رو، در مرحله اول تحلیل، مدل تجربی زیر برآورد شده که از مطالعه جاوید و همکاران (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$DAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(BS_{it}) + \alpha_2(B - COM_{it}) + \alpha_3(DUALITY_{it}) + \alpha_4(INST_{it}) + \alpha_5(CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it}$$

جایی که:

DAR: ساختار سرمایه

BS: اندازه هیئت‌مدیره

B-COM: ترکیب هیئت‌مدیره

DUALITY: دوگانگی وظایف مدیرعامل

INST: مالکیت نهادی

CONTROL: متغیرهای کنترلی شامل ساختار دارایی شرکت، سودآوری، رشد فروش و ریسک تجاری

ε: جز خطای مدل هستند.

در مرحله دوم، تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه شرکت‌ها از طریق مدل تجربی زیر برآورد می‌شود که از مطالعه جاوید و همکاران (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$COC_{it} = \beta_0 + \beta_1(BS_{it}) + \beta_2(B - COM_{it}) + \beta_3(DUALITY_{it}) + \beta_4(INST_{it}) + \beta_5(CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it}$$

جایی که:

COC: هزینه سرمایه سهام شرکت است و بقیه نمادها همانند مدل قبلی است.

در مرحله سوم، تأثیر هزینه سرمایه بر ساختار سرمایه شرکت‌ها از طریق مدل تجربی زیر ارزیابی می‌شود که از مطالعه جاوید و همکاران (۲۰۲۱) اقتباس شده است:

$$DAR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1(COC_{it}) + \gamma_2(CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it}$$

در نهایت، این مطالعه نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه را در رابطه بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه بررسی می‌کند. برای انجام این تحلیل، از مدل میانجیگری بارون و کنی^۱ (۱۹۸۶) پیروی می‌شود که برای اندازه‌گیری نقش متغیر میانجی در توضیح متغیر وابسته نهایی استفاده می‌شود. بنابراین، این پژوهش با استفاده از سه معادله رگرسیون زیر، آزمون میانجیگری را انجام می‌دهد که از مطالعه جاوید و همکاران (۲۰۲۱) اقتباس شده است.

$$DAR_{it} = \mu_1 + c(CG_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$COC_{it} = \mu_3 + a(CG_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$DAR_{it} = \mu_2 + \acute{c}(CG_{it}) + b(COC_{it}) + \varepsilon_{it}$$

جاییکه:

¹ Baron & Kenny

DAR: ساختار سرمایه به عنوان متغیر وابسته نهایی؛

CG: سازوکارهای حاکمیت شرکتی شامل اندازه هیئت مدیره، استقلال هیئت مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت

نهادی به عنوان متغیر مستقل و توضیح دهنده؛

COC: هزینه سرمایه به عنوان متغیر میانجی؛

c, c', a و b: ضرایب معادلات رگرسیون.

E: پسماندهای مدل های رگرسیون هستند.

طبق بارون و کنی (۱۹۸۶) برقراری شروط زیر در آزمون میانجیگری برای تایید آن ضروری است:

شرط اول این است که متغیر مستقل با متغیر وابسته رابطه معنادار داشته باشد.

شرط دوم این است که معناداری رابطه‌ی بین متغیرهای مستقل و متغیر میانجی تأیید شود.

شرط سوم نیز تأیید معناداری رابطه‌ی بین متغیر میانجی و متغیر وابسته می باشد.

و در نهایت شرط چهارم این است که وقتی متغیر میانجی وارد معادله رگرسیونی می شود، رابطه‌ی بین متغیر مستقل و

وابسته غیرمعنادار شود که در این حالت متغیر مورد نظر، میانجی گر کامل است و یا اینکه این رابطه در حضور متغیر

میانجی کاهش یابد (حداقل ۰/۱۰) ولی همچنان معنادار باقی بماند، که در این حالت نقش متغیر میانجی، جزئی خواهد

بود (شهریار عزیزی، ۱۳۹۲).

همچنین روش دیگر آزمون فرضیه واسطه‌گری در ادبیات مالی و حسابداری، استفاده از آزمون سوبل^۱ است که این آزمون

به شرح زیر است:

در آزمون سوبل، یک مقدار Z-value از طریق فرمول زیر به دست می آید که در صورت بیشتر شدن این مقدار از ۱/۹۶

می توان در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن تاثیر متغیر میانجی را تایید نمود.

$$Z - \text{Value} = \frac{a \times b}{\sqrt{(b^2 \times s_a^2) + (a^2 \times s_b^2) + (s_a^2 \times s_b^2)}}$$

در اینجا:

a: مقدار ضریب مسیر میان متغیر مستقل و میانجی است.

b: مقدار ضریب مسیر میان متغیر میانجی و وابسته است.

S_a: خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر مستقل و واسطه است.

S_b: خطای استاندارد مربوط به ضریب مسیر میان متغیر واسطه و وابسته است.

مقدار Z-value حاصل از آزمون سوبل جهت سنجش نقش میانجیگری متغیر هزینه سرمایه مورد استفاده قرار می گیرد.

روش گردآوری داده‌های پژوهش

داده‌های مورد نیاز تحقیق از منابع کتابخانه‌ای، اطلاعیه‌های منتشر شده توسط سازمان بورس و اوراق بهادار، بانک جامع

اطلاعاتی شرکت‌ها در سایت رسمی سازمان بورس و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران گردآوری شده است. ابتدا از

طریق منابع کتابخانه‌ای، نشریات، مقالات و منابع علمی مختلف (سایت‌های علمی پژوهشی) ادبیات و نظریه‌های مربوط

به موضوع تحقیق تدوین گردیده است. سپس آزمون فرضیه‌های تحقیق با داده‌های گردآوری شده از صورت‌های مالی و

¹ Sobel

گزارش عملکرد هیئت مدیره و یادداشت‌های توضیحی همراه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

آمار توصیفی

در این بخش متغیرها با استفاده از شاخص‌های پراکندگی (میانگین و انحراف معیار)، مرکزی (میان، بیشینه و کمینه) و توزیع (چولگی و کشیدگی) ارزیابی شده‌اند که در جدول (۴-۱) مشاهده می‌شود. میانگین، متوسط سطح هر متغیر در بین نمونه آماری منتخب طی سال‌های آماری مورد بررسی را نشان می‌دهد. میان نشان‌دهنده مقداری است که نیمی از مشاهدات بیشتر از آن و نیمی دیگر از مشاهدات کمتر از آن مقدار را به دست آورده‌اند. انحراف معیار پراکندگی داده‌ها اطراف میانگین را نشان می‌دهد، به طوری که اگر مقدار انحراف معیار از مقدار میانگین فاصله زیادی داشته باشد، به معنای پراکندگی بالای داده‌ها است و بالعکس. بیشینه و کمینه به ترتیب بیشترین و کمترین مقدار هر متغیر را در بین نمونه آماری منتخب نشان می‌دهد. چولگی و کشیدگی نیز برای بررسی نحوه توزیع فراوانی داده‌های هر متغیر است، به طوری که اگر بیشتر از ۰/۵ باشند حاکی از عدم نرمال بودن توزیع فراوانی داده‌های آن متغیر است.

لازم به ذکر است که با توجه به تعداد ۱۵۳ شرکت منتخب و دوره ۸ ساله مورد بررسی (از سال ۱۳۹۲ تا سال ۱۳۹۹)، تعداد مشاهدات برابر با ۱۲۲۴ (سال-شرکت) است. همچنین داده‌ها در صدک‌های ۵ و ۹۵ وینزورایز^۱ شدند. به این معنا که مقدار معادل صدک پنجم هر متغیر جایگزین مشاهدات صدک پنجم و مقدار معادل صدک ۹۵ هر متغیر، با مشاهدات صدک ۹۵ جایگزین می‌شوند. در واقع برای از بین بردن مشاهدات پرت و دورافتاده و برای پیشگیری از سوگیری نتایج به دلیل وجود داده‌های پرت، متغیرها در سطح ۰/۵٪ و ۹۵٪ وینزورایز شدند.

جدول (۱): آمار توصیفی

نام متغیر	نماد متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میان	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
اندازه هیئت مدیره (لگاریتم)	BS	۱۲۲۴	۱.۶۱۳	۱.۶۰۹	۱.۹۴۵	۱.۳۸۶	۰.۰۳۹	۷.۲۸۲	۶۴.۵۴۱
اندازه هیئت مدیره (عدد مطلق)	BS	۱۲۲۴	۵	۵	۷	۳	۰.۰۳۹	۷.۲۸۲	۶۴.۵۴۱
ترکیب هیئت مدیره	B-COM	۱۲۲۴	۵۸.۷٪	۶۰٪	۱۰۰٪	۰	۰.۱۸۷	-۰.۰۷۳	۲.۷۰۷
مالکیت نهادی	INST	۱۲۲۴	۲۹٪	۱۶.۶٪	۹۴.۱٪	۰	۰.۳۰۰	۰.۷۸۶	۲.۱۵۳
ساختار سرمایه	DAR	۱۲۲۴	۵۶٪	۵۵.۴٪	۸۸.۷٪	۲۲.۲٪	۰.۱۸۶	-۰.۰۳۷	۲.۱۰۱
هزینه سرمایه	COC	۱۲۲۴	۲۸.۹٪	۲۹٪	۸۸.۴٪	۵.۷٪	۰.۲۲۸	۰.۶۹۹	۱۰.۰۰۹
ساختار دارایی	TAN	۱۲۲۴	۲۵.۸٪	۲۲.۲٪	۶۰.۹٪	۴.۵٪	۰.۱۶۶	۰.۶۱۸	۲.۳۲۰
سودآوری	ROA	۱۲۲۴	۱۴.۴٪	۱۲.۱٪	۴۴.۲٪	-۶.۴٪	۰.۱۴۰	۰.۵۵۵	۲.۳۷۶
رشد فروش	Growth	۱۲۲۴	۳۲.۱٪	۲۴.۹٪	۱۲۱.۹٪	-۲۵.۶٪	۰.۳۹۳	۰.۶۳۰	۲.۶۸۸
ریسک تجاری	Brisk	۱۲۲۴	۶.۲٪	۴.۶٪	۲۶.۳٪	۰.۰۹٪	۰.۰۵۵	۱.۴۶۷	۵.۱۲۰

¹ winsorized

جدول (۲): برآورد مدل آماری

$DAR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(BS_{it}) + \alpha_2(B - COM_{it}) + \alpha_3(DUALITY_{it}) + \alpha_4(INST_{it}) + \alpha_5(CONTROL_{it}) + \varepsilon_{it}$ متغیر وابسته: ساختار سرمایه				
متغیر توضیحی	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	احتمال آماره t
عرض از مبدأ	۱/۰۰۶	۰/۰۹۵	۱۰/۵۹۷	۰/۰۰۰
اندازه هیئت‌مدیره	-۰/۱۱۳	۰/۰۵۷	-۱/۹۶۹	۰/۰۴۶
ترکیب هیئت‌مدیره	-۰/۰۱۳	۰/۰۱۴	-۰/۹۰۷	۰/۳۶۴
دوگانگی وظایف مدیرعامل	۰/۰۳۱	۰/۰۰۹	۳/۲۲۹	۰/۰۰۱
مالکیت نهادی	۰/۰۷۹	۰/۰۱۴	۵/۲۸۹	۰/۰۰۰
ساختار دارایی	-۰/۴۰۰	۰/۰۲۴	-۱۶/۶۱۳	۰/۰۰۰
سودآوری	-۰/۸۱۱	۰/۰۱۸	-۴۴/۳۵۶	۰/۰۰۰
رشد فروش	۰/۰۱۰	۰/۰۰۲	۴/۱۳۳	۰/۰۰۰
ریسک تجاری	-۰/۰۸۵	۰/۰۳۸	-۲/۲۲۳	۰/۰۲۶
آماره فیشر	۹۳/۲۷۸	ضریب تعیین		۰/۹۳۳
احتمال آماره فیشر	۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۹۲۳
آماره دوربین واتسن	۱/۶۸۳	خطای استاندارد رگرسیون		۰/۰۸۴

بحث و نتیجه گیری

در این مطالعه با استفاده از اطلاعات ۱۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۸ ساله از سال ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ به بررسی تاثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه با توجه به نقش میانجی هزینه سرمایه پرداخته شده است. سازوکارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی در این مطالعه شامل اندازه هیئت‌مدیره، ترکیب هیئت‌مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت نهادی است. ساختار سرمایه نشان‌دهنده سطح بدهی شرکت نسبت به دارایی است و برای اندازه‌گیری هزینه سرمایه نیز از میانگین موزون هزینه سرمایه استفاده شده است. در ابتدا تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر تصمیمات تامین مالی شرکت‌ها بررسی شده است. در این زمینه، عصاره ادبیات قابل توجه در مورد ساختار سرمایه نشان می‌دهد که برخی از ویژگی‌های حاکمیت شرکتی تاثیر قابل توجهی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها دارد، با این حال، بین مطالعات موجود در مورد رابطه بین مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه اتفاق نظر وجود ندارد. نتایج این مطالعه نشان داد که اندازه هیئت‌مدیره، دوگانگی وظایف مدیرعامل و مالکیت نهادی در تصمیمات مربوط به تامین مالی و تعیین ساختار سرمایه نقش قابل توجهی دارند. سپس تاثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی بر هزینه سرمایه مورد بررسی قرار گرفت و مشخص شد ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی در شکل‌گیری هزینه سرمایه نقش مهمی دارند ولی تاثیرات اندازه هیئت‌مدیره و دوگانگی وظایف مدیرعامل معنادار نیستند. در مرحله بعد مشخص شد که هزینه سرمایه عامل تعیین‌کننده‌ای در انتخاب تامین مالی شرکت‌ها است و بر ساختار سرمایه تاثیر منفی دارد و در نهایت شواهدی مبنی بر تاثیر غیرمستقیم ترکیب هیئت‌مدیره و مالکیت نهادی به عنوان دو مکانیسم حاکمیت شرکتی مطلوب بر ساختار سرمایه از طریق نقش واسطه‌ای هزینه سرمایه ارائه شد. مهم‌ترین یافته این مطالعه این است که هزینه سرمایه به صورت جزئی رابطه بین دو مولفه از مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و تصمیمات

ساختار سرمایه شرکت‌های نمونه را میانجیگری می‌کند. این یافته‌ها با استدلال تئوری نمایندگی مطابقت دارد که استراتژی‌های حاکمیتی مؤثر، با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و هزینه‌های نمایندگی، ممکن است هزینه سرمایه را کاهش دهد که در نهایت شرکت‌ها را وادار می‌کند تا ترکیب مالی و ساختار سرمایه خود را بازسازی کنند. از این رو، ادعا می‌شود که برخی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه پیامدهای مهمی برای تصمیمات ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

این مطالعه رهنمودهای ارزشمند و مفهیم کاربردی زیادی برای مدیران مالی شرکت‌ها دارد. این نتایج همچنین، سیاست‌گذاران را در تنظیم سیاست‌ها، شیوه‌های حاکمیت شرکتی مطلوب برای کشور ایران و تصمیم‌گیری ساختار سرمایه مرتبط با ارزش در انطباق با مفهیم مکانیسم حاکمیت شرکتی راهنمایی می‌کند. مدیران می‌توانند هنگام تصمیم‌گیری درباره سیاست مالی شرکت‌ها، از یافته‌های این مطالعه برای ارزیابی اثربخشی شیوه‌های حاکمیت شرکتی به کار گرفته شده توسط شرکت در دستیابی به ساختار سرمایه بهینه استفاده کنند که در آن میانگین موزون هزینه سرمایه در حداقل سطح خود باشد.

پیشنهادات

- در راستای کاربردی کردن نتایج مطالعه در ادامه به ارائه پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پرداخته شده است:
- به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه، مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی شرکت‌ها را مورد بررسی قرار دهند و با توجه به یافته‌های این مطالعه دقت داشته باشند که هر کدام از مولفه‌ها ممکن است چگونه ساختار تامین مالی شرکت را شکل دهد و سپس با توجه به اهداف خود سبد سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند.
 - به مدیران توصیه می‌شود به منظور کاهش هزینه سرمایه شرکت، اقدامات لازم را برای جذب اعضای غیرموظف در هیئت‌مدیره و مالکان نهادی برای سرمایه‌گذاری در شرکت انجام دهند.
 - به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود در زمان سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، هزینه سرمایه را به طور دقیق مورد بررسی قرار دهند زیرا هزینه سرمایه می‌تواند شرکت را به سمت انتخاب ساختار سرمایه بهینه هدایت کند.

پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

- ۱- در این مطالعه فقط برخی از مولفه‌های حاکمیت شرکتی مورد توجه قرار گرفته است، در حالی که سایر مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی از جمله ساختار حسابرسی شرکت و جبران خدمات و سایر انواع ساختار مالکیت نیز می‌توانند مهم باشند، لذا به پژوهشگران آتی توصیه می‌شود سایر سازکارهای حاکمیت شرکتی که در این مطالعه ارزیابی نشده‌اند را به عنوان متغیرهای توضیح‌دهنده ساختار سرمایه و هزینه سرمایه انتخاب کنند.
- ۲- در این مطالعه فقط نقش میانجیگری هزینه سرمایه آزمون شده است؛ از این رو محققان آتی می‌توانند نقش میانجیگری و تعدیلگری متغیرهای مختلف را که ممکن است بر رابطه مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه تاثیرگذار باشند را تحلیل کنند.
- ۳- در این مطالعه ساختار سرمایه با توجه به نسبت بدهی اندازه‌گیری شده است، در حالی که می‌توان از سایر شکل‌های ساختار سرمایه از جمله حقوق صاحبان سهام و یا ارزش بازار نسبت بدهی استفاده کرد که توصیه می‌شود در پژوهش‌های آتی مورد توجه قرار گیرد و نتایج به دست آمده با یافته‌های این مطالعه مقایسه شود.

محدودیت‌های پژوهش

در این مطالعه محدودیت عمده‌ای برای پژوهشگر وجود نداشت، ولی محدودیت‌هایی به عنوان محدودیت‌های ذاتی پژوهش مطرح هستند که لازم است پژوهشگران آتی به آن توجه داشته باشند.

۱- جامعه آماری محدود به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است و دوره آماری نیز محدود به سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۹ است، لذا لازم است در تعمیم نتایج به سایر شرکت‌ها و دوره‌های دیگر، احتیاط شود.

۲- با توجه به اینکه در این پژوهش از اقلام صورت‌های مالی استفاده گردیده است و این اقلام مشمول محدودیت‌های حاکم بر تهیه صورت‌های مالی، ابهام در یکنواختی روش‌های حسابداری، ثبات رویه، مدیریت سود و یا نادیده گرفتن حسابداری توری است (که از حیطة کنترل پژوهشگر خارج است)؛ لذا نتایج حاصل از این پژوهش نیز متأثر از این محدودیت‌ها بوده و تعمیم‌پذیری نتایج را با محدودیت مواجه می‌سازد.

۳- از دیگر محدودیت‌ها می‌توان به وجود سایر عوامل مؤثر بر فرایند تحقیق اشاره کرد که در این مطالعه به صورت ثابت فرض شده، در حالی که ممکن است تأثیر با اهمیتی بر نتایج داشته باشد.

منابع

- ✓ ابراهیمی، سجاد، مدنی زاده، سیدعلی، محمودزاده، امینه، (۱۳۹۷)، عوامل مؤثر بر هزینه مالی: مطالعه موردی بنگاه‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پژوهش‌های اقتصادی ایران، دوره ۲۳، شماره ۷۶، صص ۵۳-۸۴.
- ✓ احمدپور، احمد، مشعشعی، سید محمد، نوش آذر، محسن، (۱۳۹۴)، بررسی سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، اقتصاد، حسابداری و علوم تربیتی، ساری.
- ✓ اسعدی، عبدالرضا، عباس زاده، محمدرضا، (۱۳۹۳)، بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌های وابسته مستقل از دولت در بورس اوراق بهادار تهران، اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق)، دوره ۲۱، شماره ۷، صص ۲۱۰-۲۳۳.
- ✓ آقایی، محمدعلی، احمدیان، وحید، جهازآتشی، اکبر، (۱۳۹۳)، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌های کوچک و متوسط ایرانی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، شماره ۲۲، صص ۱۷۵-۲۱۲.
- ✓ اکبری مقدم، بیت‌الله، پیری، عبدالله، (۱۳۹۰)، بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، مدیریت توسعه و تحول، شماره ۷، صص ۳۱-۳۷.
- ✓ امیرآزاد، میرحافظ، زینالی، مهدی، شاهی، رضا، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی بر گزینش اظهارنظر حسابرس، دانش حسابرسی، دوره ۱۴، شماره ۵۷، صص ۶۵-۸۸.
- ✓ انصاری، عبدالمهدی، صفری بیدسکان، سعید، (۱۳۹۱)، بررسی تأثیرپذیری هزینه سرمایه از اهرم عملیاتی و اهرم مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۴، شماره ۱۳، صص ۳۳-۴۶.
- ✓ انصاری، عبدالمهدی، یوسف زاده، نسرین، زارع، زهرا، (۱۳۹۲)، مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه، مطالعات حسابداری و حسابرسی، دوره ۲، شماره ۷، صص ۱-۱۹.
- ✓ بنی مهد، بهمن، یعقوب نژاد، احمد، وحیدی کیا، الهام، (۱۳۹۴)، توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۷، شماره ۲۶، صص ۱۰۷-۱۱۸.
- ✓ پورزمانی، زهرا، خریدار، احسان رضا، (۱۳۹۲)، تأثیر مالکان نهادی عمده بر ارزش شرکت، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۲۰، صص ۷۹-۸۹.

- ✓ تنانی، محسن، رجبی، هادی، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر اندازه و استقلال هیئت‌مدیره بر هزینه‌های نمایندگی، حسابداری مالی، دوره ۶، صص ۲۳-۸۶-۱۰۳.
- ✓ حسینی، علی، حقیقت، سرور، (۱۳۹۵)، رابطه بین حاکمیت شرکتی و تعهد به ایفای مسئولیت‌های اجتماعی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، شماره ۱، صص ۱۰۶-۱۳۱.
- ✓ خانی، عبدالله، افشاری، حمیده، حسینی کندلجی، میر هادی، (۱۳۹۲)، بررسی تصمیمات تامین مالی، زمان بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، مدیریت دارایی و تامین مالی، دوره ۱، شماره ۱، صص ۱۰۹-۱۲۲.
- ✓ دهقان دهنوی، حسن، آینده مالمیری، سیده فاطمه، (۱۳۹۲)، بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها، یازدهمین کنفرانس بین‌المللی مدیریت، تهران.
- ✓ رحیمیان، نظام‌الدین، قادری، بهمن، رسولی، پیمان، (۱۳۹۵)، ساختار سرمایه و نظریه نمایندگی: شواهدی تجربی از بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، دوره ۶، شماره ۴، صص ۴۱-۶۵.
- ✓ رسائیان، امیر، (۱۳۸۹)، بررسی تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، برنامه و بودجه، دوره ۱۵، شماره ۱۱۰، صص ۲۱-۴۱.
- ✓ رهبرباغبانی، جواد، شهبازی، طاهره، فانی، نیر، (۱۳۹۴)، الگوهای محاسبه هزینه سرمایه، دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- ✓ سرلک، نرگس، کلونی، داود، (۱۳۹۴)، رابطه بین انواع مالکیت نهادی و محافظه‌کاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۵، شماره ۱۵، صص ۱۴۹-۱۶۴.
- ✓ سعادت‌مند، روشنک، علوی، سید مصطفی، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین ویژگی‌های کمیته‌های حسابرسی و هزینه سرمایه سهام عادی، پژوهش‌های تجربی حسابداری، دوره ۹، شماره ۱، صص ۲۳۴-۲۵۵.
- ✓ سلطانی، مهران، رحیمی، محسن (۱۳۹۹)، بررسی نقش تعدیل‌کنندگی ویژگی‌های شرکت بر تأثیر حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۹، صص ۳۱-۵۳.
- ✓ شعبانی ورنامی، محمد، سعیدی، پرویز، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر استقلال هیئت‌مدیره و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر عملکرد شرکت در بورس اوراق بهادار تهران، کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، انجمن مدیریت ایران، دانشگاه شهید بهشتی.
- ✓ Abor, J & Biekpe, N. (2009). "Does Corporate Governance Affect the Capital Structure Decisions of Ghanaian SMEs?." University of Stellenbosch Business School, South Africa.
- ✓ Abor, J. and Biekpe, N. (2005). "What determines the capital structure of listed firms in Ghana?", African Finance Journal, 7(1); 37-48.
- ✓ Albanez, T. (2015). "Impact of the cost of capital on the financing decisions of Brazilian companies", International Journal of Managerial Finance, 11(3); 285-307.
- ✓ Ali Shah, S, Z. Butt, S, A.(2009). "The Impact of Corporate Governance on the Cost of Equity: Empirical Evidence from Pakistani Listed Companies", the Lahore Journal of Economics 14: 1 (summer 2009) : pp. 139-171.
- ✓ Al-Najjar, B & Hussainey, K. (2011). "Revisiting the capital-structure puzzle: UK evidence". The Journal of Risk Finance. 12. 329-338.
- ✓ Ashbaugh, H., Collins, D.W. and LaFond, R. (2005). "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital", Working Paper, University of Iowa, Iowa City.
- ✓ Atanasova, C., Gatev, E. and Shapiro, D. (2016). "The corporate governance and financing of small-cap firms in Canada", Managerial Finance, 42(3); 244-269.

- ✓ Botosan, C. and Plumlee, M. (2002). "A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital", *Journal of Accounting Research*, 40(1); 21-40.
- ✓ Brigham, E.F. and Houston, J.F. (2012). "Fundamentals of Financial Management", Cengage Learning, Boston, MA.
- ✓ Bundala, N.N.H. (2012). "Determinants of Capital Structure: Evidence from Tanzanian Non financial Listed Companies", Doctoral dissertation, The Open University, Tanzania.
- ✓ Chang, Y-K., Chou, R. K., Huang, T.H., (2014). "Corporate governance and the dynamics of capital structure: New evidence", *Journal of Banking & Finance*, 48; 374-385.
- ✓ Chen, K.C.W., Chen, Z. and Wei, K.C.J. (2003). "Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets", Working Paper, Hong Kong University of Science and Technology, Hong Kong.