

تاثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت

امید هادی^۱

نگین واحد^۲

چکیده

توانایی مدیریت یکی از متغیرهای تاثیرگذار بر عملکرد مالی و تداوم فعالیت است که می‌تواند منجر به بهبود سرمایه گذاری و عملکرد مالی شود. با توجه به تاثیر بسزایی که توانایی مدیریت در بهبود ارزش شرکت و سرمایه‌گذاری دارد و با در نظر گرفتن نقش با اهمیتی که در وضعیت مالی ایفا می‌کند، مدیریت شرکت می‌تواند با توانایی های خود، سیاست های مناسب در جهت عملکرد مالی و سرمایه گذاری تدوین کند. بنابراین هدف این پژوهش ، بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت می باشد. بدین منظور از جامعه آماری که کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تشکیل می دهد با استفاده از روش حذف سیستماتیک ۱۰۰ شرکت به عنوان نمونه در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸ انتخاب شد و بعداز گردآوری داده-ها با استفاده از نرم افزار آماری استاتا نسخه ۱۵ فرضیه های پژوهش مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج بدست آمده از آزمون فرضیه ها نشان داد بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه منفی و معنی داری وجود دارد، اما در بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت نتیجه معنی داری یافت نشد.

کلیدواژه ها: توانایی مدیریت، ساختار سرمایه، ارزش شرکت

مقدمه

مدیران دارای توانایی بالا ، قدرت درک بهتری از شرایط داخلی و خارجی شرکت داشته و از قدرت برآورد بالایی در رابطه با ارقام تعهدی برخوردارند. مدیران توانا علاوه بر برآوردهای با کیفیتی که انجام می دهند، به واسطه شناخت و قدرت درک خود، پروژه های سودآور را شناسایی کرده و با سرمایه گذاری در آنها جریان های نقدی عملیاتی را نیز بهبود می بخشند(دمیرجیان و همکاران، ۲۰۱۳). اهمیت مدیریت به حدی است که در هنگام مواجهه با بحران، بنیانگذاران واحدهای بازرگانی و صنعتی، با جذب مدیران توانمند، زمینه را برای آغاز دوره تکامل بعدی، یعنی رشد از طریق هدایت فراهم می آورند. بعضی معتقدند که خود کارکنان قادرند وظایف مدیریت را نیز انجام دهند و به واحد مدیریت جدا و مستقل نیاز ندارند. ولی هنوز مورخین و جامعه شناسان، نهادی را نیافته- اند که بدون داشتن سلسله مراتب اداری پایدار مانده باشد(گلوئیک، ۱۹۹۹). به علاوه بسیاری از صاحب نظران، موفقیت و شکست نهادها را ناشی از تفاوت در نحوه مدیریت آنها می دانند. به اعتقاد پیتر دراکر، عضو اصلی و حیات بخش

^۱ . کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی ،omid.pishraft400@gmail.com

^۲ . کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه شهید اشرفی ،ne.vahed1994@gmail.com

هر سازمان، مدیریت آن است (دراکر، ۲۰۰۶). هارولد کونتز، مدیریت را مهمترین زمینه فعالیتی انسان می داند و معتقد است که وظیفه اصلی مدیران در همه سطوح و همه نهادهای اجتماعی این است که محیطی را طراحی، ایجاد و نگهداری کنند که اعضای سازمان بتوانند با فعالیت و همکاری گروهی در آن، به اهداف معین خود دست یابند (کونتز و دیگران، ۲۰۱۰). انتظار بر این است که با افزایش توانایی مدیریت، ارزش بنگاه اقتصادی بیشتر شود. در واقع، بنگاه اقتصادی که به وسیله مدیر کارآمدی اداره می شود دارای ارزش بیشتری نزد سرمایه گذاران خواهد بود. جامنر و پاگلیس (۲۰۰۵) و جامنر و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود بیان کردند که بنگاه اقتصادی با مدیر توانا، نامتقارنی اطلاعات کمتری داشته و سرمایه گذاران ارزش چنین شرکتی را به خوبی درک می کنند. به عبارت دیگر، مدیران توانا تر قادرند از طریق کاهش نامتقارنی اطلاعات، ارزش ذاتی شرکت را بهتر به سرمایه گذاران منتقل کنند. بنابراین چنین شرکتی از اهرم مالی خود کاسته و در هنگام تامین مالی به افزایش سرمایه روی خواهند آورد. در چنین حالتی فرضیه ارزش-فرانشیز مطرح می شود، به این معنی که شرکت های با مدیران توانا تر از کارایی بالاتری برخوردار بوده و حاضر نیستند با افزایش بدهی ها، سودها و ارزش فرانشیز آینده خود را با خطر مربوط به هزینه های ورشکستگی و بحران مالی مواجه سازند. در مقابل فرضیه مذکور، فرضیه خطر-کارایی مطرح می شود. این فرضیه بیان می دارد که شرکت های با مدیران توانا تر، به احتمال بیشتری بازده بالاتری کسب می کنند و این بازده بالاتر می تواند به عنوان سپری در مقابل خطر پرتفوی عمل کند. لذا، چنین شرکت هایی وضعیت بهتری برای استفاده از بدهی به جای افزایش سرمایه دارند. براساس این فرضیه، شرکت های با مدیران توانا تر و به دنبال آن کارا تر، اهرم مالی بالاتری خواهند داشت چراکه در این شرایط انتظار بر این است که هزینه های ورشکستگی و بحران مالی کمتر باشد (مارگاریتز و پسیلاکی، ۲۰۱۰).

مدیران به عنوان نمایندگان صاحبان سهام باید تلاش نمایند ساختار سرمایه شرکت را به گونه ای تنظیم کنند که هزینه سرمایه شرکت را به حداقل رسانده و در نتیجه ارزش شرکت و ثروت سهامداران حداکثر گردد. هزینه سرمایه ضمنی یکی از مهم ترین و کلیدی ترین ابزارها در بسیاری از تصمیم گیری های مدیریتی است و عبارت است از نرخ بازدهی که در آن شرکت باید از سرمایه گذاری های خود به دست آورد تا بتواند انتظارات سرمایه گذارانی که وجوه بلندمدت شرکت را فراهم آورده اند تأمین کند. سرمایه عنصر حیاتی و مهمی در شکل گیری فعالیت های اقتصادی و بهره برداری از آن به شمار می رود، اگر سرمایه در اختیار نباشد هیچ گونه فعالیت اقتصادی را نمی توان پایه گذاری کرد. به طور کلی شرکت ها از دو طریق به تأمین مالی جهت دستیابی به سرمایه مورد نظر خود می پردازند؛ یکی از طریق آورده های سهامداران که مالکان شرکت محسوب می شوند؛ سهامداران در مقابل تأمین سرمایه شرکت انتظار بازدهی دارند که شامل تغییر قیمت سهام و منافع حاصل از مالکیت نظیر سود سهام می باشد. استفاده از بدهی و وام روش دیگری برای تأمین مالی است. بستانکاران در مقابل تأمین سرمایه انتظار بازپرداخت اصل و بهره مبلغ وام را دارند. مدیر مالی باهدف حداکثر سازی ثروت، ترکیبی از این دو روش را بکار می گیرد و ساختار سرمایه شرکت شکل می گیرد. محیطی که شرکت ها در آن فعالیت می کنند، محیطی در حال رشد و بسیار رقابتی است و شرکت ها برای ادامه حیات، مجبور به رقابت با عوامل متعدد در سطح ملی و بین المللی و بسط فعالیت های خود از طریق سرمایه گذاری جدید هستند و برای ادامه حیات و سرمایه گذاری احتیاج به منابع مالی دارند.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

بازار سرمایه در هر کشوری دو کارکرد اساسی دارد، نخست فراهم نمودن بستری برای سرمایه گذاری و مدیریت ریسک توسط سرمایه گذاران و دوم ایجاد سازوکارهایی به منظور تأمین مالی بنگاهها. تأمین منابع مالی برای سرمایه گذاری های مورد نیاز



شرکت توسط ابزارهای مختلف تامین مالی صورت میگیرد که هرکدام با توجه به شرایط اقتصادی و وضعیت حاضر شرکت نتایج خاص خود را دارد.

اتخاذ تصمیم برای سیاستهای تأمین مالی به عهده مدیران است. مدیران با توجه به ویژگیها داخلی و شرایط خارج از شرکت : شرایط اقتصادی، نرخهای بهره، تورم وقوانین دولتی اقدام به تأمین مالی میکنند. مدیرانی که توانمند هستند به واسطه توانایی های ذاتی خود میتوانند به سرعت از نوع صنعت، استراتژیهای سازمانی، ضرورتهای اقتصادی، رقابت، متغیرهای کلان اقتصادی (همچون نرخ بهره و تورم) شاخص های مالی (همچون شیوه های تامین مالی، ریسک تجاری، ریسک مالی، ریسک اعتباری و ریسک سیاسی) شناخت کافی به دست آورده و به واسطه شناخت و قدرت درک خود بهترین روش تأمین مالی ، که کمترین هزینه مالی را برای شرکت به همراه دارد انتخاب نماید و با سرمایه گذاریهای مناسب جریانهای نقدی را بهبود بخشند. اگرچه همه موافق اهمیت توانایی یک مدیر در یک شرکت هستند؛ اقتصاد سنتی به جایگاه ویژه مدیریت در شرکتهای مهمی نمی دهد. در گذشته پژوهش هایی برای بررسی اثرات توانایی مدیریت نسبت به کارایی شرکت، مهارت و استعدادهاى مدیریت توسط دمیرجیان و همکاران (۲۰۱۲) صورت گرفته است. با وجود این فرض که مدیران عمدتاً به دنبال اهداف مشابهی هستند، تاثیر توانایی مدیریت بر سیاستها و ارزش شرکت نادیده گرفته شده است. در این اواخر تعداد انگشت شماری این مفهوم را به چالش کشیده اند و شروع به رسمیت شناختن تاثیر توانایی مدیران بار عملکرد و سیاستهای شرکت کرده اند. با بهره گیری از دو دستاورد بزرگ و مفید انقلاب صنعتی، یعنی سازماندهی و همکاری، نخستین شرکت های سهامی شکل گرفت که مسئولیت صاحبان سهام آنها محدود به مبلغ سرمایه گذاریشان بود. این قالب نوین، راه حل مناسبی برای تأمین سرمایه های کلان و توزیع مخاطرات تجاری بود. از آن زمان تاکنون، در بیشتر موارد، قدرت و اختیار تصمیم گیری در شرکت های سهامی، اغلب در اختیار مدیرانی است که با منافع گروه های برون سازمانی، به ویژه سهامداران، تضاد منافع دارند. این تضاد منافع که نتیجه تفکیک مالکیت از مدیریت است، از زمان های گذشته توجه بسیاری را به خود معطوف داشته است. پژوهش های متعددی در زمینه شناسایی مشکلات ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت انجام شده و پژوهشگران به ریشه یابی دلایل تضاد منافع مدیران و سهامداران پرداخته اند. در جهت تعدیل تضاد منافع، معیارهایی برای ارزیابی عملکرد مالی شرکت و ارائه مبنایی برای تعیین میزان پرداخت های انگیزشی به آنها براساس نتایج این ارزیابی ها ابداع و مورد استفاده قرار گرفته است. از طرف دیگر مدیران توانمند نقش بسزایی در ساختار سرمایه و ارزش شرکت دارند لذا نویسندگان مقاله را بر آن داشت تا این تحقیق را در ایران و با توجه به داده های شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تبیین نمایند.

علی نژاد ساروکلائی و تارقی(۱۳۹۶) تاثیر توانایی مدیریت بر سیاستهای تامین مالی را بررسی کردند. آنها صورتهای مالی سالهای ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ برای ۱۳۳ شرکت را مورد تحلیل و بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که توانایی مدیریت صرفاً با اهرم مالی ارتباط مثبت و معنادار داشته است که می تواند نشان دهنده این موضوع باشد که مدیرانی که از توانایی مدیریتی بالایی برخوردارند به جهت انجام سرمایه گذاریهای سودآور و بالا نشان دادن توانایی های خود به سمت استفاده از اهرم مالی حرکت می کنند.

دلخوش و فرخی(۱۳۹۵) نقش توانایی مدیریت در پیش بینی بحران مالی را بررسی کردند. بدین منظور اثر توانایی مدیریت بر پیش بینی بحران مالی با استفاده از داده های ۱۲۲ شرکت طی دوره ۵ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان سال ۱۳۹۲ ، به کمک رگرسیون خطی ارزیابی شده است . برای اندازه گیری توانایی مدیریت از مدل دمیرجیان و همکاران(۲۰۱۲) و بحران مالی از مدل

پیش بینی بحران مالی آلتمن استفاده شده است. نتایج پژوهش حاضر نشان داد بین توانایی مدیریت سالیاری با بحران مالی سال آتی رابطه معنی داری وجود دارد.

کریمی و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تاثیر متغیرهای اقتصادی و حسابداری بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش مزبور که با استفاده از اطلاعات ۱۴۳ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ انجام شده بود نشان داد که نرخ ارز، میزان اعتبارات بانکی، سود سهام پرداختی، نسبت بدهی کوتاه مدت و بلند مدت بر ساختار سرمایه رابطه مثبت دارند و بین متغیرهای نرخ تورم، تولید ناخالص ملی، نرخ بهره با ساختار سرمایه رابطه منفی وجود دارد.

بحری ثالث و بایوردی (۱۳۹۴)، به بررسی تاثیر توانایی مدیریتی بر کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۲ می باشد که در این راستا ۱۲۰ شرکت به روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. در این پژوهش برای کیفیت سود از سه مدل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود و توان پیش بینی سود استفاده شده و یافته های ناشی از پژوهش حاکی از آن بود که توانایی مدیریتی بر کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر دارد.

آندرو و همکاران (۲۰۱۳)، به بررسی توانایی های مدیریتی و عملکرد شرکت شواهدی از بحران مالی جهانی پرداختند. همچنین در پژوهش خود نشان دادند توانایی مدیریت دارای ارتباط مثبت و معنی داری با عملکرد شرکت است. آنها همچنین نشان دادند توانایی مدیریت دارای رابطه منفی و معنی دار با عدم تقارن اطلاعاتی است.

سیاو و چو (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر بهبود سطح نگهداشت وجه نقد پرداختند. آنان دریافتند که توانایی مدیریت در بالا نگهداشتن سطح وجه نقد برای شرکتها باعث افزایش فرصت های سرمایه گذاری می شود. به علاوه شرکت هایی که دارای توانایی مدیریت بالایی هستند، می توانند وجه نقد شرکت را در بهترین فرصت های سرمایه گذاری استفاده کرده و منجر به بهبود عملکرد شرکت شوند.

میشرا (۲۰۱۴)، به بررسی توانایی مدیر عامل، مهارت های مدیریتی مدیر عامل شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام سرمایه پرداخت. در این پژوهش، از یک شاخص افزایشی در مهارت های مدیریتی به عنوان یک شاخص برای توانایی مدیریت استفاده شد، نتایج نشان داد که سرمایه گذاران خواهان بازده بیشتری از شرکت هایی می باشند که مدیران اجرائی آنها دارای توانایی بالاتری می باشند. همچنین توانایی مدیریتی ممکن است دارای هزینه ناهمگن از مفاهیم حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی با سطوح مختلف سرمایه سازمانی باشد، چرا که شرکت هایی با سرمایه سازمانی بالا دارای درجه بالاتری از دارایی های نامشهود، مانند سرمایه انسانی می باشد. اثرات مشوق ها ممکن است بیشتر در شرکت هایی که دارای سطح بالایی از مشکلات شرکتی و کیفیت ضعیف حاکمیتی باشند تشدید شود. همچنین نشان دادند که بازده مورد انتظار سرمایه گذاران به طور قابل توجهی با توانایی مدیریت در شرکت هایی با سطح بالایی از هزینه های جریان های نقدی آزاد و با حاکمیت ضعیف شرکتی افزایش می یابد.

چن و همکاران (۲۰۱۵)، به بررسی توانایی مدیریتی تسهیلی در موفقیت نوآوران شرکت پرداختند و در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند که توانایی مدیران یکی از اجزای اصلی موفقیت در تصمیم گیری های نوآوری بوده و دارای ارتباط مثبتی با ارزش بازار

³ . Mishra

⁴ .Chen,et.al

شرکت هاست. پاتائوتیسیس و همکاران (۲۰۱۶) به بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر سرمایه گذاری شرکت در دوران بحران پرداختند. نتایج پژوهش ها نشان داد که توانایی مدیریت می تواند در پیش بینی بحران مالی سال آینده تاثیر داشته باشد.

روش تحقیق

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع توصیفی- تحلیلی می باشد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی-استقرایی صورت خواهد گرفت. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی انجام می گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه ای کتابخانه ای و تحلیلی- علمی بوده و مبتنی بر تحلیل داده های تابلویی (پانل دیتا) نیز می باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی-تحلیلی قلمداد می شود.

جامعه آماری پژوهش حاضر کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸) می باشد و روش نمونه گیری از نوع تصادفی با شیوه حذف سیستماتیک بوده است و در تجزیه و تحلیل داده ها مد نظر محقق قرار داده می شود. شرایط زیر برای انتخاب نمونه مد نظر قرار گرفته است:

به دلیل قابلیت مقایسه صورتهای مالی، سال مالی آن ها به ۱۲/۲۹ هر سال ختم شود. در طول دوره پژوهش، تغییر در دوره (سال) مالی نداشته باشند، تا نتایج عملکرد مالی آنان، با یکدیگر قابل مقایسه باشند. داده های مورد نیاز جهت متغیرهای پژوهش در طول دوره زمانی مورد بررسی موجود باشند، تا در حد امکان بتوان محاسبات را بدون نقص انجام داد. نماد معاملاتی آنها در بورس، بیش از سه ماه بسته نشده باشد، زیرا در این تحقیق از قیمت سهام شرکت ها استفاده می شود. جزء بانک ها و مؤسسات مالی (شرکتهای سرمایه گذاری، واسطه گری مالی، شرکتهای هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشد، زیرا ماهیت مدیریت، فعالیت ها و گزارشگری مالی در آن ها متفاوت است.

در نتیجه اعمال شرایط و ملاحظات در نمونه گیری حذفی سیستماتیک ۱۰۰ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمونها انتخاب شدند. دوره تحقیق ۶ سال متوالی می باشد بنابراین حجم نهایی نمونه ۶۰۰ سال-شرکت می باشد.

فرضیه ها و متغیرهای تحقیق

۱- توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تاثیر دارد.

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 ability_{i,t} + \beta_3 Lev_{it} * ability_{i,t} + \beta_4 FSize_{it} + \beta_5 FAGE_{it} + \beta_6 MB_{it}$$

۲- بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

$$FP_{it} = \beta_0 + \beta_1 Lev_{it} + \beta_2 FSize_{it} + \beta_3 FAGE_{it} + \beta_4 MB_{it}$$

متغیر وابسته

توانایی مدیریت

شاخص قدرت مدیرعامل (MA Score): بر اساس الگوی دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) محاسبه می گردد. در این روش در مرحله نخست کارایی شرکت ها بوسیله روش تحلیل پوششی داده ها محاسبه می شود.

تحلیل پوششی داده ها: یک تکنیک ریاضی مبتنی بر برنامه ریزی خطی است که می تواند با استفاده از یک مجموعه چندتایی از متغیرهای ورودی و خروجی، کارایی یک گروه از واحدهای مورد بررسی را تعیین کند.

$$\text{کارایی} = \frac{\text{مجموع وزندار خروجی ها}}{\text{مجموع وزندار ورودی ها}}$$

بر اساس دستورالعمل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) برای محاسبه کارایی، امتیاز کارایی شرکت^۵ به عنوان معیار کارایی، با استفاده از فروش شرکت (داده خروجی در مدل)، و بهای تمام شده ی کالای فروش رفته؛ دارایی های نامشهود؛ هزینه های فروش و اداری، خالص دارایی های ثابت (داده ورودی مدل)، به وسیله نرم افزار تحلیل پوششی داده ها (DEA) برای هر شرکت محاسبه می گردد. کارایی کل منابع شرکت (Total Efficiency) از رابطه زیر اندازه گیری می شود:

$$\text{Total EFFICIENCY} = \frac{\text{Sales}}{v_1 \text{CoGS} + v_1 \text{S\&AE} + v_1 \text{PPE} + v_1 \text{OtherInta}}$$

که در آن:

Sales: فروش کل شرکت i در سال t

CoGS (Cost of Goods Sold): بهای تمام شده ی کالای فروش رفته

OtherInta (Other Intangible Assets): دارایی های نامشهود

S&AE (Selling and Administrative Expenses): هزینه های فروش و اداری،

Net PP&E (PPE): خالص دارایی های ثابت،

V1: ضریب متغیر

عدد یک مربوط به شرکت هایی با کارایی قوی و اعداد کمتر از یک (تا صفر) مربوط به شرکت هایی با درجه کارایی ضعیف است. در مرحله بعد بر اساس روش دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) رابطه رگرسیونی زیر به کمک رگرسیون لجستیک در نرم افزار آماری Eviews برازش داده می شود. در این مدل رگرسیونی ویژگی هایی از شرکت ها همچون کل دارایی های شرکت، سهم بازار شرکت، جریان های نقدی عملیاتی، سن شرکت، نسبت فروش شرکت های فرعی (وابسته) به فروش کل شرکت، لحاظ نمودن نرخ تسعیر ارز در صورت سود و زیان جامع و متغیری مجازی جهت کنترل سال در شرکت در مقابل کارایی شرکت بررسی می شوند. بر اساس تحلیل رگرسیون حاصل باقی مانده از این معادله رگرسیونی همان کارایی (توانایی) مدیریت است که به عنوان متغیر مستقل در این پژوهش هدف گذاری شده است.

$$\text{Firm Efficiency}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{Ln}(\text{Total Assets})_{it} + \beta_2 \text{Market Share}_{it} + \beta_3 \text{OCF Indicator}_{it} + \beta_4 \text{Ln}(\text{Age})_{it} + \beta_5 \text{Business Segment Concentration}_{it} + \beta_6 \text{Foreign Currency Indicator}_{it} + \beta_7 \text{Year}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Ln(Total Assets): لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت i در سال t

Market Share: سهم بازار، به صورت نسبت فروش شرکت i در سال t به فروش صنعت در سال t

⁵ Firm Efficiency

⁶ Data Envelopment Analysis (DEA)

OCF Indicator: در این تحقیق شاخص جریان وجوه نقدی عملیاتی برای شرکت i در سال t از صورت جریان وجوه نقد استخراج و مورد استفاده قرار می‌گیرد. جریان وجوه نقدی عملیاتی عبارت است از جریان نقد ورودی و خروجی ناشی از فعالیت های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری و نیز آن دسته از جریان های نقدی که ماهیتاً به طور مستقیم قابل ارتباط با سایر طبقه های جریان های نقدی صورت جریان وجوه نقد نمی‌باشند.

$\ln(\text{Age})$: لگاریتم طبیعی سن شرکت i در سال t .

Business Segment Concentration: نسبت فروش شرکت های فرعی (وابسته) به فروش کل شرکت i در سال t . اگر شرکتی، واحد وابسته نداشت مقدار آن در معادله یک فرض می‌شود.

Foreign Currency Indicator: اگر شرکت i در سال t در صورت سود و زیان جامع، نرخ تسعیر ارز را لحاظ نموده باشد مقدار آن یک در غیر این صورت مقدار آن صفر فرض می‌شود.

Year: متغیری مجازی جهت کنترل سال در شرکت i در سال t .

ε : عبارت است از باقی مانده مدل فوق که بر اساس تعریف دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) همان میزان قدرت مدیرعامل شرکت i در سال t می‌باشد.

۸

متغیر مستقل

الف) ساختار سرمایه

LEV_{it} : بیانگر ساختار سرمایه (اهرم مالی) است که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل داراییها محاسبه می‌شود.

ب) ارزش شرکت

Firm_Performance: بیانگر ارزش شرکت بوده که از طریق معیار بازده دارایی‌ها (نسبت سود قبل از بهره و مالیات بر کل دارایی های شرکت) محاسبه می‌شود.

متغیر کنترلی

FSIZE: شاخص اندازه شرکت (در این پژوهش برای سنجش اندازه شرکت، از لگاریتم طبیعی ارزش بازار سرمایه شرکت i در پایان سال t استفاده خواهد شد).

FAGE: بیانگر عمر شرکت؛ که از طریق لگاریتم طبیعی سال‌های پذیرش در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می‌شود. رشد (MB): بیانگر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد.

آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۱ آمار توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۰۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۶ ساله (۱۳۹۳ تا ۱۳۹۸) می‌باشد.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	واریانس	چولگی	کشیدگی	کمترین	بیشترین
توانایی مدیریت	۵۸۲	۰/۰۵۹	۰/۱۳۷۷	۰/۰۱۸۹	۰/۰۷۰۲	۴/۶۵۲۱	-۰/۳۳۹	۰/۳۷۲۹
ساختار سرمایه	۵۸۲	۰/۶۱۳۹	۰/۲۷۶۱	۰/۰۷۶۲	۴/۰۷۵۳	۵/۰۸۹۹	۰/۰۹۰۱	۴/۰۰۲۷
ارزش شرکت	۵۸۲	۰/۰۵۶۱	۰/۱۸۱۰	۰/۰۳۲۷	-۰/۷۰۲۰	۷/۶۷۰۲	-۱/۰۶۳۲	۰/۶۲۱۶
سن شرکت	۵۸۲	۳/۰۶۰۸	۰/۵۶۳۸	۰/۳۱۷۹	۰/۰۸۵۴	۱/۸۰۸۹	۱/۷۹۱۷	۴/۰۷۷۵
اندازه شرکت	۵۸۲	۱۴/۴۲۰۷	۱/۵۳۷۰	۲/۳۶۲۵	۰/۸۰۸۵	۳/۴۱۰۸	۱۰/۹۸۸۴	۱۸/۸۶۳
رشد شرکت	۵۸۲	۰/۲۴۳۷	۰/۲۰۵۴	۰/۰۴۲۲	۱/۶۵۷۱	۶/۸۳۱	۰	۱/۲۳۹۱

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اندازه شرکت برابر با (۱۴/۴۲۰۷) می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای اندازه شرکت برابر با ۱/۵۳۷۰ و برای توانایی مدیریت برابر است با ۰/۱۳۷۷ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. اگر واریانس صفر باشد تمامی نمونه‌ها دارای مقدار یکسانی هستند. هر چه واریانس بزرگتر باشد مقدار پراکندگی مشاهدات بیشتر است. مشاهده می‌شود متغیر اندازه شرکت دارای بیشترین مقدار واریانس است، بنابراین بیشترین پراکندگی را نسبت به سایر متغیرها دارد. در علم آمار چولگی معیاری از تقارن یا عدم تقارن تابع توزیع می‌باشد. برای یک توزیع کاملاً متقارن چولگی صفر و برای یک توزیع نامتقارن با کشیدگی به سمت مقادیر کوچکتر مقدار چولگی منفی است. در بین متغیرهای پژوهش، متغیر ارزش شرکت برابر با -۰/۷۰۲۰ می‌باشد که دارای کمترین مقدار چولگی است بنابراین نسبت به سایر متغیرها به توزیع نرمال نزدیکتر است. کشیدگی نشان‌دهنده ارتفاع یک توزیع است. به عبارت دیگر کشیدگی معیاری از بلندی منحنی در نقطه ماکزیمم است. کشیدگی مثبت یعنی قله توزیع مورد نظر از توزیع نرمال بالاتر و کشیدگی منفی نشانه پایین تر بودن قله از توزیع نرمال است. متغیر سن شرکت با ۱/۸۰۸۹ دارای کمترین مقدار کشیدگی است بنابراین به لحاظ کشیدگی، در بین متغیرهای پژوهش، سن شرکت به توزیع نرمال نزدیکتر است.

نرمال بودن مقادیر خطا

مقادیر خطا باید طبق مفهوم رگرسیون کاملاً تصادفی باشد. در صورتی که مقادیر خطاهای مدل تصادفی باشد میانگین خطاها در سطح مقادیر مختلف متغیر مستقل باید برابر صفر باشد. به بیان دیگر، توزیع خطاهای مدل باید نرمال (با میانگین صفر و واریانس متنهایی) باشد. چنانچه توزیع مقادیر خطا در مدل نرمال نباشد، نتیجه می‌شود که سایر عوامل به صورت تصادفی بر بازده سهام تاثیر گذار نیستند. لذا، نتایج رگرسیون چندان قابل اتکا نخواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول ۲: نتایج آزمون شاپیرو ویلک (برای جملات خطا)

نام متغیر	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
توانایی مدیریت	۱۱/۰۱۲	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
ارزش شرکت	۷/۵۹۱	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اهرم مالی	۱۰/۷۸۳	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
رشد شرکت	۹/۶۸۵	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
اندازه شرکت	۷/۴۱۱	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
عمر شرکت	۶/۹۰۵	۰,۰۰۰	توزیع نرمال ندارد
نرمال بودن مقادیر خطا			
مدل ۱	۴/۳۷۷	۰/۹۲۸	نرمال بودن
مدل ۲	-۰/۸۲۴۰	۰/۲۰۵۰	نرمال بودن

طبق نتایج آزمون شاپیرو ویلک، مشاهده می‌شود که سطح معناداری در هر دو مدل بیشتر از ۵ درصد می‌باشد و بیانگر نرمال بودن توزیع خطاهای باقی مانده در مدل‌های رگرسیونی فوق می‌باشد.

آزمون F لیمر (چاو) و آزمون هاسمن^۷

آزمون اف لیمر برای تشخیص بین الگوهای اثرات مفید و داده‌های تابلویی (اثرات ثابت) صورت می‌گیرد. فرض‌های مربوط به آزمون چاو به شرح زیر است:

فرضیه صفر (H0): همه ی عرض از مبداها در مدل با هم برابرند.

فرضیه ی مقابل (H1): حداقل یکی از عرض از مبداها با بقیه متفاوت است.

فرض صفر در آزمون چاو بیانگر تشابه عرض از مبداها در سطح شرکت‌ها و سال‌های مختلف است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار POOL یا اثرات مقید الگوی مناسب خواهد بود. فرض مقابل نیز حاکی از عدم تشابه عرض از مبداها در سطح شرکت‌ها یا سال‌های مختلف می‌باشد. لذا، در صورت رد فرضیه صفر، ساختار panel (اثرات ثابت یا تصادفی) الگوی مناسب خواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول ۳: نتایج آزمون اف لیمر (چاو) برای مدل‌های رگرسیونی پژوهش

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل ۱	۳/۲۳	۰,۰۰۰	داده‌های تابلویی (پانل دیتا)
مدل ۲	۳/۲۷	۰,۰۰۰	داده‌های تابلویی (پانل دیتا)

⁷ Limmer & Hausman

با توجه به جدول ۳ چون سطح معناداری آزمون اف لیمر در هر دو مدل کمتر از ۵ درصد است، از این رو رویکرد داده‌های تابلویی (پانل دیتا) در مقابل رویکرد داده‌های تلفیقی (پول) مورد پذیرش قرار می‌گیرند.

در صورتی که میزان معناداری آماره چاو (prob) کمتر از سطح ۰,۰۵ باشد، فرض صفر رد می‌شود و ساختار داده‌های panel انتخاب می‌شود. در این حالت برای تشخیص اثرات ثابت یا تصادفی باید آزمون هاسمن نیز انجام شود. فرض‌های مربوط به آزمون هاسمن به شرح زیر است:

فرضیه صفر (H0): عدم وجود همبستگی بین عرض از مبداها و متغیرهای توضیحی

فرضیه مقابل (H1): وجود همبستگی بین عرض از مبداها و متغیرهای توضیحی

فرض صفر در این آزمون بیانگر عدم وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبداها در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات تصادفی الگوی مناسب تری می‌باشد. فرض مقابل نیز حاکی از وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبدا در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی می‌باشد. لذا، در صورت رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات ثابت الگوی مناسب تری خواهد بود (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول ۴: نتایج آزمون هاسمن

نام مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
مدل ۱	۱۹/۴۴	۰/۰۰۳۵	اثرات تصادفی
مدل ۲	۱۳/۲۸	۰/۰۱۰۰	اثرات تصادفی

با توجه به جدول ۴ مشاهده می‌شود که سطح معناداری در هر دو مدل بیشتر از ۵ درصد می‌باشد از اینرو رویکرد اثرات تصادفی در مقابل رویکرد اثرات ثابت عرض از مبدا می‌باشد.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول

H0: بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود ندارد.

H1: بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت رابطه معنی داری وجود دارد.

جدول ۵: تخمین نهایی مدل رگرسیونی اول

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
ساختار سرمایه	-۰/۴۵۷۱	۰/۰۳۱۷	-۱۴/۴۱	۰/۰۰۰
رشد شرکت	-۰/۰۵۷۳	۰/۰۱۸۲	-۳/۱۴	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۴۶	۰/۰۰۳۵	۱/۳۱	۰/۱۸۹
عمر شرکت	۰/۰۰۱۶	۰/۰۰۶۲	۰/۲۷	۰/۷۸۸
عرض از مبدا	۰/۲۷۵۷	۰/۰۶۱۱	۴/۵۱	۰/۰۰۰

سایر آماره های اطلاعاتی	
ضریب تعیین تعدیل شده	۵۸/۴۵ درصد
آماره والد و سطح معناداری آن	۲۳۵/۷۲ (۰/۰۰۰)
دوربین واتسون	۲/۳۱۸

همانطور که مشاهده می شود متغیر ساختار سرمایه دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت (متغیر وابسته) رابطه مستقیم دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. از بین متغیرهای کنترلی متغیر رشد شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (عملکرد مالی شرکت) ارتباط دارند. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و عمر شرکت دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (عملکرد مالی شرکت) ارتباط ندارند.

ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۸/۴۵ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۸/۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۳۵/۷۲ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

فرض دیگری که برای تحلیل رگرسیون لازم است، مقدار یک مشاهده بیش از حد معینی با مقدار مشاهده دیگر رابطه نداشته باشد. هنگامی که داده ها به صورت پشت سر هم جمع آوری شوند، مستقل نبودن می تواند مشکل جدی باشد. برای این منظور می توان از آزمون دوربین واتسون استفاده کرد. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می کند. اگر همبستگی بین باقیمانده های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره دوربین - واتسون باید نزدیک به ۲ شود و اگر مقدار این آماره به صفر نزدیک باشد، نشان دهنده وجود همبستگی مثبت بین باقیمانده های متوالی است. اگر مقدار این آماره به ۴ نزدیک باشد، نشان دهنده وجود همبستگی منفی بین مشاهدات متوالی است. به عنوان یک قاعده کلی، اگر مقدار مشاهده شده دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، مستقل بودن مشاهدات را نشان می دهد.

فرضیه دوم

H0: توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تاثیر معنی داری ندارد.

H1: توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت تاثیر معنی داری دارد.

جدول ۶: تخمین نهایی مدل رگرسیونی دوم

متغیرها	ضرایب	انحراف استاندارد ضرایب	آماره Z	سطح معناداری
ساختار سرمایه	-۰/۴۵۸۳	۰/۰۳۰۹	-۱۴/۸۰	۰/۰۰۰
توانایی مدیریت	-۰/۱۱۹۱	۰/۰۹۴۹	-۱/۲۵	۰/۲۱۰
توانایی مدیریت* ساختار سرمایه	۰/۱۹۵۴	۰/۱۴۹۰	۱/۳۱	۰/۱۹۰
رشد شرکت	-۰/۰۵۶۵	۰/۰۱۸۲	-۳/۱۰	۰/۰۰۲
اندازه شرکت	۰/۰۰۴۸	۰/۰۰۳۴	۱/۴۰	۰/۱۶۱
عمر شرکت	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۶	۰/۳۰	۰/۷۶۱

۰/۰۰۰	۴/۴۹	۰/۰۶۰۷	۰/۲۷۲۶	عرض از مبدا
سایر آماره های اطلاعاتی				
۵۹/۰۲ درصد			ضریب تعیین تعدیل شده	
۲۶۴/۹۳ (۰/۰۰۰)			آماره والد و سطح معناداری آن	
۲/۰۶۰			دوربین واتسون	

همانطور که مشاهده می شود متغیر توانایی مدیریت* ساختار سرمایه دارای ضریب مثبت و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت تاثیر ندارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. از بین متغیرهای کنترلی متغیر رشد شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (عملکرد مالی شرکت) ارتباط دارند. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و عمر شرکت دارای سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد می باشد لذا با متغیر وابسته (عملکرد مالی شرکت) ارتباط ندارند. ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۵۹/۰۲ درصد می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۵۹/۰۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۶۴/۹۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. فرض دیگری که برای تحلیل رگرسیون لازم است، مقدار یک مشاهده بیش از حد معینی با مقدار مشاهده دیگر رابطه نداشته باشد. هنگامی که داده ها به صورت پشت سر هم جمع آوری شوند، مستقل نبودن می تواند مشکل جدی باشد. برای این منظور می توان از آزمون دوربین واتسون استفاده کرد. مقدار این آماره بین ۰ تا ۴ تغییر می کند. اگر همبستگی بین باقیمانده های متوالی وجود نداشته باشد، مقدار آماره دوربین - واتسون باید نزدیک به ۲ شود و اگر مقدار این آماره به صفر نزدیک باشد، نشان دهنده وجود همبستگی مثبت بین باقیمانده های متوالی است. اگر مقدار این آماره به ۴ نزدیک باشد، نشان دهنده وجود همبستگی منفی بین مشاهدات متوالی است. به عنوان یک قاعده کلی، اگر مقدار مشاهده شده دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، مستقل بودن مشاهدات را نشان می دهد.

نتیجه گیری

طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه مشخص گردید که: متغیر ساختار سرمایه دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت ساختار سرمایه با عملکرد مالی شرکت (متغیر وابسته) رابطه مستقیم دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. این نتایج مطابق با پژوهش سجادی و همکاران (۱۳۹۰) می باشد که به بررسی بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی ارزش شرکت های بورسی پرداختند. در این پژوهش تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، از طریق تجزیه و تحلیل داده های ۷۶ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها و نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها با نرخ بازده دارایی ها رابطه منفی و معنی داری وجود دارد اما، بین ساختار سرمایه (نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها، نسبت بدهی های کوتاه مدت به کل دارایی ها و نسبت کل بدهی ها به کل دارایی ها) و ارزش شرکت (بازده حقوق صاحبان سهام و حاشیه سود ناخالص) رابطه معنی داری وجود ندارد. به بیان دیگر، در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تاثیر اندکی یا هیچ تاثیری بر روی ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد. همچنین آندرو و همکاران (۲۰۱۳)، به بررسی توانایی های مدیریتی و ارزش شرکت شواهدی از بحران مالی جهانی پرداختند و در



پژوهش خود نشان دادند توانایی مدیریت دارای ارتباط مثبت و معنی داری با ارزش شرکت است. آنها همچنین نشان دادند که توانایی مدیریت دارای رابطه منفی و معنی- دار با عدم تقارن اطلاعاتی است. گفتنی است طبق نتایج حاصل از آزمون فرضیه مشخص شد که: متغیر توانایی مدیریت* ساختار سرمایه دارای ضریب مثبت و سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد است از این رو می توان گفت که توانایی مدیریت بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی شرکت تاثیر ندارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. این نتایج مطابق با پژوهش میسرا(۲۰۱۳) می باشد که به بررسی توانایی مدیر عامل، مهارت های مدیریتی مدیر عامل شرکت و هزینه حقوق صاحبان سهام سرمایه پرداخت. در این پژوهش، از یک شاخص افزایشی در مهارت های مدیریتی به عنوان یک شاخص برای توانایی مدیریت استفاده شد، نتایج نشان داد که سرمایه گذاران خواهان بازده بیشتری از شرکت هایی می باشند که مدیران اجرائی آنها دارای توانایی بالاتری می باشند. همچنین توانایی مدیریتی ممکن است دارای هزینه ناهمگن از مفاهیم حقوق صاحبان سهام برای شرکت هایی با سطوح مختلف سرمایه سازمانی باشد، چرا که شرکت هایی با سرمایه سازمانی بالا دارای درجه بالاتری از دارایی های نامشهود، مانند سرمایه انسانی می باشد. اثرات مشوق ها ممکن است بیشتر در شرکت- هایی که دارای سطح بالایی از مشکلات شرکتی و کیفیت ضعیف حاکمیتی باشند تشدید شود. همچنین نشان دادند که بازده مورد انتظار سرمایه گذاران به طور قابل توجهی با توانایی مدیریت در شرکت هایی با سطح بالایی از هزینه های جریان های نقدی آزاد و با حاکمیت ضعیف شرکتی افزایش می یابد. پاتائوتیس و همکاران(۲۰۱۶) به بررسی تاثیر توانایی مدیریت بر سرمایه گذاری شرکت در دوران بحران پرداختند. نتایج پژوهش ها نشان داد که توانایی مدیریت می تواند در پیش بینی بحران مالی سال آینده تاثیر داشته باشد. یافته های این پژوهش می تواند سهامداران و هیات مدیره شرکت را ترغیب نماید که در انتخاب مدیریت، به توانایی مدیران با توجه به سوابق آنها توجه کافی داشته باشد و همچنین به جهت کسب بیشترین بازده که هدف نهایی شرکت می باشد، پیشنهاد می شود نظارت مستمری به مدیران وجود داشته باشد، زیرا با توجه به وجود تضاد منافع بین مدیران و سهامداران، مدیران همواره به دنبال دستیابی به منافع خود می باشند وجود مدیران با خصیصه توانایی بهتر می تواند آنها را به هدف مذکور برساند و باعث لطمه وارد کردن به منافع سهامداران خواهد شد.

پیشنهادات پژوهش:

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها پیشنهادهای ذیل ارائه می گردد:

- ۱- به منظور جلوگیری از هدررفت منابع شرکت و همچنین منع دستیابی مدیران به منافع خود، سهامداران و هیات مدیره شرکت می توانند تصمیمات مربوط به پروژه سرمایه گذاری را در قالب یک کمیته ی متشکل از سهامداران متخصص در این زمینه و مدیران شرکت اتخاذ نمایند، که در این امر در نهایت باعث رونق بازار و کسب بازده برای سهامداران گردد.
- ۲- به سرمایه گذاران، تحلیلگران، اعتبار دهندگان و مالکان شرکتهای سرمایه گذار توصیه می شود به هنگام سرمایه گذاری، دادن اعتبار و یا تحلیل ارزش شرکتهای به توانایی و ثبات مدیریت، گذشته شرکت و عملکرد آن در شرایط بحرانی به منظور شناسایی میزان انعطاف پذیری مالی توجه کنند.

۳- به بورس اوراق بهادار توصیه می شود به صورت ادواری شرکتها را از نظر تواناییهای مدیریت با توجه به شاخص کارایی و عملکرد آنها و همچنین با توجه به معیارهای انعطاف پذیری مالی رتبه بندی نمایند تا هم بر شفافیت بازار افزوده شود و هم سرمایه گذاران بتوانند با اتکا بر آنها تصمیمات بهتری اتخاذ نمایند.

۴- به دلیل اهمیت ساختار سرمایه شرکت ها در تداوم فعالیت آنها، لازم است معیارهای سنجش بدهی های متناسب با شرایط حاکم بر اقتصاد و جامعه، در دستور کار سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه برای تخصیص بهینه منابع قرار گیرد. استاندارد گذاران می توانند از نتایج پژوهش در ارزیابی هایشان در جهت تدوین استانداردهای حسابداری آتی استفاده کنند. همچنین به پژوهشگران توصیه می گردد سایر عواملی که به صورت انحنایی بر وضعیت مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موثرند را شناسایی کنند.

منابع

- ایزدی نیا، ناصر. فلاحیان مهرجودی، اعظم. (۱۳۹۲). «بررسی برآورد هزینه سرمایه و نرخ رشد با استفاده از مدل های طراحی شده بر اساس سود پیش بینی شده». فصلنامه پژوهش حسابداری. سال سوم. شماره ۱۱. ص ۱۳۵-۱۵۴.
- بحری ثالث، جمال. بایبوردی، اتابک. (۱۳۹۴). بررسی تاثیر قدرت مدیرعاملی بر کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. اولین کنفرانس بین المللی حسابداری. مدیریت و نوآوری در کسب و کار. گیلان. موسسه پیوندگان اندیشه های نو و شهرداری صومعه سرا. مجتمع فرهنگی و هنری فارابی اداره فرهنگ و ارشاد.
- بزرگ اصل، موسی. صالح نژاد، بیستون. (۱۳۹۳). قدرت مدیرعامل و کیفیت اقلام تعهدی. مجله دانش حسابداری. سال پنجم. شماره ۱۷. ص ۱۱۹-۱۳۹.
- بولو، قاسم. (۱۳۸۶). «هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی های سود. پایان نامه دوره دکتری. دانشگاه علامه طباطبائی.
- پورزمانی، زهرا. منصور، فرناز. (۱۳۹۴). تاثیر کیفیت افشاء، محافظه کاری و رابطه متقابل آنها بر هزینه سرمایه سهام عادی. پژوهش های مالی حسابداری و حسابرسی. دوره ۷. شماره ۲۵. ص ۸۵-۱۰۲.
- پی نور، ریموند. (۱۳۸۵). مدیریت مالی (جلد دوم). ترجمه علی جهانخانی و علی پارسائیان. چاپ دهم. سازمان مطالعه و تدوین کتب علوم انسانی دانشگاه ها (سمت). تهران.
- جهانخانی، علی. پارسائیان، علی. (۱۳۸۵). «مدیریت مالی». جلد دوم. تهران. انتشارات سمت.
- حاجیه، زهره. قیلاوی، منی. (۱۳۹۰). سنجش قدرت مدیرعامل شرکت های تولیدی پذیرفته شده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دوره و شماره: دوره ۳، شماره ۱۱. فصلنامه مدیریت کسب و کار. ص ۱-۱۸.
- حجازی، رضوان. جلالی، فاطمه. (۱۳۸۵). «بررسی عوامل موثر بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی. دانشگاه الزهرا.
- دلاوری، سید جواد. محبی، احسان. (۱۳۹۰). تاثیر ویژگی های هیات مدیره بر هزینه سرمایه حقوق صاحبان سهام. همایش علمی سالانه دانشگاه رازی. کرمانشاه. دانشگاه رازی کرمانشاه.
- دهخدا، علی اکبر. فرهنگ دهخدا. جلد ۵. ص ۱۰۷۲.
- رحیمی دستجردی، محسن. ایزدی نیا، ناصر. (۱۳۸۶). بررسی تاثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و سود هر سهم، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (۱۳۷۸-۱۳۸۴) " دانشگاه اصفهان. پایان نامه کارشناسی ارشد.

- رساپور، حمید(۱۳۸۰). «بررسی رابطه ی سود هر سهم با هزینه ی سرمایه در ایران». پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. تهران.
- رضایی، فرزین. قادری، حسین. محمدی، تقی(۱۳۸۹). «بررسی متغیرهای حسابداری مؤثر بر هزینه سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». پژوهشگر(مدیریت). شماره ۷. ص ۱۴-۲۹.
- عثمانی، محمد قسیم(۱۳۸۱). «شناسایی مدل هزینه ی سرمایه و عوامل مؤثر بر آن». پایان نامه ی دکتری. دانشگاه علامه طباطبایی. تهران.
- فرهی بوزنجانی، برزو(۱۳۸۴). معرفی الگوی توسعه توانایی های مدیریتی مورد نیاز مدیران(نظام اداری کشور). فصلنامه دانش مدیریت. دوره ۱۸. شماره ۱.
- کردستانی، غلامرضا. مجدی، ضیاءالدین(۱۳۸۶). «بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی». فصلنامه بررسی حسابداری و حسابرسی. ش ۱۴(۴۸). ص ۸۵-۱۰۴.
- محسنی دمنه، قاسم(۱۳۸۵). «چگونگی آزمون مدل ارزشیابی دارایی های سرمایه ای». حسابرس. شماره ۳۳. صص ۸۴-۹۱.
- منصورفر، غلامرضا. دیدار، حمزه. حسین پور، وحید(۱۳۹۲). بررسی تأثیر قدرت مدیرعامل بر کیفیت سود. یازدهمین همایش ملی حسابداری ایران. مشهد. دانشگاه فردوسی مشهد.
- نمازی، محمد. تبارکاسگری، حسن محمد(۱۳۸۶). «بکارگیری مدل چندعاملی برای توضیح بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله علوم اجتماعی و دانشگاه شیراز. دوره ۲۶. شماره ۱.
- ولی پور، هاشم. مرادی، جواد. جمشیدی، علی(۱۳۹۱). بررسی مقایسه ای و انتخاب شاخص بهینه کارایی مدیریت سرمایه در گردش و ارتباط آن با کارایی دارایی ها به تفکیک صنایع در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. مقاله های همایش های ایران. اولین همایش ملی حسابداری و مدیریت. دانشگاه آزاد اسلامی واحد نور.
- Andreou, Panayiotis C. ; Ehrlich, Daphna; & Christodoulos Louca(2013). "Managerial Ability and Firm Performance: Evidence from the Global Financial Crisis." Available online: <http://www.efmaefm.org>.
- Botosan. C., Plumlee, M.(2005).The role of information precision in determining the cost of capital. Review of Accounting Studies. N. 9. PP. 233-259.
- Cassel C and Symon.(1994). Qualitative Methods in Organizational Research.
- Chen, Yangyang; Podolski, Edward J.; & Madhu Veeraraghavan(2015). "Does Managerial Ability Facilitate Corporate Innovative Success?". Journal of Empirical Finance, Forthcoming.
- Custódio, C., M. Ferreira and P. Matos, 2013. Generalists versus Specialists: Lifetime work experience and CEO pay. Journal of Financial Economics , Forthcoming
- Demerjian, P., Lewis, M., Lev, B. and Mc Vay, S., 2010. "Managerial Ability and Earning Quality". Working Paper, Emory University, PP 1-33 .
- Demerjian, P., Lewis, M., Lev, B. and Mc Vay, S., 2012. "Managerial Ability and Earning Quality". Working Paper, Emory University, PP 1-50.
- Demerjian, Peter; Lev, Baruch; & Sarah McVay.(2012). "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests." Management Science, Vol 58, No.7: pp.1229-1248.
- Demerjian, Peter; Lev, Baruch; Lewis, Melissa; & Sarah McVay.(2013). "Managerial Ability and Earnings Quality." The Accounting Review. Vol.88, No.2: PP.463-498.

- Dietrich A.k.(2008). Estimating cost of equity capital with time series forecasts of earnings. Ph.D Dissertation. Kelley School of Business Indiana University.
- Fama E. F, French K.R.(1992) .The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance, N. 47. PP. 427- 65.
- Fama, E.F, and French K.(1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds.Journal of Financial Economics. No. 33, pp.3-56.
- Francis. J, LaFond. R, Olsson. P, Schipper. K.(2004). Costs of equity and earnings attributes. The Accounting Review. N. 79. PP. 967–1010.
- Gordon Mike. Joe,(1962). The Investment, Financing and Valuation of the Corporation, ed. Irwin, Homewood, IL
- Greenburg, J. and Baron, R.(1997). Behavior in Organization: Understanding and Managing the Human Side of Work.
- Hellrigel, Slocum and Woodman.(1998). Organization Behavior.
- Kothari S.; Shanken J. Sloan R.(1995). Another Look at the Cross-Section of Expected Returns. Journal of Finance, December
- Kothari, S. P.(2006). "The role of financial reporting in reducing financial risks in the market Discussion". Federal Reserve Bank of Boston. Conference Series 2(44): pp 89.
- Kreitner R. & Kinicki A.(2001). Organizational Behavior. McGraw Hill, New York.
- Leverty, J.T. and Grace, M., (2009). "Dupes or Incompetents. An Examination of Managements Impact on Firm Distress". Working Paper, University Iowa, PP 1-42.
- Leverty,T.; & M.Grace(2012). "Dupes or Incompetents? An Examination of Management's Impact on Firm Distress." The Journal of Risk Insurance, Vol.79, No.3: PP. 751-783.
- Libby, R., and J. Luft.(1993). "Determinants of Judgment Performance in Accounting Settings: Ability, knowledge, Motivation and Environment". Accounting Organizations and Society,vol.18, pp. 425–450.
- Lintner J.(1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistics. N. 47. PP.133-7.
- Mauer D. C. and A. J. Triantis(1994), Interaction of corporate financing and investment decisions: a dynamic framework, Journal of Finance 49(4), 1253-1277.
- Modigliani, Franco and Merton H. Miller, 1958, The cost of capital, corporate finance, and the theory of investment, American Economic Review, 48, 261-297.
- Parry, S. B.(1996). The Quest For Competencies "Training, July.
- Penman, S.(2003). The Quality of Financial Statements: perspectives from the recent stock market bubble. Accounting Horizons(Supplement). PP. 77-96.
- Ross S. A, Westerfield R.W, Jaffe. J.F.(2002). Corporate Finance, 6th ed. McGraw-Hill/Irwin, Boston. PP.287.
- Sharpe W. F.(1964). Capital asset prices - a theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance. N. 19(4). PP. 425-42.

The effect of management ability on the relationship between capital structure and company value

Omid.Hadi * Negin.Vahed

Abstract

Management ability is one of the variables influencing financial performance and continuity of activity which can result in the improved investment and financial performance. Considering the considerable effect that management has on the ability to enhance the value of the company, and investment, and regarding the significant role, it plays in the financial situation, the company management can, with its capabilities, proper policies for financial performance and develop an investment. Thus, this research aims to survey the impact of management ability on the relationship between capital structure and company value. To this objective, from the statistical population that constitutes all companies listed on Tehran Stock Exchange, 100 companies were chosen as a sample in the period 1393 to 1398 applying the systematic removal method, and after gathering data applying statistical software STATA version 15, the research hypotheses were analyzed. The results of testing the hypotheses indicated that there is a negative and considerable relationship between capital structure and company value, but in surveying the impact of management ability on the relationship between capital structure and company value, a considerable result remains.

Keywords: management ability, capital structure, company value