

بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابداری بر هزینه تأمین مالی از طریق بدهی (استقراض)

احمد احمدپور^۱، محمد کاشانی پور^۲، محمد رضا شجاعی^۳

چکیده: این مقاله به‌طور تجربی و پژوهشی تأثیر حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابداری بر هزینه اعتبارگیری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران اشاره دارد. در ایران سیستم تأمین مالی بیشتر به سمت دریافت اعتبار از بانک‌ها متمایل است، با این حال بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی سهم کمی در ساختار حاکمیت شرکتی شرکت‌ها دارند. بنابراین، آن‌ها ممکن است به شیوه‌های کنترلی و کیفی اعمال شده در داخل شرکت و نیز کیفیت گزارشگری مالی توجه کنند. از این رو انتظار می‌رود یک رابطه معکوس بین هزینه تأمین بدهی و کیفیت حاکمیت شرکتی که از طریق نظارت کارای هیئت مدیره و سهامداران نهادی عمده حاصل می‌شود و کیفیت حسابداری شرکت‌ها وجود داشته باشد. یافته‌های تجربی ما با استفاده از اطلاعات ۱۱۹ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ و تحلیل رگرسیونی داده‌های ترکیبی با استفاده از نرم‌افزار Eviews، نشان می‌دهد که وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران و نظارت کارای آن‌ها تأثیر کاهشی معنادار بر هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه دارد در حالی که کیفیت حسابداری این‌گونه تأثیر را ندارد.

واژه‌های کلیدی: کیفیت حسابداری، حاکمیت شرکتی، هزینه تأمین مالی، اعضاء غیرموظف هیئت مدیره

۱. دانشیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران، ایران

۲. استادیار گروه حسابداری دانشگاه مازندران، ایران

۳. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه مازندران، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۳/۱۷

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۸۹/۶/۲۱

نویسنده مسئول مقاله: احمد احمدپور

Email: ahmadpour@umz.ac.ir

مقدمه

پژوهش‌های زیادی درباره تصمیمات مالی شرکت‌ها و همچنین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت‌ها انجام شده است. فعالیت‌ها و کارهای تئوریک زیادی انتخاب بین تأمین مالی از طریق بدهی و یا سهام سرمایه توسط شرکت‌هایی که حد مطلوب نسبت بدهی را با توجه به اصل هزینه و منفعت^۱ انتخاب می‌کنند، توصیف کرده است. به‌طور سنتی صرفه-جویی مالیاتی ناشی از کسر هزینه بهره از سود به‌عنوان اولین مزیت تأمین مالی از طریق اعتبارگیری مدلسازی واریه شده است [۱۷]. سایر مزایای بدهی شامل متعهد شدن مدیریت به مؤثر و با کفایت عمل کردن [۱۵]، همچنین سرگرم کردن و مشغول کردن اعتبار دهندگان به مراقبت و نظارت بر شرکت است [۱۴].

از طرفی نیز هزینه بدهی نشان دهنده فشار وضعف مالی [۲۱]، نماینده بدهی [۱۹]، و تضاد نمایندگی بین مدیران و سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان یا بین گروه‌های مختلف سرمایه-گذاران است^۲. اما هنگامی که سرمایه‌گذاران مشغول تصمیم برای سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها و مؤسسات هستند، اعتبار دهندگان منحنی ریسک شرکت را ارزیابی می‌کنند. این منحنی ریسک بازده مورد انتظار اعتباردهندگان را تعیین می‌کند که این همان هزینه بهره شرکت است.

مطالعات پیشین یک رابطه مستقیم بین ریسک عدم توانایی پرداخت^۳ و هزینه بدهی نشان می‌دهد. به عبارت بهتر ریسک عدم پرداخت^۴ بالا هزینه بهره بالایی را به دنبال خواهد داشت [۱۱].

از طرف دیگر اعتبار دهندگان در برآورد ریسک عدم پرداخت، کیفیت حاکمیت شرکتی موجود در شرکت‌ها را مد نظر قرار می‌دهند. بنابراین، کیفیت حاکمیت شرکتی بر هزینه بدهی شرکت‌ها تأثیر دارد.

مدت زمانی است که حسابرسی باکیفیت به‌طور قابل ملاحظه‌ای مورد علاقه و توجه شرکا و تدوین کنندگان مقررات و دانشگاهیان است. مطالعات در حرفه حسابرسی در آمریکا

1. balancing the benefits and cost

2. agency cost of debt*

* این مسئله از نا همسویی منافع اعتبار دهندگان و سهامداران در گردش وجه نقد شرکت ناشی می‌شود.

3. Default risk

۴. ریسک عدم پرداخت به ناتوانی شرکت در باز پرداخت اصل و فرع بدهی و همچنین عدم توانایی در باز پرداخت سرمایه است.

نشان می‌دهد که چهار مؤسسه بزرگ بین‌المللی حسابرسی، خدمات حسابرسی با کیفیتی فراهم می‌کنند که اعتبار و آگاهی بخشی صورت‌های مالی را افزایش می‌دهند [۷][۱۶][۲۲]. این مطالعات تأثیر کیفیت حسابرسی بر اعتبار صورت‌های مالی گزارش شده در سراسر شرکت‌های آمریکایی را یکسان نشان می‌دهد. طبیعتاً این کیفیت حسابرسی موجب اطمینان بخشی به اعتبار دهندگان و سرمایه‌گذاران شده و ریسک اطلاعاتی آنان را کاهش و هزینه بهره شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۲. مبانی نظری پژوهش

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 سرمایه شان به کار می‌بندند، ارتباط تنگاتنگی دارد. نظام حاکمیت شرکتی مجموعه دستورالعمل‌ها، ساختارها، فرآیندها و هنجارهای فرهنگی است که شرکت‌ها با رعایت آن‌ها به اهداف شفافیت در فرآیندهای کاری، پاسخ‌گویی در مقابل ذی‌نفعان و رعایت حقوق ایشان دست خواهند یافت. مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی باعث کم شدن مشکلات نمایندگی در شرکت‌ها می‌شود. کیفیت این مکانیسم‌ها امری نسبی بوده و از شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است. کیفیت حاکمیت شرکتی فرض می‌شود که در تمام مراحل ایجاد ارزش^۱ در شرکت وجود داشته باشد [۹]. یکی از روش‌های ایجاد ارزش، کاهش هزینه‌های تأمین مالی در شرکت‌ها است. بنابراین، به نظر می‌رسد کیفیت حاکمیت شرکتی بر هزینه بدهی شرکت‌ها می‌تواند مؤثر باشد. تا امروز، پژوهش‌های زیادی، رابطه بین هزینه بدهی و حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی را بررسی کرده‌اند. اندرسون [۶] با استفاده از اطلاعات ۵۰۰ شرکت در دوره زمانی ۱۹۹۳ - ۱۹۹۸ دریافت که هزینه تأمین مالی از طریق بدهی به‌طور معکوسی به اعضا غیر موظف، اندازه هیئت مدیره،

1. Value creation process

اعضا غیر موظف کمیته حسابرسی و اندازه و تعداد جلسات هیئت‌مدیره بستگی دارد. مطالعات آن‌ها بر وضعیت اعتباردهندگان و بنابراین تفسیر قرارداد بدهی بر مبنای حسابداری متمرکز بود. به‌خصوص آن‌ها دریافتند که اعتباردهندگان به اثر بخشی نظارت‌ها و کنترل‌های کمیته حسابرسی و هیئت‌مدیره به‌عنوان یک منبع با قابلیت اطمینان بالا با توجه به درستی و صحت اعداد حسابداری، توجه دارند. در چارچوب انتظامی حاکمیت شرکتی اثر بخشی و کارایی مراقبت‌های اعمال شده نسبت به مدیران از طرف هیئت‌مدیره و از سوی دیگر از طرف سهامداران نهادی عمده سرچشمه می‌گیرد. افزایش این مراقبت‌ها احتمالاً موجب کنترل بهتر قدرت اختیاری مدیران و همچنین فرصت‌طلبی آن‌ها در انتقال ثروت به زیان اعتبار دهندگان می‌شود [۸] و این به نوبه‌ی خود موجب کاهش ریسک اعتبار دهندگان و هزینه بدهی می‌شود. پس به این ترتیب می‌توان گفت که کیفیت حاکمیت شرکتی با هزینه بدهی شرکت‌ها و همچنین با ریسک اعتبار دهندگان رابطه معکوس دارد.

از طرف دیگر اعتباردهندگان علاوه بر کیفیت حاکمیت شرکتی توجه خاصی به کیفیت اطلاعات مالی دارند. پیتمن و فورتن [۲۰] تأثیر شهرت حسابرس را بر هزینه بدهی شرکت‌های آمریکایی که در طی سال ۱۹۷۷ تا ۱۹۸۸ به شرکت سهامی عام تبدیل شده‌اند در طی ۹ سال پس از پذیرفته شدن این شرکت‌ها در بورس، بررسی کردند. آن‌ها دریافتند شرکت‌هایی که مؤسسات بزرگ حسابرسی را به‌خدمت گرفته‌اند، میانگین هزینه بدهی کمتری گزارش کرده‌اند. دوباره این یافته‌ها نشان می‌دهد، اعتبار دهندگان به شهرت و اعتبار حسابرس به‌عنوان معیاری از کیفیت حسابرسی و بنابراین به کیفیت صورت‌های مالی منتشر شده به‌وسیله شرکت‌هایی که به‌تازگی سهامی شده‌اند، حساس هستند. از طرفی از دیدگاه استفاده‌کنندگان خارجی کیفیت حسابرسی می‌تواند از طریق تعیین حسابرسان مستقل و شایسته حاصل شود. به‌طور معمول پذیرفته شده که مؤسسات حسابرسی مشهور در اغلب موارد خدمات متنوع و با کیفیتی ارابه می‌کنند [۱۰] و این می‌تواند فرآیند حسابرسی با کیفیت را به‌دنبال داشته باشد که در نهایت به ارابه اطلاعات و گزارشگری مالی با کیفیت منجر شود. گزارشگری مالی با کیفیت موجب اطمینان خاطر اعتبار دهندگان در تصمیم‌گیری و کاهش ریسک اطلاعاتی^۱ آن‌ها می‌شود. بنابراین، کیفیت

1. Information Risk

حسابرسی با هزینه بدهی شرکت‌ها و همچنین با ریسک اعتبار دهندگان رابطه معکوس دارد.

با توجه به مطالب فوق می‌توان نتیجه گرفت، مقوله کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی با هزینه بهره و نیز ریسک اعتبار دهندگان رابطه معکوس دارد. به عبارتی اعتبار دهندگان با توجه به کیفیت این دو عامل در مورد اعطاء یا عدم اعطاء اعتبارات به شرکت‌ها تصمیم‌گیری می‌کنند.

با وجود اینکه پژوهش‌های زیادی در بازارهای پیشرفته در اثبات این مدعا انجام شده، با این وجود در کشور ما به دلیل جدید بودن بحث حاکمیت شرکتی به این موضوع کمتر پرداخته شده است؛ بنابراین، در این پژوهش به دنبال آن هستند تا رابطه بین کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی به عنوان دو عامل تعیین کننده و هزینه بدهی را در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نماید.

پیشینه‌ی پژوهش

احمد پور و دیگران [۱] تأثیر مدیران غیر موظف و سرمایه‌گذاران نهادی به عنوان ابزارهای نظارتی حاکمیت شرکتی بر مدیریت سود را بررسی کردند. آن‌ها به دنبال این بودند که آیا این ابزارها می‌تواند رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت سود را محدود نماید یا خیر؟ نتایج بررسی آن‌ها نشان داد، وقتی انگیزه برای دستکاری سود بالاست مدیران غیر موظف و سرمایه‌گذاران نهادی عمده، نقش ضعیفی در کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی غیر عادی دارند.

نوروش و دیگران [۵] رابطه سازو کارهای نظام حاکمیت شرکت و هزینه نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. در این پژوهش هزینه‌های نمایندگی تابعی از تعامل بین فرصت‌های رشد شرکت و جریان نقد آزاد تعریف شده و از شاخص Q توین به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری فرصت‌های رشد استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان دهنده اعمال نفوذ مؤثر و فعال سرمایه‌گذاران نهادی بر تصمیم‌گیری‌های مدیریت شرکت و کاهش تضاد منافع بین مدیران و مالکان است.

استکی و دیگران [۲] رابطه بین کیفیت افشاء شرکت و هزینه بدهی را بررسی کردند. فرضیه اول پژوهش رابطه معکوس بین هزینه بدهی و کیفیت افشاء شرکت و فرضیه دوم رابطه قوی بین کیفیت افشاء و هزینه بدهی شرکت را در مواقعی که بازار بسیار بی‌ثبات بود،

بررسی می‌کرد. با تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، با سطح اطمینان ۹۵٪ فرضیه اول تأیید و فرضیه دوم نیز با اطمینان ۹۵٪ رد شد.

مشایخ و دیگران [۴] رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری شامل درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره و تعداد مدیران غیرموظف در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با توجه به آیین‌نامه اصول راهبری (در حال تصویب) را بررسی کردند. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های تلفیقی و روش رگرسیون حداقل مربعات ادغام شده، استفاده شده است. همچنین کیفیت سود با استفاده از معیار ارقام تعهدی مورد آزمون شده است. به‌طور کلی آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد، تعداد مدیران غیر موظف و درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره که از سازوکارهای اصول راهبری شرکت محسوب می‌شوند، در ارتقای کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس نقش مهمی ندارند.

بویان و دیگران [۱۸] مسایل نمایندگی و نقش حاکمیت شرکتی را بررسی کردند. آن‌ها به دنبال تعیین روابط مختلف نمایندگی و تعیین نقش مکانیسم‌های متعدد حاکمیت شرکتی همچون ساختار سهامداران و ترکیب هیئت مدیره و همچنین مسئولیت و وظیفه مدیران اجرایی و غیر اجرایی و نیز چگونگی افشاء اطلاعات مورد لزوم برای تصمیم‌گیری ذی‌نفعان، در کاهش مشکلات و مسایل نمایندگی بودند. آن‌ها دریافتند، هر یک از مکانیسم‌های گفته شده محدودیت‌های خاص خود را دارند. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که مکانیسم‌ها در کنار یکدیگر تأثیر دارند نه به تنهایی. ضمن اینکه با وجود مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی آن‌ها به وجود مسایل نمایندگی در شرکت‌ها پی بردند.

ژین چانگ و دیگران [۲۳] رابطه بین کیفیت و شهرت حساب‌برسان را با تصمیمات مالی در شرکت‌ها بررسی کردند. آن‌ها مدل و شواهدی ارائه کردند که نشان می‌داد کیفیت و شهرت حساب‌برسان بر تصمیمات مالی شرکت‌ها تأثیر دارد و نشان دادند که کیفیت بالای حساب‌برسی از تأثیر شرایط بازار بر تصمیمات مالی شرکت‌های مورد نظر و نیز ساختار سرمایه آن‌ها می‌کاهد.

فرضیه‌های پژوهش

از آنجایی که هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین هزینه بدهی و حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی است؛ در این مطالعه بررسی خواهد شد که آیا میزان حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی می‌تواند هزینه بدهی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران را کاهش بدهد؟ از آنجا که سیستم تأمین مالی در ایران عمدتاً مبتنی بر اعتبار و اعتبارگیری است، پس اهمیت موضوع از اینجا آشکار می‌شود که شرکت‌ها دنبال راهکارهایی هستند که هزینه تأمین مالی آن‌ها را کاهش دهد. آیا حاکمیت شرکتی قابل قبول و حسابرسی با کیفیت می‌تواند به‌عنوان راهکار انتخاب شوند و به کاهش هزینه‌های بدهی شرکت‌ها منجر شوند؟ در این صورت هدف کلی پژوهش بررسی رابطه بین حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی با هزینه بدهی شرکت‌ها است.

برای بررسی ارتباط بین شاخص‌های حاکمیت شرکتی، کیفیت حسابرسی و هزینه بدهی شرکت‌ها، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اصلی (۱) کیفیت حاکمیت شرکتی هزینه بدهی شرکت را کاهش می‌دهد.

۱-الف) بین نظارت کارای هیئت مدیره و هزینه بدهی رابطه معکوس وجود دارد. فرضیه گفته شده از طریق متغیر سهامداران کنترلی^۱ و تعداد اعضای غیر موظف و اندازه هیئت مدیره و متغیر مدیر عامل بودن رئیس هیئت مدیره آزمون می‌شود.

۲-الف) بین حضور سهامداران نهادی عمده در شرکت و هزینه بدهی رابطه معکوس وجود دارد.

فرضیه اصلی (۲) کیفیت حسابرسی با هزینه بدهی رابطه معکوس دارد.

روش پژوهش

روش مورد استفاده در این پژوهش، توصیفی و همبستگی _ رگرسیونی است. روش‌شناسی از نوع پس‌رویدادی است؛ بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود.

1. controlling shareholder

روش گردآوری اطلاعات

اطلاعات مربوط به مبانی نظری پژوهش از کتب و مقالات لاتین و فارسی جمع‌آوری شده و اطلاعات لازم جهت آزمون فرضیه‌ها با مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های مورد بررسی، گزارش فعالیت هیئت مدیره و نیز نرم‌افزارهایی از قبیل تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین گردآوری شده است. همچنین از نرم‌افزارهای Excel و Eviews برای محاسبات و تجزیه تحلیل‌های آماری استفاده شده است.

تجزیه تحلیل اطلاعات و تعریف متغیرها

در این پژوهش از داده‌های تلفیقی و مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی (مدل اثرات مشترک) استفاده شده است و همین‌طور جهت بررسی معنادار بودن الگوها از آزمون‌های آماری T، آزمون F، R^2 (ضریب تعیین)، آزمون دوربین واتسون استفاده شده است. بعد از برازش مدل توسط نرم‌افزار Eviews جهت بررسی وجود ناهمسانی از آزمون آرچ استفاده شد که نتایج بیانگر وجود ناهمسانی در داده‌ها بود و برای رفع این مشکل از روش رگرسیونی کمترین مجذورات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. همانگونه که در بخش‌های قبل بیان شد، در این پژوهش تأثیر کیفیت حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه بدهی شرکت‌ها اندازه‌گیری می‌شود. برای این منظور رابطه متغیرهای اندازه‌گیرنده‌ی معیارهای گفته شده پس از محاسبه در قالب مدل زیر آزمون می‌شود:

$$\text{Debt Cost} = \beta_0 + \beta_1 \text{Control} + \beta_2 \text{ResBrdSize} + \beta_3 \text{BrdInd} + \beta_4 \text{Dual} + \beta_5 \text{InstBlock} + \beta_6 \text{BigA} + \beta_7 \text{RoA} + \beta_8 \text{Current} + \beta_9 \text{IntCov} + \beta_{10} \text{LnAssets} + \beta_{11} \text{PPE} + \beta_{12} \text{Lev} + \beta_{13} \text{STDebt} + \varepsilon$$

متغیر وابسته

در این پژوهش هزینه بدهی (Debt Cost) شرکت‌های عضو نمونه آماری متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. هزینه بدهی به صورت نسبت مبلغ هزینه بهره پرداختی تقسیم بر مبلغ اقساط پرداختی در طی سال محاسبه می‌شود.

متغیرهای مستقل

در این پژوهش دو دسته از متغیرهای مستقل بررسی شده است: متغیرهای مستقل کیفیت حاکمیت شرکتی و متغیرهای مستقل کیفیت حسابرسی. شاخص‌های حاکمیت شرکتی شامل تعداد اعضای هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره)، نسبت اعضای غیرموظف در هیئت مدیره، وجود سهامداران کنترلی (دارای سهام بالای ۵٪)، مشترک بودن پست مدیرعاملی

و ریاست هیئت مدیره و سهامداران نهادی عمده (سهامداران نهادی دارای سهام بالای ۵٪) به عنوان شاخص‌های اصلی نشان دهنده کیفیت حاکمیت شرکتی انتخاب شدند. نحوه محاسبه این متغیرها به صورت زیر بوده است:

Control: متغیر موهومی (اگر شخص یا شرکتی مالکیت بیش از ۵۰٪ سهام دارای حق رأی شرکت را داشته باشد ۱ و در غیر این صورت صفر لحاظ شده است).

ResBrdSize: تعداد اعضاء هیئت مدیره.

BrdInd: نسبت اعضاء غیر موظف در هیئت مدیره.

Dual: متغیر موهومی (اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره نباشد ۱ و در غیر این صورت صفر لحاظ شده است).

InstBlock: متغیر موهومی (اگر سهامداران نهادی بیش از ۵٪ سهام عادی شرکت را دارا باشند ۱ و در غیر این صورت صفر لحاظ شده است).

متغیر مستقل دیگر در این پژوهش کیفیت حسابرسی (BigA) است که با مراجعه به پژوهش‌های مشابه اندازه مؤسسه حسابرسی به عنوان کیفیت حسابرسی انتخاب شده است. برای محاسبه این متغیر اگر حسابرس شرکت عضو نمونه آماری سازمان حسابرسی باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر لحاظ می‌شود.

متغیرهای کنترلی

RoA (نرخ بازده دارایی‌ها): به صورت نسبت سود خالص بر کل دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

Current: نسبت دارایی‌ها جاری به بدهی‌های جاری.

IntCov: نسبت سود قبل از بهره و مالیات به هزینه بهره.

LnAssets (اندازه شرکت): به صورت لگاریتم طبیعی دارایی‌ها شرکت‌های عضو نمونه اندازه‌گیری می‌شود.

Lev: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها.

PPE: نسبت ارزش دفتری دارایی‌ها ثابت مشهود به کل دارایی‌ها شرکت‌های عضو نمونه

STDebt: نسبت بدهی‌های کوتاه‌مدت (جاری) به کل بدهی‌ها

جامعه‌ی آماری و نحوه انتخاب شرکت‌ها

برای انتخاب جامعه‌ی آماری به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رجوع شده است؛ زیرا:

اولاً: اطلاعات شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران توسط حسابداران رسمی معتمد سازمان بورس و اوراق بهادار حسابرسی می‌شود؛ بنابراین، نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها از قابلیت اتکاء بالاتری برخوردار است.

ثانیاً: دسترسی به اطلاعات این شرکت‌ها نسبت به اطلاعات سایر شرکت‌ها آسان‌تر است. با توجه به مطالب بالا، داده‌های مورد نیاز پژوهش حاضر از اطلاعات واقعی شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران از طریق بانک‌های اطلاعاتی موجود و سایت رسمی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. نمونه‌های انتخابی شامل شرکت‌هایی است که:

۱. طی سال‌های مورد نظر تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 ۲. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، هلدینگ و لیزینگ) نباشند،
 ۳. سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 ۴. اطلاعات مورد نیاز آن‌ها در دسترس باشد.
- براساس معیارهای گفته شده و اعمال روش حذف سیستماتیک برای انتخاب نمونه‌ی آماری از جامعه‌ی آماری پژوهش تعداد ۱۱۹ شرکت به عنوان اعضای تشکیل دهنده نمونه‌ی آماری بین سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۷ انتخاب شدند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

هدف از این قسمت، ارائه داده‌های آماری معرف ویژگی‌های متغیرهای مورد مطالعه در میان شرکت‌های نمونه آماری است. در جدول ۱ آمار توصیفی متغیرها نشان داده شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای به کار رفته در پژوهش

میاتگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
۰.۱۷۶۶	۰.۱۳۴	۰.۲۸۷	۰.۱۲۴۵۹	۰.۲۳۲۷۵
۰.۵۳۵۳	۱	۱	۰	۰.۴۹۹۱۰
۰.۷۰۹۳	۰.۸	۱	۰.۲	۰.۱۷۷۸۳
۵.۰۴۹۴	۵	۷	۰	۰.۳۵۹۲۹
۰.۶۴۵۵	۱	۱	۰	۰.۴۷۸۷۰
۰.۹۸۳۱	۱	۱	۰	۰.۱۲۹۱۷
۰.۲۸۶۷	۰	۱	۰	۰.۴۵۲۵۵

آزمون فرضیه‌ها

همانگونه که در بخش ادبیات نظری پژوهش اشاره شد، مکانیسم حاکمیت شرکتی در این پژوهش از دو جنبه ساختار هیئت مدیره و سهامداران نهادی عمده شرکت‌های نمونه و کیفیت حسابرسی از منظر اعتبار و شهرت مؤسسه حسابرسی مورد توجه است. در ادامه به منظور بررسی تأثیر همزمان این عوامل در هزینه بدهی شرکت‌ها، متغیرهای مستقل مربوط به دو مقوله گفته شده از طریق جدول زیر بررسی می‌شود.

جدول ۲. نتایج آزمون مدل

			روش: GLS	متغیر وابسته: هزینه بدهی
Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	متغیر مستقل
۰.۰۳۲۲	۲.۱۴۶۲۲۳	۰.۰۲۸۴۲	۰.۰۶۰۹۹۷	مقدار ثابت
۰	۶.۰۳۴۲۹۴	۰.۰۰۲۹۵۶	۰.۰۱۷۸۳۵	مؤسسه حسابرسی بزرگ
۰	-۴.۵۲۲۷۹۶	۰.۰۲۱۷۵۸	-۰.۰۹۸۴۰۸	مدیرعامل بودن رئیس هیئت مدیره
۰.۰۴۱۲	۱.۸۷۴۷۸۹	۰.۰۰۷۲۸۵	۰.۰۱۳۶۵۸	اعضا غیر موظف نسبت
۰.۳۱۳۲	۱.۰۰۹۱۷۴	۰.۰۰۴۳۵۵	۰.۰۰۴۳۹۵	اندازه هیئت مدیره
۰.۵۷۹۲	۰.۵۵۴۸۱۸	۰.۰۰۳۰۴۹	۰.۰۰۱۶۹۲	سهامداران کنترلی
۰	-۵.۴۳۳۸۴۳	۰.۰۰۲۲۱۴	-۰.۰۱۲۰۲۹	سهامداران نهادی عمده
۰.۳۲۷۱۱۶	Mean dependent var		۰.۳۲۹۷۴۷	R-squared
۰.۲۴۹۷۹۴	S.D. dependent var		۰.۳۱۷۱۹۲	Adjusted R-squared
۲۶.۰۲۶۳۸۲	F-statistic		۰.۲۰۶۴۱	S.E. of regression
۰	Prob(F-statistic)		۱.۵۱۱۷۰۲	Durbin-Watson stat

همانگونه که از جدول بالا مشخص است، برآورد مدل بالا با رقم Prob(F-statistic) معادل ۰.۰۰۰۰۰۰ معنادار است؛ به عبارتی مدل بالا رابطه معناداری میان نظارت کارای هیئت مدیره، حضور سهامداران نهادی عمده، کیفیت حسابرسی و هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه نشان می‌دهد. همانگونه که انتظار می‌رفت، متغیر مستقل Dual دارای رابطه معنادار و معکوس با متغیر وابسته (هزینه بدهی) است. متغیر مستقل BRDIND نیز دارای رابطه معنادار است. بر اساس مطالب بالا می‌توان نتیجه گرفت، رابطه معنادار بین هزینه بدهی و عامل نظارت کارای هیئت مدیره که از طریق متغیر متفاوت بودن شخص متصدی پست مدیر عامل با رئیس هیئت مدیره، نسبت اعضای غیر موظف هیئت مدیره اندازه‌گیری می‌شود، وجود دارد. متغیر مستقل سهامداران نهادی Instblock نیز رابطه معنادار معکوس با متغیر هزینه بدهی (متغیر مستقل) دارد. نتایج برآورد مدل بیانگر آن است که بین حضور سهامداران نهادی و هزینه بدهی رابطه معکوس وجود دارد؛ به عبارتی حضور سهامداران نهادی اثر کاهشی بر هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه آماری دارد. همچنین متغیر مستقل مؤسسه حسابرسی بزرگ BigA دارای رابطه معنادار با متغیر وابسته (هزینه بدهی) است. نتایج مدل نشان می‌دهد، هزینه بدهی تحت تأثیر اعتبار و شهرت مؤسسه حسابرسی شرکت قرار می‌گیرد. در مجموع، براساس مجموعه مطالب بالا و نتایج آزمون مدل‌های مورد آزمون می‌توان نتیجه گرفت، هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه تحت تأثیر ویژگی‌های حاکمیت شرکتی آن‌ها قرار دارد. به عبارتی اعتبار دهندگان در اعطای اعتبار به کیفیت نظارت هیئت مدیره شرکت‌ها توجه دارند. میزان اعتبار و شهرت مؤسسه حسابرسی نیز در دیدگاه مثبت اعتباردهنده مؤثر است. به عبارتی اعتبار دهنده در تصمیم‌گیری نسبت به اعطای اعتبار یا تعیین میزان هزینه سرمایه برای اعتبارگیرنده به مؤسسه حسابرسی شرکت توجه دارد. بدون شک این وضعیت از نقش اعتبار دهی مؤسسات حسابرسی بزرگ و معتبر نشئت می‌گیرد. از طرفی حضور سهامداران نهادی به دلیل قدرت و توان تأثیرگذاری آن‌ها بر تصمیم اعتبار دهنده نقش مهمی در تعیین هزینه بدهی شرکت‌های عضو نمونه دارد.

نتیجه‌گیری

در این پژوهش ما به دنبال تأثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی بر هزینه بدهی هستیم. در واقع ما به دنبال این موضوع هستیم که آیا اعتبار دهندگان یا تأمین کنندگان

سرمايه به کیفیت سازو کار حاکمیت شرکتی و کیفیت حسابرسی شرکت‌های متقاضی اعتبار توجه دارند یا نه؟ کیفیت متغیرهای حاکمیت شرکتی در این پژوهش نشان دهنده‌ی میزان نظارت کارای اعمال شده به وسیله‌ی هیئت مدیره و سهامداران نهادی بر فرصت‌طلبی مدیریت شرکت از طریق انتقال منافع به زیان اعتبار دهندگان بوده و کیفیت حسابرسی نیز در میزان کیفیت اطلاعات گزارش شده توسط شرکت نمایان می‌شود. این دو مقوله بر ریسک عدم پرداخت و ریسک اطلاعاتی اعتبار دهندگان تأثیر گذار است. در این پژوهش از میان دو فرضیه اصلی و دو فرضیه فرعی، فرضیه فرعی مربوط به تأثیر معکوس سهامداران نهادی عمده بر هزینه بدهی تأیید شد. نتایج جدول شماره ۲ نشان می‌دهد، از بین متغیرهای مربوط به نظارت کارای هیئت مدیره، تنها نتایج متغیر مربوط به مدیر عامل بودن رئیس هیئت مدیره مطابق پیش‌بینی ما بوده است؛ یعنی تأثیری معکوس و معنادار بر هزینه بدهی داشته است. متغیر تعداد اعضای هیئت مدیره (اندازه هیئت مدیره) و سهامداران کنترلی برعکس پیش‌بینی فرض شده تأثیر معناداری بر هزینه بدهی ندارد. متغیر نسبت اعضاء غیر موظف هیئت مدیره مطابق با پیش‌بینی با هزینه بدهی رابطه معنادار دارد؛ ولی عکس فرض انجام شده این رابطه مستقیم است. با این توضیحات می‌توان گفت، نظارت کارای هیئت مدیره بر هزینه بدهی شرکت‌ها تأثیر آنچنانی ندارد. دلیل چنین نتیجه‌گیری آن است که از میان چهار متغیر نماینده نظارت کارای هیئت مدیره تنها متغیر متفاوت بودن شخص مدیر عامل و رئیس هیئت مدیره رابطه معنادار داشته است، که با توجه به اهمیت سه متغیر دیگر و محیط واقعی عملکرد شرکت‌ها نمی‌توان چندان به آن استناد کرد. نتایج فرض بالا مخالف نتایج پایوت [۹] است که معتقد هستند نظارت کارای هیئت مدیره باعث کاهش هزینه بدهی در شرکت‌های فرانسوی شده است. دلیل این امر ناشی از جایگاه ویژه ساز- و کار حاکمیت شرکتی نزد اعتبار دهندگان در تصمیم‌گیری نسبت به اعطا یا عدم اعطای اعتبار در کشورهای پیشرفته است. در حالی که در کشور ما عوامل دیگری در اعطای اعتبار مد نظر قرار می‌گیرد که به‌طور نسبی بر کیفیت حاکمیت شرکتی تأثیر می‌گذارد. همچنین وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران شرکت (به‌عنوان یکی از شاخص‌های حاکمیت شرکتی) تأثیری معکوس و معنادار بر هزینه بدهی داشته است. پس فرضیه مربوط مطابق پیش‌بینی ما تأیید شده است. نتایج فرض بالا موافق نتایج پایوت [۹] است که معتقد هستند وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران شرکت تأثیری معکوس و

معنادار بر هزینه بدهی دارد. دلیل این امر با استناد به ادبیات موضوع می‌تواند تا حد زیادی ناشی از قدرت چانه‌زنی سهامداران نهادی شرکت‌ها که اغلب از اشخاص حقوقی و حقیقی با پرنفوذ هستند باشد. امری که در کشورهای با سیستم تأمین مالی بانک محور پررنگ‌تر است. با این توضیحات و با استفاده از نتایج فرضیه‌های فرعی اول و دوم می‌توان نتیجه گرفت، کیفیت حاکمیت شرکتی (از طریق تأثیر نظارت حاصل از حضور سهامداران نهادی عمده) بر هزینه بدهی شرکت‌ها مؤثر است. همچنین نتایج جدول شماره ۲ نشان می‌دهد که با وجود پیش‌بینی‌های قبلی مبنی بر کاهش ریسک اطلاعاتی اعتبار دهندگان و به تبع آن کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها، استفاده از حساب‌رسان مشهور و دارای کار با کیفیت نه تنها موجب کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها نشده، بلکه این مقوله رابطه مستقیم و معنادار با هزینه بدهی را نشان می‌دهد. نتایج فرض بالا مغایر نتایج پژوهش پایوت [۹] است که معتقد هستند کیفیت حسابرسی تأثیری بر هزینه بدهی شرکت‌های فرانسوی ندارد. نتایج پژوهش ما از آن جهت با پژوهش گفته شده مغایرت دارد که با توجه به نتایج حاصل از تخمین مدل متغیر کیفیت حسابرسی رابطه مستقیم و معنادار با هزینه بدهی شرکت‌ها دارد. با توجه به نتایج بالا می‌توان گفت، با وجود اینکه سیستم تأمین مالی در ایران عمدتاً از طریق بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی و به صورت اعتبار در اختیار شرکت‌ها قرار می‌گیرد، با این وجود این سازمان‌ها اهمیت نسبی برای کیفیت مکانیسم‌های نظارتی برآمده از یک سیستم حاکمیت شرکتی خوب و مفید قائل هستند؛ ولی در ظاهر به نحوه و کیفیت گزارش‌ها و اطلاعات منتشر شده به وسیله‌ی شرکت‌ها اهمیت چندانی قائل نیستند.

پیشنهادها مبتنی بر نتایج پژوهش

به دلیل تأثیر وجود سهامداران نهادی عمده در ترکیب سهامداران شرکت‌ها (به عنوان یکی از متغیرهای مهم سازوکار حاکمیت شرکتی) بر هزینه بدهی، شرکت‌ها به دنبال تقویت این سازوکارها در ساختار خود باشند.

پیشنهادها برای پژوهش‌های آتی

بررسی تأثیر سایر اطلاعات مالی بر هزینه بدهی شرکت‌ها و نیز مواردی که به نحوی به کاهش انواع ریسک اعتباردهندگان و در نتیجه به کاهش هزینه بدهی شرکت‌ها مینجامد.

منابع

۱. احمدپور احمد. بررسی تأثیر مدیران غیر موظف و سرمایه‌گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود مبتنی بر مدل آستانه. پژوهش‌های حسابداری ۱۳۸۸؛ ۱۶(۵۸): ۱ - ۲۰.
۲. استکی احمد. بررسی رابطه بین کیفیت افشای شرکت و هزینه بدهی. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی؛ ۱۳۸۰.
۳. عبدالخلیق رشاد-ب، آجین کیا بیبین. پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش-شناختی. چاپ اول. انتشارات دانشگاه شیراز؛ ۱۳۷۹.
۴. مشایخ مهناز. بررسی رابطه بین کیفیت سود و برخی از جنبه‌های اصول راهبری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۵؛ ۴۵.
۵. نوروش ایرج. بررسی رابطه سازوکارهای نظام حاکمیت شرکت و هزینه نمایندگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه پژوهش‌های حسابداری ۱۳۸۸؛ ۵۵.
6. Anderson R.C., Mansi S.A, Reeb D.M. Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt, Journal of Accounting and Economics 2004; 37(3): 315-342.
7. Becker C, M.L Defond, J Jiambalvo, K.R, Subramanyam. The effect of audit quality on earnings management. Contemporary Accounting Research 1998; 15: 1-24.
8. Bhojraj S, Sengupta P. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors Journal of Business 2003; 76(3): 455-475.
9. Charles Piot. Corporate Governance, Audit Quality and the Cost of Debt Financing of French Listed Companies. Associate Professor - Montpellier Business School 2007.
10. De Angelo Auditor Size and Audi Quality Journal of Accountancy and economics 1981; 189-199 & 183-199.
11. Fischer E, Heinkel R, J Zechner. Optimal Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. Journal of Finance 1989; 44: 19-40.

12. Hanwen Chen, Jeff Z.chen. Effects of Audit Quality on Cost of Equity Capital and Earnings Management Evidence from China, university of Houston and Xiamen University 2008.
13. Jasperblom, Marc B.j.schauten. Corporate governance and the cost of debt. Erasmus university Rotterdam, faculty of economics 2006.
14. Jensen, M. W. Meckling. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 1976; 3: 305-360.
15. Jensen Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 1986; 76: 323-339.
16. KHURANA I. K, K. K RAMAN. Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries. *The Accounting Review* 2004; 79: 473-495.
17. Kraus A, R. Litzenberger. A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance* 1973.
18. Md Hamid, Ullah Bhuiyan, Pallab Kumar Biswas. Agency Problem and the Role of Corporate Governance. Md. Hamid Ullah Bhuiyan, University of Dhaka and Pallab Kumar Biswas, Eastern University 2006.
19. Myers S. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* 1977.
20. Pittman J.A, Fortin S. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics* 2004; 37: 113-136.
21. Scott J.H. A theory of optimal capital structur. *Bell Journal of Economics* 1976; 7: 33-54.
22. TEOH, S.H, T.J. WONG. Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review* 1993; 68: 346-367.
23. Xin Chang, Sudipto Dasgupta, Gilles Hilary. The Effect of Auditor Quality on Financing Decisions, Hong Kong University of Science and Technology 2008.