[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

سال هشتم، شماره ۳۲، زمستان ۱۳۹۹، صفحات ۷۱–۴۷

بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

عبدالرسول رحمانیان کوشککی

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

abr.rahmanian@gmail.com

لیلا سهولت

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

هدف از انجام تحقیق حاضر بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت بوده است. روش پژوهش مورد استفاده در این مطالعه، روش شبه تجربی با طرح پس رویدادی است. جامعه آماری این تحقیق شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ است که از این تعداد ۱۲۸ شرکت به روش نمونه‌گیری هدفمند به عنوان نمونه انتخاب شدند. آزمون فرضیات از طریق تحلیل رگرسیون چندگانه و با استفاده از روش داده‌های پانل انجام شده است. نتایج نشان می‌دهد که هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت اثر مثبت و معنادار دارد. لذا شرکت‌ها باید هزینه حقوق صاحبان سهام را به عنوان ابزاری برای تعیین درماندگی مالی در نظر بگیرند و همچنین به شاخص‌های هزینه حقوق صاحبان سهام جهت تغییر در ارزش شرکت توجه نمایند.

طبقه‌بندی JEL: E10، M41

واژگان کلیدی: هزینه حقوق صاحبان سهام، درماندگی مالی، ارزش شرکت

* تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۷/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۲۷

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

۱. مقدمه

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، به ایجاد رقابت شدید در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری منجر شده است. در نتیجه حاکم شدن وضعیت رقابتی، بسیاری از شرکت‌ها ورشکسته شده و از گردونه رقابت خارج شدند. این امر موجبات نگرانی صاحبان سرمایه را فراهم کرده است. از این رو سرمایه‌گذاران به منظور اجتناب از بین رفتن اصل و فرع سرمایه، به دنبال روش‌هایی هستند که وضعیت مالی شرکت‌ها را قبل از رسیدن به مرحله ورشکستگی، یعنی در مرحله درماندگی مالی پیش‌بینی کنند. زیرا ورشکستگی هزینه‌های زیادی به سهامداران، مدیران، کارکنان، مشتریان، طلبکاران، سایر ذی‌نفعان شرکت و به طور کلی، هم به لحاظ اقتصادی و هم اجتماعی بر کشور تحمیل می‌کند. بنابراین روشن است که فعالان بازار در صورت عدم توجه به پیش‌بینی درماندگی مالی باید خسارت سنگینی بپردازند (رستمی و همکاران، ۱۳۹۰).

هزینه سرمایه در شرکت‌ها به عنوان هزینه تأمین منابع از سوی گروه‌های متفاوت است که برای انجام فعالیت‌های اقتصادی مورد نظر شرکت‌ها استفاده می‌شود. یکی از این گروه‌ها صاحبان سهام عادی شرکت هستند که هزینه منابع مالی تأمین‌شده از سوی این گروه به عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام در نظر گرفته می‌شود. هزینه سرمایه، میانگین موزون هزینه منابع تأمین‌شده از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است. پژوهش‌های متعددی اهمیت هزینه سرمایه را به عنوان عاملی مهم در تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری، مورد تأکید قرار داده‌اند (کرمی، حسینی و رضوانی فرد، ۱۳۹۲).

شرکت‌ها برای ادامه فعالیت خود به منابع کافی نیاز دارند که از جمله آن وجه نقد کافی برای پرداخت به وام‌دهندگان است. اگر شرکت در کسب منابع برای رفع نیازهایش توانایی کافی نداشته باشد، دچار درماندگی مالی می‌شود. درماندگی مالی از مباحث مهم قانون تجارت است که عوارض و آثار منفی آن تنها شامل تاجر یا شرکت ورشکسته نمی‌شود؛ بلکه بسته به وسعت دامنه فعالیت تاجر یا شرکت تجارتی، اشخاص ثالث، طلبکاران و طرف‌های معامله با تاجر یا شرکت نیز از آن متضرر می‌شوند را در بر می‌گیرد و گاه در صورت گستردگی فعالیت شرکت، به بیکار شدن

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

کارگران و کارمندان آن‌ها نیز می‌انجامد و برای اقتصاد پیامدهای ناگواری خواهد داشت (ایزدی نیا، منصور فر و رشیدی خزایی، ۱۳۹۴).

ارزش‌گذاری یکی از موضوعات اساسی در مدیریت سرمایه‌گذار است. سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و انجام امور مالی شرکت هریک به گونه‌ای ارزش‌گذاری را بخشی از فرایند عملیاتی و اجرایی خود در نظر می‌گیرند. ارزش‌گذاری دارای مقاصد و اهداف مختلف و گسترده‌ای هم برای شرکت در مواجهه با موقعیت‌های مختلف و هم برای عوامل تأثیرگذار خارجی است (نورورش و همکاران، ۱۳۹۴).

بسیاری از کشورهای در حال توسعه از جمله ایران در طی چند دهه اخیر دریافته‌اند که ایجاد مؤسسات مالی و بازارهای سرمایه برای تأمین نیاز مالی شرکت‌ها و رشد اقتصادی ضرورت دارد. به طوری که در این کشورها در دو دهه گذشته موج خصوصی‌سازی گسترش یافته است. به دنبال این رویدادها بسیاری از کشورهای مذکور گام‌های مهمی در توسعه بازار سرمایه داخلی خود برداشته‌اند. درماندگی مالی و کاهش ارزش شرکت‌ها، منجر به هدر رفتن منابع و عدم بهره‌گیری از فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود و پیامدهای جدی برای بسیاری از عوامل اقتصادی داخلی و خارجی و ذی‌نفعان به وجود می‌آید. هرچه تأمین‌کنندگان مالی ابهام بیشتری برای دستیابی به حقوق و بازده مورد انتظارشان داشته باشند، تمایل کمتری به سرمایه‌گذاری خواهند داشت. برای ترغیب سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های مالی باید چاره‌ای جست و شرایطی را فراهم کرد که به سرمایه‌گذاران در آگاهی دادن درباره بازارهای مالی و تصمیم‌گیری‌ها آن‌ها کمک شود. بر همین اساس این مطالعه سعی دارد به بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. در این مقاله در بخش اول و دوم مبانی نظری شامل مفاهیم نظری و تجربی در رابطه با متغیرهای تحقیق و همچنین پیشینه تحقیق شامل روش انجام تحقیق و نتایج تحقیقات انجام شده در این مورد بیان خواهد شد و پس از آن روش انجام تحقیق تبیین شده، همچنین فرضیه‌های تحقیق و مبانی اندازه‌گیری متغیرها، جامعه و نمونه آماری، روش گردآوری و تجزیه‌وتحلیل

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

داده‌ها بیان خواهد شد. سپس مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها مورد تجزیه‌وتحلیل قرار خواهد گرفت.

۲. مبانی نظری پژوهش

بر کسی پوشیده نیست که حرکت به سوی رشد، توسعه و بالندگی اقتصادی مستلزم به‌کارگیری شیوه‌های صحیح مدیریتی، علمی و کاربردی است. بالطبع بازار سرمایه نیز از این امر مستثنا نیست. بورس به عنوان یکی از ارکان اساسی بازار سرمایه برای دستیابی به این هدف نقش اساسی دارد. انگیزه اصلی بورس اوراق بهادار به عنوان رکن اساسی بازار سرمایه، جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده در جامعه به سمت فعالیت‌های پربازده و تخصیص بهینه منابع مالی کمیاب است. در کنار این مسئله، یکی از نقش‌های مهم بورس اوراق بهادار، تسهیل امکان معامله مجدد و تبدیل دوباره سهام به وجه نقد است. این تنها زمانی محقق می‌شود که حداقل درصدی از سهام شرکت برای خرید و فروش در بازار موجود باشد (مولر و همکاران، ۲۰۱۰).

اگر شرکت در کسب منابع برای رفع نیازهایش توانایی کافی نداشته باشد، دچار درماندگی مالی می‌شود. درماندگی مالی از مباحث مهم قانون تجارت است که عوارض و آثار منفی آن، تنها شامل تاجر یا شرکت ورشکسته نمی‌شود، بلکه بسته به وسعت دامنه فعالیت تاجر یا شرکت تجارتی، اشخاص ثالث، طلبکاران و طرف‌های معامله با تاجر یا شرکت نیز از آن متضرر می‌شوند را دارد و گاه در صورت گستردگی فعالیت شرکت، به دیگر و بیکار شدن کارگران و کارمندان آن‌ها نیز می‌انجامد و برای اقتصاد پیامدهای ناگواری خواهد داشت. ارزیابی درماندگی مالی و ورشکستگی شرکت‌ها یکی از پژوهش‌های بااهمیت در حوزه مالی است. معمولاً فعالان بازار مالی از این الگوها برای اتخاذ تصمیم‌های مدیریتی، سرمایه‌گذاری و اعتباردهی استفاده می‌کنند. با ارزیابی درماندگی مالی و پس از آن ریشه‌یابی مسئله و حل آن می‌توان به نتایج رضایت بخشی در سودآوری شرکت دست پیدا کرد (ایزدی نیا، منصور فر و رشیدی خزایی، ۱۳۹۴).

هزینه حقوق صاحبان سهام یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی است که در تصمیمات تأمین مالی و سرمایه‌گذاری نقش اساسی بازی می‌کند. هزینه حقوق صاحبان سهام از

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

نظر مفهومی در ارتباط با بازده مورد انتظار تعریف می‌شود؛ به عبارت دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام به حداقل نرخ بازده مورد انتظار گفته می‌شود. در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت. بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه حقوق صاحبان سهام برساند (خواست خدایی، ۱۳۹۰). هزینه حقوق صاحبان سهام هزینه‌ای است که شرکت برای تأمین نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران متحمل شده است، چه به صورت سود سهام و چه سود سرمایه از آنجا که سرمایه‌گذاران نرخ بازده سرمایه‌گذاری را می‌خواستند، بنابراین شرکت باید سهامداران را از نظر اقتصادی جبران کند. عدم توانایی شرکت در کنترل هزینه‌های حقوق صاحبان سهام می‌تواند وقوع درماندگی مالی را افزایش دهد که به نوبه خود می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد (جامی و همکاران، ۱۳۹۸).

۲-۱. هزینه حقوق صاحبان سهام و درماندگی مالی

رشد و دگرگونی سریع روابط اقتصادی، منجر به ایجاد رقابت شدید در عرصه تجارت، صنعت و سرمایه‌گذاری گردیده است. در نتیجه حاکم شدن وضعیت رقابتی، بسیاری از شرکت‌ها ورشکسته شده و از گردونه رقابت خارج شدند. این امر، موجبات نگرانی صاحبان سرمایه را فراهم کرده است. از این رو، سرمایه‌گذاران به منظور اجتناب از بین رفتن اصل و فرع سرمایه، به دنبال روش‌هایی هستند که وضعیت مالی شرکت‌ها را قبل از رسیدن به مرحله ورشکستگی، یعنی در مرحله درماندگی مالی پیش‌بینی کنند؛ زیرا ورشکستگی هزینه‌های زیادی به سهامداران، مدیران، کارکنان، مشتریان، طلبکاران، سایر ذی‌نفعان شرکت و به طور کلی، هم به لحاظ اقتصادی و هم اجتماعی بر کشور تحمیل می‌کند بنابراین، روشن است که فعالان بازار در صورت عدم توجه به پیش‌بینی درماندگی مالی باید خسارت سنگینی بپردازند (رستمی و همکاران، ۱۳۹۰).

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

۲-۲. هزینه حقوق صاحبان سهام و ارزش شرکت

از نظر مدیر مالی تعیین رابطه بین هزینه سرمایه، ساختار سرمایه و ارزش کل شرکت اهمیت بسیار زیادی دارد، زیرا می‌توان با استفاده از ساختار سرمایه بر ارزش شرکت تأثیر گذاشت. ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن تعیین می‌شود. از این رو سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. تصمیمات در خصوص ساختار سرمایه باید در راستای افزایش ارزش شرکت باشد. برای حداکثرسازی ارزش شرکت باید در مورد بهترین سرمایه‌گذاری‌ها و ترکیب آن‌ها و نیز نحوه تأمین مالی آن‌ها تصمیم‌گیری شود (بهرن و همکاران[1]، ۲۰۱۲).

۲-۳. هزینه حقوق صاحبان سهام، درماندگی مالی و ارزش شرکت

از آنجا که برخی دارایی‌های جاری برای پرداخت سود سهام استفاده می‌شود. سطح بالای هزینه حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه شرکت خطر درماندگی مالی را افزایش می‌دهد. هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان جزئی از هزینه سرمایه در بازار سهام از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. مدیران به منظور متعادل نگه داشتن هزینه حقوق صاحبان سهام در مقابل هزینه بدهی‌ها اهمیت زیادی برای این متغیر قائل می‌باشند، بالا بودن هزینه حقوق صاحبان سهام ممکن است منجر به نپذیرفتن سرمایه‌گذاری‌های بالقوه‌ای گردد که می‌تواند بر رشد آتی شرکت اثرگذار باشد (ماینا و ساکوا[2]، ۲۰۱۲). در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت، ارزش هر شرکت با توجه به ارزش سهام آن تعیین می‌شود. سرمایه‌گذار با توجه به ارزش شرکت، اولویت خود را در سرمایه‌گذاری مشخص می‌کند. از این رو ارزش‌گذاری شرکت‌ها از ضروریات برنامه‌ریزی برای مدیران و سرمایه‌گذاران است. ارزش شرکت برای سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، اعتباردهندگان و سایر ذی‌نفعان شرکت

1. Bohren et al
2. Maina & Sakwa

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

در ارزیابی آن‌ها از آینده شرکت و تأثیر آن در برآورد ریسک و بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت سهام اهمیت بسزایی دارد (سنبت و وانگ[1]، ۲۰۱۲).

۳. پیشینه پژوهش

تحقیقات متعددی در سنوات اخیر، در حوزه هزینه حقوق صاحبان سهام، درماندگی مالی و ارزش شرکت، انجام شده است؛ اما مرور و بررسی تحقیقات پیشین نشان داد که بسیاری از آن‌ها بر رابطه بین درماندگی مالی و حق‌الزحمه حسابرسی، یا تأثیر کیفیت دارایی بر درماندگی مالی پرداخته‌اند. برخی از مطالعات انجام شده نیز، ارتباط بین چرخه عمر شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخته‌اند. در حالی که نوآوری این پژوهش در این است که برای اولین بار تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت؛ یعنی تحلیل‌گران مالی باید در ارزیابی شرکت‌ها، هزینه حقوق صاحبان سهام را به عنوان ابزاری برای تعیین درماندگی مالی در نظر بگیرند. همچنین پژوهشگران حوزه حسابرسی و مالی و همچنین مدیران شرکت‌های حسابرسی جهت تغییر در ارزش شرکت به شاخص‌های هزینه حقوق صاحبان سهام توجه کنند.

۳-۱. تحقیقات داخلی

جلیلی (۱۳۹۹)، تحقیقی با عنوان رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (بر اساس رویکرد مقایسه‌ای شرکت‌های با کیفیت سود بالا و کیفیت سود پایین) انجام داد. به منظور دستیابی به اهداف تحقیق از اطلاعات ۵۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۸ ساله (۱۳۸۸ - ۱۳۸۱) استفاده شده است. این نتیجه حاکی از این است که کیفیت سود در کاهش و یا افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها یک عامل مؤثر و معنادار است.

1. Senbet & Wang

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

ایرجی راد و همکاران (۱۳۹۷)، تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر جریان نقد آزاد، درماندگی مالی و مکانیزم‌های نظارتی بر مدیریت سود، انجام دادند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که ارتباط مثبت و معناداری بین درماندگی مالی با مدیریت سود وجود دارد. همچنین رابطه مثبت و معناداری بین جریان نقد آزاد و مدیریت سود یافت شد.

گل بخش (۱۳۹۷)، تحقیقی با عنوان مطالعه رابطه بین درماندگی مالی و رفتار حسابرس، انجام داد. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش بیانگر آن است که بین درماندگی مالی در مرحله نهفتگی و حق‌الزحمه حسابرس رابطه وجود ندارد. بین درماندگی مالی در مرحله نهفتگی و استرس حسابرس رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. بین درماندگی مالی در مرحله عدم قدرت پرداخت بدهی و حق‌الزحمه حسابرس رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. بین درماندگی مالی در مرحله عدم قدرت پرداخت بدهی و استرس حسابرس رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد. بین درماندگی مالی کامل و حق‌الزحمه حسابرس رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد و بین درماندگی مالی کامل و استرس حسابرس رابطه معنادار و مستقیم وجود دارد.

خلیلی، مجاهد اثنی‌عشری امیری (۱۳۹۷)، تحقیقی با عنوان ارتباط بین درماندگی مالی و شاخص‌های عملکردی در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد که میانگین نرخ سود تسهیلات اعطایی و نسبت درآمد کارمزد ارتباط مثبت و معناداری با سلامت مالی بانک‌ها داشته است که در این میان تأثیر درآمد کارمزد بسیار بیشتر از تأثیر نرخ سود تسهیلات بوده است. در مقابل در بین میانگین نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری، نسبت هزینه‌های اداری، عمومی و تشکیلاتی، نسبت هزینه مطالبات مشکوک الوصول بیشترین میزان درماندگی متأثر از نرخ سود سپرده‌های سرمایه‌گذاری بوده است.

حساس یگانه، حبیبی و نازی (۱۳۹۶)، تحقیقی با عنوان «تأثیر کیفیت دارایی بر درماندگی مالی بانک‌ها» انجام داد. بر اساس محاسبات انجام شده با کمک نرم‌افزار Eviews، نسبت‌های مطالبات غیرجاری به کل تسهیلات پرداختی و هزینه مطالبات غیرجاری تقسیم بر کل تسهیلات پرداختی مربوط به کیفیت دارایی، تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی بانک‌ها دارند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

همچنین نسبت ذخیره مطالبات غیرجاری تقسیم بر کل تسهیلات پرداختی، تأثیر منفی و خالص تسهیلات پرداختی تقسیم بر کل دارایی، تأثیر منفی بر درماندگی مالی دارند. نسبت کفایت سرمایه نیز تأثیر مثبت و معنی‌داری بر درماندگی مالی بانک‌ها دارد.

۳-۲. تحقیقات خارجی

فرانسیسکو و النا[1] (۲۰۲۰)، تحقیقی با عنوان آیا انطباق با قوانین حاکمیت شرکتی به درماندگی مالی کمک می‌کند؟ انجام دادند. نتایج ما نشان می‌دهد که فقط تحقق انطباق با توصیه‌های مربوط به هیئت مدیره منجر به کاهش احتمال درماندگی مالی می‌شود.

آنا و نیلا[2] (۲۰۱۷)، تحقیقی با عنوان تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت انجام دادند. نتیجه تحقیق نشان می‌دهد که هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر قابل توجهی بر درماندگی مالی و ارزش شرکت دارد، اما درماندگی مالی بر ارزش شرکت تأثیر نمی‌گذارد.

کلیری و هب[3] (۲۰۱۶)، تحقیقی با عنوان «یک مدل کارآمد و کاربردی برای پیش‌بینی درماندگی مالی بانک‌ها» انجام دادند. نتایج نشان می‌دهد متغیرهای خالص تسهیلات تقسیم بر کل دارایی و ذخیره مطالبات غیرجاری به کل تسهیلات پرداختی و موارد خارج ترازنامه به کل دارایی تأثیر مثبت بر درماندگی مالی بانک‌ها دارند.

بون کیم و همکاران[4] (۲۰۱۶)، تحقیقی با عنوان اثرات توسعه بازارهای مالی بر روی هزینه حقوق صاحبان سهام در آلمان، انگلستان و ایالات متحده انجام دادند. نتایج آن‌ها نشان داد که این توسعه بازارهای مالی به طور مستقیم و غیرمستقیم بر هزینه حقوق صاحبان سهام در بازار سهام مؤثر هستند و ارتباط متقابل بین هزینه حقوق صاحبان سهام در بازار سهام و بخش مالی در توضیح توسعه بازارهای مالی بسیار مهم است.

1. Francisco & Elena
2. Anna & Nila
3. Cleary & Hebb
4. Bon Kim

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

حسن و همکاران[1] (۲۰۱۵)، تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط بین چرخه عمر شرکت‌ها و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. آن‌ها با استفاده از یک نمونه شرکت‌های استرالیایی بین سال‌های ۱۹۹۰ الی ۲۰۱۲ دریافتند که هزینه سرمایه سهام در طول چرخه عمر شرکت متفاوت است. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد که هزینه حقوق صاحبان سهام در مراحل مقدماتی و رکود افزایش و در مراحل رشد و بلوغ کاهش می‌یابد.

لال و سیلوا[2] (۲۰۱۵)، تحقیقی با عنوان حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت با استفاده از داده‌های ترکیبی در برزیل انجام دادند. آنان شاخصی شامل ۲۴ پرسش دوجوابی از معیارهای مربوط به حاکمیت شرکتی برای دوره زمانی ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۲ ایجاد کردند. آنان یک رابطه قوی و معنادار مثبت، بین شاخص حاکمیت شرکتی و ارزش شرکت پیدا کردند که بیان می‌کرد، اصلاح رویه‌های حاکمیت شرکتی، سبب کاهش هزینه‌ها در شرکت‌های برزیلی می‌شود. همچنین آنان نشان دادند که اصلاح رویه‌های شاخص‌های حاکمیت شرکتی در سال ۲۰۰۲ (آخرین سال آزمون اطلاعات) سبب ۳۸٪ افزایش در Q توبین و ازدیاد یک واحد شاخص حاکمیت شرکتی، سبب افزایش ۶۸٪ در میانگین قیمت سهام شرکت می‌شود.

٤. فرضیه‌های پژوهش

- هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.
- هزینه حقوق صاحبان سهام بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

1. Hasan et al
2. Leal & Da Silva

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

۵. روش پژوهش

پژوهش حاضر جزو پژوهش اثباتی حسابداری بوده و از نظر روش جمع‌آوری داده‌ها «توصیفی- تحلیلی» است. مدل اصلی مورد استفاده در این پژوهش رگرسیون است. لذا این پژوهش در زمره پژوهش‌های علی قرار دارد. این پژوهش از نظر استدلال استقرایی بوده و از آنجایی که بر مبنای تجزیه‌وتحلیل اطلاعات گذشته شرکت‌ها انجام می‌گیرد، جزء پژوهش‌های پس به رویدادی به شمار می‌آید. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۰ لغایت پایان سال ۱۳۹۸ در بورس فعال بوده‌اند. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) استفاده شده است. روند انتخاب نمونه در جدول ۱ مشخص شده است. با توجه به موارد بیان‌شده، ۱۲۸ شرکت برای اجرای پژوهش انتخاب خواهد شد.

جدول ۱. روند انتخاب نمونه

تعداد کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس در پایان سال ۱۳۹۸	۶۲۷
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۸-۹۲ در بورس فعال نبوده‌اند	(۲۶۳)
تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۲ در بورس پذیرفته‌شده‌اند	(۹۸)
تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری‌ها، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و یا لیزینگ‌ها بوده‌اند	(۶۷)
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۸-۹۲ تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نیست	(۵۱)
تعداد شرکت‌هایی که دارای فعالیت مستمر نبوده و سهام آن‌ها بیش از ۶ ماه مورد معامله قرار نگرفته است.	(۲۰)
تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۸-۹۲ اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نیست	-
تعداد شرکت‌های نمونه	۱۲۸

مأخذ: یافته‌های پژوهش

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

۵-۱. مدل‌های پژوهش

به منظور بررسی فرضیه پژوهش مدل‌های ۱ و ۲ برآورد شده است.

مدل (۱):

$$\text{Cost of equity}_{i,t} = \beta 0 + \beta 1\ \text{Stress}_{i,t} + \beta 5\ \text{LEV}_{i,t} + \beta 6\ \text{Size}_{i,t} + \beta 7\ \text{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Cost of equity = هزینه حقوق صاحبان سهام؛

Stress = درماندگی مالی؛

LEV = اهرم مالی؛

Size = اندازه شرکت؛

MTB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

مدل (۲):

$$\text{Cost of equity}_{i,t} = \beta 0 + \beta 1\ Q_{i,t} + \beta 5\ \text{LEV}_{i,t} + \beta 6\ \text{Size}_{i,t} + \beta 7\ \text{MTB}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Cost of equity = هزینه حقوق صاحبان سهام؛

Q = ارزش شرکت؛

LEV = اهرم مالی؛

Size = اندازه شرکت؛

MTB = نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

۵-۲. متغیرها و نحوه محاسبه آن‌ها

متغیر مستقل: هزینه حقوق صاحبان

برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام، مدل گوردون برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام انتخاب شده است. در این مدل با فرض اینکه k معرف هزینه سرمایه سهام عادی (نرخ بازده مورد انتظار سهامداران عادی) باشد، می‌توان k را از رابطه زیر به دست آورد:

$$\text{Cost of equity} = \frac{D_1}{P_0} + g$$

رابطه (۱)

در مدل فوق:

D1 = سود نقدی پرداخت‌شده در پایان سال اول؛

P0 = قیمت هر سهم در ابتدای سال؛

g = نرخ رشد سود تقسیمی.

متغیر وابسته: درماندگی مالی

در این پژوهش، درماندگی مالی، متغیر وابسته در نظر گرفته می‌شود که متغیری دوبخشی است. در صورتی که شرکتی معیار بیان‌شده در بخش نمونه‌گیری را داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر به آن اختصاص داده می‌شود. برای تشخیص شرکت‌های سالم از درمانده از معیار آسکویث و همکاران (۱۹۹۴) استفاده شده است. مطابق این معیار، شرکتی درمانده شناخته می‌شود که در دو سال متوالی، سود قبل از بهره و مالیات و استهلاک دارایی مشهود و نامشهود شرکت کمتر از هزینه بهره گزارش‌شده باشد و یا در هرسال، سود قبل از بهره، مالیات و استهلاک شرکت کمتر از ۸۰ درصد هزینه بهره باشد. این معیار بر اساس پژوهش علی اکبرلو (۱۳۹۷) بیشترین قدرت تفکیک شرکت‌های سالم و درمانده را دارد. برای تعیین شرکت‌های نمونه بر اساس معیار مدنظر برای تشخیص درماندگی مالی، شرکتی که معیار مذکور را داشته باشد به‌عنوان شرکت درمانده در

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

همان سال انتخاب شده است. به ازای هر شرکت درمانده منتخب، یک شرکت غیردرمانده (سالم، تقریباً هم‌اندازه) که ویژگی درماندگی را نداشته باشد، از همان صنعت متناظر انتخاب شده است.

متغیر وابسته (ارزش شرکت)

یکی دیگر از متغیرهای وابسته در این پژوهش، ارزش شرکت است که برای سنجش آن به پیروی از گایو و راپوسو (۲۰۱۰) و آلایانیس و وستون (۲۰۰۱) از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی Q توبین استفاده شده است. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود.

مقادیر بزرگ‌تر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی‌ها، برای محاسبه Q توبین از مدل ساده‌شده آن به شرح رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$g = \left[\frac{EPS_t}{EPS_0} \right]^{\left(\frac{1}{t}\right)} - 1$$

رابطه (۲)

متغیرهای کنترلی

در این تحقیق به منظور افزایش دقت و قابلیت اتکا نتایج و کنترل نمادهای مختلف دربرگیرنده ریسک مؤثر بر هزینه حقوق صاحبان سهام بر اساس تحقیقات قبلی سه متغیر اندازه شرکت، اهرم مالی، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است.

۶. یافته‌های پژوهش

۶-۱. آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه می‌شود. جدول شماره (۲) آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]
[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]
[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

کنترل را برای کل مشاهده‌های این پژوهش نشان می‌دهد. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار و ضریب چولگی است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای مدل پژوهش

متغیر	فرصت رشد	اهرم مالی	اندازه شرکت	ارزش شرکت	درماندگی مالی	هزینه حقوق صاحبان سهام
نماد	MTB	LEV	SIZE	Q	STRESS	EQUITY
میانگین	۰/۰۰۳	۰/۵۶۷	۱۴/۲۷۱	۰/۰۰۷	۰/۱۳۷	۱۵/۳۸۵
میانه	۰/۰۰۱	۰/۵۶۷	۱۴/۱۱۷	۰/۰۰۳	۰	۱۴/۶۶۹
حداکثر	۰/۰۶۸	۷/۶۳۳	۱۹/۴۵۶	۰/۱۵۲	۱	۲۳/۰۹۶
حداقل	-۰/۰۰۵	۰/۰۰۶	۱۰/۲۶۶	-۰/۰۶۱	۱	۱/۵۶۲
انحراف معیار	۰/۰۰۶	۰/۳۶۸	۱/۴۹۸	۰/۰۱۲	۰/۳۴۴	۵/۸۰۰
چولگی	۵/۰۷۴	۱۱/۶۶۳	۰/۷۹۰	۴/۳۲۱	۲/۱۰۳	۶/۲۶۹
کشیدگی	۳۷/۹۴۲	۲۰۵/۲۵۷	۴/۲۱۸	۳۶/۶۵۰	۵/۴۲۶	۳/۶۲۶

مأخذ: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود میانگین اهرم مالی برابر با ۰/۵۶ است که نشان می‌دهد به طور متوسط در طی ۹ سال مورد بررسی اهرم مالی شرکت‌ها حدود ۰/۵۶ درصد بوده است و با توجه به اینکه میانه این متغیر برابر با ۰/۵۶ است نشان می‌دهد که بیش از ۵۰ درصد شرکت‌ها دارای اهرم مالی بیش از حدود ۰/۵۶ هستند. شاخص‌های پراکندگی به طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از جمله مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی که شرط مطلوب برای واردکردن متغیر به مدل رگرسیونی است، انحراف معیار است. همان‌طور که در جدول (۱) نیز قابل مشاهده است، انحراف معیار متغیرها صفر نبوده و حائز این شرط هستند. پارامتر چولگی میزان عدم تقارن منحنی فراوانی متغیر را نشان می‌دهد. اگر ضریب چولگی صفر باشد جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر منفی باشد چولگی به چپ وجود خواهد داشت. به عنوان مثال

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

ضریب چولگی متغیر اهرم مالی منفی و برابر با ۱۱/۶۶ است، یعنی منحنی فراوانی این متغیر در جامعه مورد بررسی چولگی به راست داشته و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد.

۶-۲. آزمون مفروضات مدل رگرسیون

قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، باید برای تصدیق صحت نتایج و حصول اطمینان از قابلیت اتکا نتایج برآورد مدل رگرسیونی، مفروضات مدل را بررسی نمود. این فروض بدین شرح‌اند:

عدم خودهمبستگی

در این پژوهش به‌منظور بررسی عدم خودهمبستگی از آزمون و وولدریج استفاده شده و در صورتی که مدل دچار خودهمبستگی باشد، جهت رفع آن از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برای تخمین مدل استفاده می‌شود. فرضیه H_0 این آزمون نشان‌دهنده عدم خودهمبستگی و فرضیه H_1 آن بیانگر خودهمبستگی است. در صورتی که آماره احتمال مربوط به آزمون وولدریج کمتر از ۰/۰۵ باشد فرضیه H_0 مبنی بر عدم خودهمبستگی رد می‌شود و در مقابل فرضیه H_1 مبنی بر وجود خودهمبستگی پذیرفته می‌شود.

جدول ۳. آزمون وولدریج

مدل	آماره آزمون	احتمال	نتیجه
اول	۱/۴۲۳	۰/۳۸۲۵	عدم خودهمبستگی
دوم	۲/۴۲۵	۰/۲۱۵۵	عدم خودهمبستگی

مأخذ: یافته‌های پژوهش

با توجه به این‌که آماره احتمال این آزمون در مدل‌ها بیشتر از سطح معنی‌داری ۵٪ است، مدل پژوهش خودهمبستگی ندارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

برای تجزیه‌وتحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان‌شده نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود، یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند، در عمل این فرض چندان صادق نیست و در بسیاری از نمونه‌ها به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، یادگیری در طی زمان و ... پدیده ناهمسانی واریانس وجود دارد. برای بررسی این مشکل آزمون‌هایی از قبیل آزمون وایت، آزمون پارک، آزمون گلجسر، آزمون گولدفلد-کوانت و آزمون بروش-پاگان توسط اقتصاددانان مختلف معرفی شده است. برای بررسی فرض ناهمسانی واریانس در این پژوهش، از آزمون وایت استفاده شده که نتایج آن در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها

مدل	سطح معناداری	آماره آزمون	نتیجه
اول	۰/۳۳۵۶	۰/۴۴	H0 رد نمی‌شود
دوم	۰/۵۵۱۲	۰/۳۱	H0 رد نمی‌شود

مأخذ: یافته‌های تحقیق

نتایج مندرج در جدول (۴) نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه‌شده در آزمون وایت برای مدل‌های پژوهش بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. از این رو H0 این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس رد نمی‌شود که نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

نرمال بودن

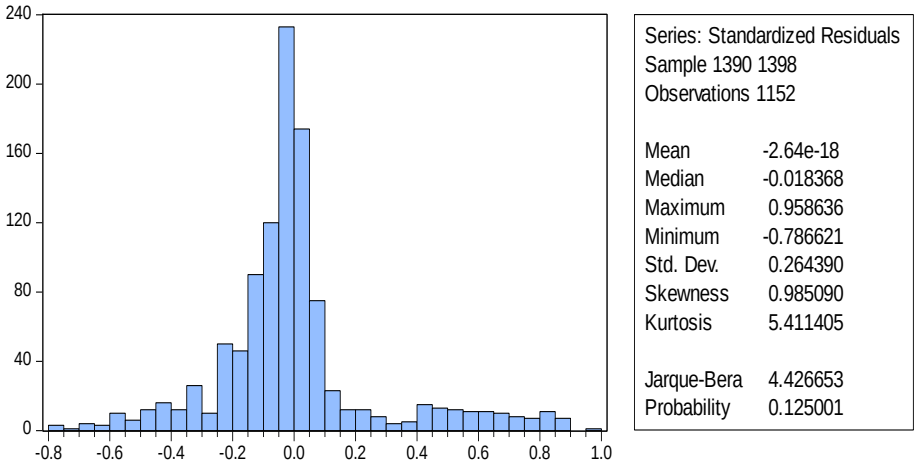
برای سنجش اعتبار مدل و بررسی مفروضات رگرسیون کلاسیک لازم است علاوه بر بررسی ناهمسانی واریانس و عدم خودهمبستگی بین باقیمانده‌ها در مدل، آزمون‌هایی در ارتباط با نرمال بودن باقیمانده‌ها، استقلال باقیمانده‌ها و عدم وجود خطای تصریح مدل (خطی بودن مدل) نیز انجام شود. برای آزمون نرمال بودن جملات خطا از آزمون‌های مختلفی می‌توان استفاده کرد. یکی از

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

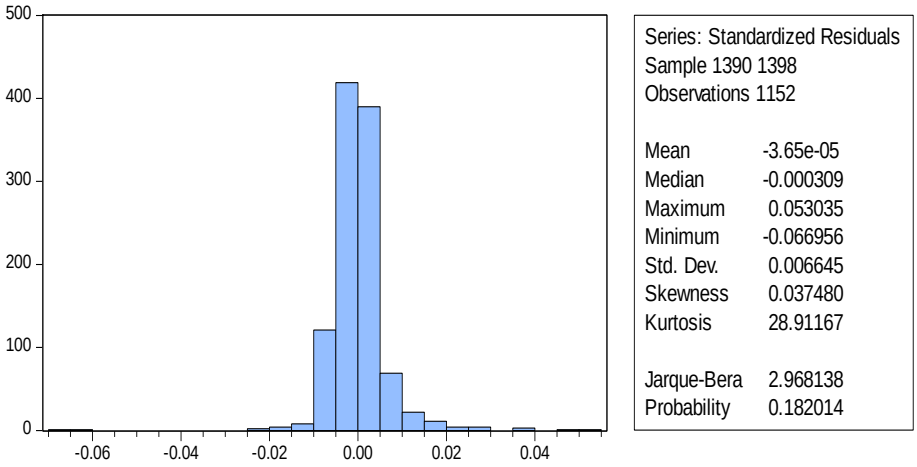
[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

این آزمون‌ها، آزمون جارک- برا است که در این تحقیق نیز از این آزمون استفاده شده است. نتایج آزمون جارک- برا حاکی از این است که باقیمانده‌های حاصل از برآورد مدل تحقیق در سطح اطمینان ۹۵٪ از توزیع نرمال برخوردار هستند، به طوری که احتمال مربوط به این آزمون بزرگ‌تر از ۰/۰۵ است.



نمودار ۱. آزمون نرمال بودن مدل اول



نمودار ۲. آزمون نرمال بودن مدل دوم

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

آزمون مانایی

پیش از تخمین مدل‌های تحقیق نیاز است تا مانایی متغیرها آزمون شود. برای این منظور، از آزمون لوین لین چو بهره‌گیری شده است. نتایج این آزمون در جدول ۵ ارائه شده است:

جدول ۵. نتایج آزمون مانایی لوین لین چو

متغیر	آماره لوین لین چو	سطح احتمال	نتیجه
EQUITY	-۹/۳۱	۰/۰۰۰	مانا
STRESS	-۶/۸۵	۰/۰۰۰	مانا
Q	-۲۴/۵۱	۰/۰۰۰	مانا
SIZE	-۱۴/۵۱	۰/۰۰۰	مانا
LEV	-۴/۶۱	۰/۰۰۰	مانا
MTB	-۳۹/۷۳	۰/۰۰۰	مانا

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون مانایی نشان می‌دهد از آنجا که سطح احتمال مربوط به متغیرهای تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه داده‌های تحقیق در سطح مانا هستند.

٦-۳. نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل‌های پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین مدل اول در جدول ۶ ارائه شده است. مقدار آماره R2 نشان می‌دهد که قدرت توضیح دهندگی مدل برابر با ۷۱ درصد است. همچنین مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح‌دهندگی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. بر اساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۸۶) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزای اخلال خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

جدول ۶. نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش (متغیر وابسته درماندگی مالی)

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۱/۱۵۶	۰/۱۳۲	-۸/۷۳۲	۰/۰۰۰
هزینه حقوق صاحبان سهام	EQUITY	۳/۶۹۲	۴/۸۰۴	۷/۶۸۵	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۸۵	۰/۰۰۹	-۹/۰۴۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۰/۱۸۱	۰/۰۶۲	۲/۹۰۵	۰/۰۰۳
فرصت رشد	MTB	-۴/۳۲۳	۲/۴۹۷	-۱/۷۳۱	۰/۰۸۳
آمارهF	۵/۰۵		معناداری آماره F		۰/۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	۱/۸۶		ضریب تعیین		۰/۷۱

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان می‌دهد که متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام اثرات مثبت و معنادار بر متغیر درماندگی مالی شرکت داشته است به طوری که به ازای یک درصد افزایش در متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام، متغیر درماندگی مالی شرکت به میزان ۳/۶۹ افزایش خواهد یافت.

دیگر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد اثرات منفی و معنادار و متغیر اهرم مالی اثرات مثبت و معنادار بر متغیر درماندگی مالی شرکت داشته است.

نتایج حاصل از تخمین مدل دوم در جدول ۷ ارائه شده است. مقدار آماره R2 نشان می‌دهد که قدرت توضیح دهندگی مدل برابر با ۸۲ درصد است. همچنین مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح‌دهندگی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. بر اساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۷۶) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلال خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

جدول ۷. نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش (متغیر وابسته ارزش شرکت)

نام متغیر	نماد متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	۰/۰۳۹	۰/۰۰۹	۴/۳۸۳	۰/۰۰۰
هزینه حقوق صاحبان سهام	EQUITY	۱/۱۱۸	۰/۵۳۵	۴/۲۸۶	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۰۲	۰/۰۰۰	۳/۸۳۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۱۱	۰/۰۰۲	-۴/۸۳۳	۰/۰۰۰
فرصت رشد	MTB	۱/۶۶۷1	۰/۰۱۶۵	۱۰/۰۹۶	۰/۰۰۰
آمارهF	۳۲/۷۳	معناداری آماره F			۰/۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	۱/۷۶	ضریب تعیین			۰/۸۲

مأخذ: یافته‌های پژوهش

نتایج نشان می‌دهد که متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام اثرات مثبت و معنادار بر متغیر ارزش شرکت داشته است به طوری که به ازای یک درصد افزایش در متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام، متغیر ارزش شرکت به میزان ۱/۱۱ افزایش خواهد یافت.

دیگر یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد متغیرهای اندازه شرکت و فرصت‌های رشد اثرات مثبت و معنادار و متغیر اهرم مالی اثرات منفی و معنادار بر متغیر درماندگی مالی شرکت داشته است.

۷. نتیجه‌گیری

یکی از موضوعات مهمی که در ارزیابی شرکت‌ها همواره مورد بحث بوده، در نظر گرفتن هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان ابزاری برای تعیین درماندگی مالی و همچنین توجه به شاخص‌های هزینه حقوق صاحبان سهام جهت تغییر در ارزش شرکت است. از این رو در این پژوهش به بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ پرداخته شد. نتیجه فرضیه اول نشان می‌دهد که متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر مثبت و معنادار بر متغیر درماندگی مالی شرکت داشته است به طوری که به ازای یک درصد افزایش در متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام، متغیر درماندگی مالی شرکت به میزان ۳/۶۹ افزایش خواهد یافت. یافته‌های این فرضیه را می‌توان

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

این‌گونه تفسیر کرد که هزینه حقوق صاحبان سهام انجام شده توسط یک شرکت می‌تواند منجر به درماندگی مالی شود، زیرا پول صرف شده در هزینه حقوق صاحبان سهام افزایش می‌یابد. از آنجا که برخی دارایی‌های جاری برای پرداخت سود سهام و سود استفاده می‌شود، سطح بالای هزینه حقوق صاحبان سهام در ساختار سرمایه شرکت خطر درماندگی مالی را افزایش می‌دهد. درماندگی مالی شرکت‌ها ناشی از آن است که شرکت مجبور است تعهدات مالی خود را به صورت سود سهام انجام دهد و یا خطر ورشکستگی مدیران را مجبور می‌کند تا به روشی کارآمد کار کنند که سودآوری شرکت را افزایش دهد؛ بنابراین برای جلوگیری از درماندگی مالی شرکت باید هزینه سهام خود را کاهش دهد. این نتیجه با نتایج آنا و نیلا (۲۰۱۷) که نشان دادند هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر قابل توجهی بر درماندگی مالی دارد، همخوانی دارد.

با توجه به نتیجه فرضیه اول پژوهش که نشان می‌دهد هزینه حقوق صاحبان سهام بر درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر مثبت و معنادار دارد، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تحلیل گران مالی در این بازار پیشنهاد می‌شود که در ارزیابی شرکت‌ها، به این موضوع توجه داشته و افزایش در متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام را به عنوان ابزاری برای تعیین درماندگی مالی در نظر بگیرند.

نتیجه فرضیه دوم نشان می‌دهد که متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام اثر مثبت و معنادار بر متغیر ارزش شرکت داشته است به طوری که به ازای یک درصد افزایش در متغیر هزینه حقوق صاحبان سهام، متغیر ارزش شرکت به میزان ۱/۱۱ افزایش خواهد یافت. یافته‌های این فرضیه را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه حقوق صاحبان سهام کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت، بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه حقوق صاحبان سهام برساند، این نشان می‌دهد که می‌توان به‌درستی هزینه سهام را کنترل کرد که ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. این نتیجه با نتایج آنا و نیلا (۲۰۱۷) که نشان دادند هزینه حقوق صاحبان سهام تأثیر قابل توجهی بر ارزش شرکت دارد، همخوانی دارد.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

با توجه به نتیجه فرضیه دوم پژوهش که نشان می‌دهد هزینه حقوق صاحبان سهام بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معنادار دارد، به پژوهشگران حوزه حسابرسی و مالی و همچنین مدیران شرکت‌های حسابرسی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران توصیه می‌شود جهت تغییر در ارزش شرکت به شاخص‌های هزینه حقوق صاحبان سهام توجه نمایند.

منابع

ایرجی راد، ارسلان، علی بصیری قایمی پسند، علی، حسینعلی بهبهانی، نیلوفر (۱۳۹۷). بررسی تأثیر جریان نقد آزاد، درماندگی مالی و مکانیزم‌های نظارتی بر مدیریت سود، *یازدهمین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت و هفتمین کنفرانس کارآفرینی و نوآوری‌های باز*، تهران، شرکت همایشگران مهر اشراق.

پروازه، فروزان (۱۳۹۵). *تأثیر محدودیت منابع مالی بر رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و ارزش شرکت*، پایان‌نامه غیردولتی، دانشگاه شهید اشرفی اصفهانی.

جلیلی، علی (۱۳۹۹). رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (بر اساس رویکرد مقایسه‌ای شرکت‌های با کیفیت سود بالا و کیفیت سود پایین)، *دومین کنفرانس حسابداری و مدیریت*.

حساس یگانه، یحیی، حبیبی، رضا، نازی، بهزاد (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت دارایی بر درماندگی مالی بانک‌ها، *فصلنامه مطالعات مالی و بانکداری اسلامی*، ۲(۲)،۲۳-۳۴.

خلیلی، یاسمن، مجاهد اثنی‌عشری، رخشان، امیری، میلاد (۱۳۹۷). ارتباط بین درماندگی مالی و شاخص‌های عملکردی در بانک‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *کنفرانس بین‌المللی یافته‌های نوین در حسابداری، مدیریت اقتصاد و بانکداری*، تهران، شرکت همایش آروین البرز.

دموری، داریوش، عارف منش، زهره، عباسی موصلو، خلیل (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیفیت سود و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳(۱)،۴۳-۷۶.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

رستمی، محمدرضا، فلاح شمش لیالستانی، میرفیض، اسکندری، فرزانه (۱۳۹۰). ارزیابی درماندگی مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران: مطالعه مقایسه‌ای بین تحلیل پوششی داده‌ها و رگرسیون لجستیک. *پژوهش‌های مدیریت در ایران*، ۱۵(۳)، ۱۴۷-۱۶۵.

شفیعی سروستانی، راحیل (۱۳۹۵). *بررسی تأثیر هموارسازی و کیفیت سود بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه دولتی وزارت علوم، تحقیقات و فناوری، دانشگاه شهید چمران اهواز، دانشکده اقتصاد و علوم اجتماعی.

گل‌بخش، سارا (۱۳۹۷). مطالعه رابطه بین درماندگی مالی و رفتار حسابرس، سومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری، مدیریت و نوآوری در کسب‌وکار، کرج، دانشگاه جامع علمی کاربردی سازمان همیاری شهرداری‌ها.

گل‌محمدی، مجتبی، پورحیدری، امید، بهارمقدم، مهدی (۱۳۹۶). بررسی تأثیر مدیریت ذی‌نفعان بر سود تقسیمی و ارزش شرکت، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴(۳)،۳۴-۷۶.

Anna, S, Nila, T. (2017) The Influence of Cost of Equity on Financial Distress and Firm Value, Advances in *Economics, Business and Management Research*, 3(4), 32-68.

Boateng, G. Getrude, N. (2011). Humanresource capacity building Assessing the effect of training of branch managers in Ghana: Commercial Bank ltd., *International Journal of business and Management*. 6(3), 63-88.

Bon Kim, Jeong, Mary L.Z. Mab, Haiping Wang. (2016). Financial development and the cost of equity capital:Evidence from China, China, *Journal of Accounting Research*, 8(4), 243–277.

Cleary, S., & Hebb, G. (2016). An efficient and functional model for predicting bank distress: In and out of sample evidence. *Journal of Banking & Finance*, 64(2) 101-111.

Francisco, B, Elena, M. (2020). Does compliance with corporate governance codes help to mitigate financial distress?, Research in *International Business and Finance*, 5(3), 34-65.

Leal, R. P. C. & Da Silva, A. L. C. (2015). Corporate governance, valueand dividend payout in Brazil and Chile. Inter-American Development Bank. Research Network Working Paper, R, 516.

Maghyereh, A, Awartani, B. (2014). Bank Distress Prediction: Empirical Evidence from the Gulf Cooperation Council Countries, Research in *International Business and finance*. 30, 126-147.

Maina, F. G. and Sakwa, M. M, (2012). Understanding Financial Distress among Listed Firms in Nairobi Stock Exchange: A Quantitative Approach Using the Z-Score Multi-Discriminant Financial Analysis Model, Jomo Kenyatta University of Agriculture and Technology, Nairobi, Kenya, 2(3), 98-134.

Senbet, L. W. and Wang, T. Y. (2012). Corporate Financial Distress and Bankruptcy: A Survey. *Foundations and Trends in Finance*, *Forthcoming*, 2(4), 12-19.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47] [DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-11-12]

[DOR: 20.1001.1.23453435.1399.8.32.5.7]

[DOI: 10.52547/qjfep.8.32.47]