

فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی / سال سوم / شماره ۹ / بهار ۹۰ / صفحات ۱۸-۱

تأثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر تصمیمات ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سید عباس هاشمی*

کیوان بکرانی**

تاریخ پذیرش: ۹۰/۱/۱۸

تاریخ دریافت: ۸۹/۸/۳۰

چکیده:

در این پژوهش رابطه بین تصمیمات ساختار سرمایه با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکت برای شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته است. هدف این پژوهش تعیین رابطه میان سه نسبت مالی به عنوان معیارهای ساختار سرمایه با سازوکارهای نظام راهبری و ساختار مالکیت شرکت ها می باشد. در فرضیه اصلی رابطه تصمیمات ساختار سرمایه شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی آزمون می شود. برای تجزیه و تحلیل داده ها، سه مدل رگرسیون تدوین و مورد استفاده قرار گرفت. جامعه آماری، شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۸۱ است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده ها بیانگر تایید هر فرضیه مورد بررسی و در نهایت فرضیه اصلی مورد بررسی با استفاده از داده های ترکیبی می باشد. به بیان دیگر رابطه معنی دار بین تصمیمات ساختار سرمایه شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی وجود دارد.

* استادیار، دانشگاه اصفهان، گروه حسابداری، اصفهان، ایران

** دانشجوی کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: keyvanbakrani@yahoo.com

واژه های کلیدی: ساختار مالکیت، سازوکارهای نظام راهبری، سهامداران نهادی، تصمیمات ساختار سرمایه.

۱- مقدمه

در گذشته افراد جهت تصمیم گیری در خصوص انتخاب محل های سرمایه گذاری تنها به اطلاعات مالی به دست آمده از صورت های که بر مبنای ارزش های تاریخی تهیه می شد و توسط کارشناسان مورد تحلیل قرار می گرفت اکتفا می کردند. ولی از زمان فروپاشی شرکت های بزرگی نظیر انرون و ورلدکام درخصوص عدم افشاء رسوایی های مالی مدیران شرکت ها سرمایه گذاران توجه بیشتری به نقش برجسته نظام راهبری و اصول آن دارند. در طرف دیگر پس از جدا شدن شخصیت حقوقی بنگاه های تجاری از شخصیت حقیقی مالکان آنها و توسعه تجارت جهانی و احساس نیاز مالکان به منابع تامین مالی بحث چند مالکی در شرکت ها شکل گرفت و موجب بوجود آمدن شرکت های سهامی شد. در این میان هر کدام از سهامداران بخصوص آنهاییکه دارای نفوذ بیشتری بودند، «که عمدتاً بخاطر بالابودن حجم سرمایه شان بود»، سعی در جهت دادن تصمیمات مالی شرکت ها بسوی منافع خود بودند. مهمترین تصمیمات مالی در یک شرکت مربوط به تصمیمات در خصوص گونه های متنوع تامین مالی و هزینه های مربوط به ساختار سرمایه است که امروزه یکی از مباحث اصلی مدیریت مالی می باشد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

برای سالیان متمادی در گذشته، اقتصاددانان فرض می کردند که تمامی گروه های مربوط به یک شرکت سهامی برای یک هدف مشترک فعالیت می کنند. اما در سی سال گذشته موارد بسیاری از تضاد منافع بین گروه ها و چگونگی مواجهه شرکت ها با این گونه تضادها توسط اقتصاددانان مطرح شده است (حساس یگانه، ۱۳۸۵). نظام راهبری شرکت با تمرکز بر شفاف سازی و افشای اطلاعات و با استفاده از مکانیزم ها و تمهیدات خود سعی در حذف تمرکز قدرت در شرکت ها و تفکیک کامل مدیریت از مالکیت دارد و تلاش می کند تا امور به صلاح کل سهامداران اصلاح شود (شلیفر و ویشنی^۱، ۱۹۹۷). از جمله مهمترین تصمیمات مدیریتی شرکت ها تامین مالی در کنار تعیین محل مصرف آنها بوده و هست. از طرف دیگر سازمان های

^۱. Shleifer and Vishny

امروزی به منظور کاهش تضاد میان سهامداران و مدیریت بر جداسازی مالکیت از مدیریت تاکید می‌ورزند، لذا با افزایش تعداد سهامداران به ویژه سهامداران عمده، سعی می‌کنند بر تصمیم‌گیری‌های مدیریت نظارت داشته باشند (جنسن^۱، ۱۹۸۹). زمانیکه درصد مالکیت نهادی به اندازه کافی بالا باشد، نظارت مالکان نهادی، مانع از عملکرد ضعیف مدیران خواهد شد (باشی^۲، ۱۹۹۸). از آنجا که شکل‌های گوناگون تامین مالی بر ساختار سرمایه و نرخ هزینه سرمایه شرکت اثرگذار است و از سوی دیگر اینگونه تصمیمات نیز تحت تاثیر چگونگی ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکت است، لازم است که میزان تاثیرگذاری نظام راهبری و ساختار مالکیت را بر ساختار سرمایه نشان داد.

لاری^۳ (۲۰۱۰) به بررسی ارتباط ساختار مالکیت و نوع فعالیت شرکت با ساختار سرمایه پرداخته است. این بررسی در کشور چین و با استفاده از داده‌های تابلویی و رگرسیون چند متغیره با حجم نمونه ۷۸۹ شرکت در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۰ الی ۲۰۰۶ انجام شده است. نتیجه این بررسی حاکی از استفاده کمتر از تامین مالی از طریق بدهی در شرکت‌هایی است که مکانیزم‌های نظام راهبری آنها در سطح بالایی اجرا می‌شود. همچنین نوع صنعتی که شرکت در آن فعالیت دارد پس از ساختار مالکیت و مکانیزم‌های نظام راهبری شرکتی آثار مثبتی بر ساختار سرمایه دارد.

گادفرد و همکاران^۴ (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی با تصمیمات ساختار سرمایه پرداختند. این بررسی در کشور غنا و در بازه زمانی سال‌های ۲۰۰۲ الی ۲۰۰۷ و با استفاده از داده‌های تابلویی انجام گرفته است. نتیجه پژوهش آنها نشان داد که مدیرانی که درصدی از سهام شرکت را در اختیار دارند، به دلیل ایجاد مزیت مالیاتی، نحوه‌ی تامین مالی از طریق بدهی‌های بلندمدت را انتخاب می‌کنند تا از طریق انتشار سهام، حسن و بوت (۲۰۰۹) به بررسی ارتباط میان ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکت‌ها در پاکستان پرداختند. در این پژوهش تاثیر سهامداران (سهامداران نهادی^۵) نیز بر تصمیمات مالی مورد مطالعه قرار گرفته است. این پژوهش با جامعه آماری ۵۸ شرکت در فاصله بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۵ و در بورس اوراق بهادار پاکستان و با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره با

1. Jensen

2. Bushee

3. Larry

4. Godfred, et al.

5. Institutional Shareholding

مدل آثار ثابت^۱ انجام شده است. نتیجه بررسی ها نشان می دهد که اندازه هیات مدیره و سهام مدیریتی رابطه مثبت و معنی داری با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام دارد. از طرف دیگر هیچ رابطه ای بین نحوه ی تامین مالی با تفکیک مدیر عامل از هیات مدیره و درصد مدیران غیرموظف در هیات مدیره مشاهده نشده است.

اشرفی (۱۳۸۹) به بررسی ارتباط سازوکارهای راهبری شرکت با ساختار سرمایه پرداخته است. در این پژوهش آثار متقابل اهرم مالی شرکت و سازوکارهای راهبری مورد مطالعه قرار گرفته است. در این پژوهش تعداد ۸۰ شرکت و در بازه زمانی ۸ ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۷) و از داده های تابلویی استفاده کرده است. نتیجه این پژوهش نشان دهنده ی وجود رابطه معنادار میان مالکیت نهادی به عنوان مکانیزم نظام راهبری و ساختار سرمایه است. از طرف دیگر میان درصد اعضای هیات مدیره غیرموظف و همچنین تفکیک مدیر عامل از هیات مدیره هیچ رابطه معناداری با ساختار سرمایه مشاهده نشده است.

آل علی (۱۳۸۸) به بررسی رابطه میان ساختار سرمایه و ساختار مالکیت و تعیین برخی از ویژگی های تاثیر گذار بر ساختار سرمایه پرداخته است. این بررسی در خصوص ۷۷ شرکت و بازه زمانی ۷ ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۶) با داده های تابلویی و ۳ مدل رگرسیون چند متغیره در دو طرح تلفیقی و مقطعی انجام شده است. نتیجه بیانگر رابطه معنادار بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت است.

۳- فرضیه ها

فرضیه اصلی: بین تصمیمات ساختار سرمایه شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۱: بین نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۲: بین نسبت بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد.

فرضیه فرعی ۳: بین نسبت جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی ها شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد.

^۱. Fixed Effect Model

۴- روش پژوهش

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش بر حسب شاخص اصلی عبارتند از:

❖ متغیرهای تصمیمات ساختار سرمایه

نسبت های بدهی های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام، بدهی های کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام و نسبت جمع کل بدهی به جمع دارایی ها به صورت جداگانه و در مدل های مجزا به عنوان ساختار سرمایه بکار گرفته خواهند شد.

❖ متغیرهای ساختار مالکیت

درصد سهامداران حقیقی، درصد سهامداران نهادی، درصد سهام مدیریتی

❖ متغیرهای نظام راهبری

اندازه هیات مدیره، درصد مدیران غیر موظف، درصد مدیران موظف، عضویت مدیر عامل در هیات مدیره.

❖ متغیرهای کنترل

اندازه شرکت، نسبت دارای های ثابت مشهود به کل دارایی ها، نوسانات درآمدی، رشد فروش بر اساس مبانی نظری موضوع و پژوهش گادفرد و همکاران (۲۰۰۹)، این پژوهش جهت آزمون فرضیه های فوق سه مدل رگرسیون را مورد استفاده قرار داده است. برای تعیین تاثیر پذیری نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام شرکت از ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی، از مدل (۱) استفاده می شود:

$$\begin{aligned} (LD/E)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 (MLG)_{it} + \beta_2 (IND)_{it} + \beta_3 (INSTSH)_{it} + \beta_4 (BZ)_{it} \\ & + \beta_5 (\%NED)_{it} + \beta_6 (\%ED)_{it} + \beta_7 (CEO\ DUALITY)_{it} \\ & + \beta_8 (SZ)_{it} + \beta_9 (ASSET'S)_{it} + \beta_{10} (\Delta EPS)_{it} + \beta_{11} (GS)_{it} + \varepsilon_t \quad (1) \end{aligned}$$

سپس برای تعیین تاثیر ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی بر نسبت بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت، از مدل (۲) استفاده شده است:

$$\begin{aligned} (SD/E)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 (MLG)_{it} + \beta_2 (IND)_{it} + \beta_3 (INSTSH)_{it} + \beta_4 (BZ)_{it} \\ & + \beta_5 (\%NED)_{it} + \beta_6 (\%ED)_{it} + \beta_7 (CEO\ DUALITY)_{it} \\ & + \beta_8 (SZ)_{it} + \beta_9 (ASSET'S)_{it} + \beta_{10} (\Delta EPS)_{it} + \beta_{11} (GS)_{it} + \varepsilon_t \quad (2) \end{aligned}$$

و در نهایت به منظور تعیین رابطه میان نسبت جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی های شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی، مدل (۳) بکار گرفته شده است:

$$\begin{aligned} (D/A)_{it} = & \beta_0 + \beta_1 (MLG)_{it} + \beta_2 (IND)_{it} + \beta_3 (INSTSH)_{it} + \beta_4 (BZ)_{it} \\ & + \beta_5 (\%NED)_{it} + \beta_6 (\%ED)_{it} + \beta_7 (CEO DUALITY)_{it} + \beta_8 (SZ)_{it} \\ & + \beta_9 (ASSET'S)_{it} + \beta_{10} (\Delta EPS)_{it} + \beta_{11} (GS)_{it} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

کلید متغیرهای مورد استفاده در مدل ها در جدول (۱) معرفی و نحوه محاسبه آنها توضیح داده شده است.

۵- معرفی و نحوه محاسبه متغیرها

برای بدست آوردن متغیرهای تحقیق، کلید داده های استخراج شده از صورت های مالی شرکت های نمونه، طبق فرمول مندرج در جدول (۱) محاسبه شده اند.

جدول ۱: معرفی و نحوه محاسبه متغیرهای پژوهش

شایوه محاسبه	نماد انگلیسی	شاخص
نسبت بدهی های بلند مدت به حقوق صاحبان سهام	LD/E	تصمیمات ساختار سرمایه
نسبت بدهی های کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام	SD/E	تصمیمات ساختار سرمایه
نسبت جمع کل بدهی ها به جمع دارایی های شرکت	D/A	تصمیمات ساختار سرمایه
شایوه محاسبه	نماد انگلیسی	شاخص
مندرج در صورت های مالی شرکت ها	IND	میزان سهامداران حقیقی
مندرج در صورت های مالی شرکت ها	INSTSH	میزان سهامداران نهادی
با استفاده از اطلاعات صورتجلسه هیات مدیره محاسبه می شود.	MLG	میزان سهام مدیریتی
مندرج در صورت های مالی شرکت ها	BZ	اندازه هیات مدیره
نسبت تعداد اعضاء غیر موظف به کل تعداد هیات مدیره	%NED	درصد مدیران غیر موظف
نسبت تعداد اعضاء موظف به کل تعداد هیات مدیره	%ED	درصد مدیران موظف
متغیر مجازی بوده و ارزش های صفر و یک به خود می گیرد.	CEO DUALITY	مدیر عامل عضوی از هیات مدیره
اندازه شرکت = لگاریتم طبیعی جمع دارایی ها	SZ	-
نسبت دارای های ثابت مشهود به کل دارایی ها	ASSET'S	-
نوسانات درآمدی = EPS پیش بینی اول سال - EPS واقعی پایان سال	ΔEPS	-
رشد فروش = لگاریتم طبیعی مجموع فروش	GS	-

مأخذ: یافته های پژوهشگر

در این پژوهش درصد سهام متعلق به سهامداران نهادی به صورت زیر تعریف می‌گردد:

در این پژوهش، نهادی بودن سهامداران بر مبنای استاندارد حسابداری شماره ۲۰ ایران و بیانیه شماره ۱۸ هیات اصول حسابداری تعیین شده است. بر اساس بیانیه‌های مذکور «سرمایه گذاری مستقیم یا غیر مستقیم در دست کم ۲۰٪ سهام با حق رای واحد سرمایه پذیر به اعمال نفوذ موثر در واحد سرمایه پذیر منجر می‌گردد مگر این که خلاف آن مشاهده شود».

همچنین سهام مدیریتی با استفاده از صورت جلسات هیات مدیره به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

(۴)

$$\text{سهام مدیریتی} = (I * \text{مدیره هیات اعضای تعداد}) / (\text{سهام کل تعداد})$$

تعداد سهام مورد نیاز جهت انتخاب تعداد مورد نظر از اعضای هیات مدیره = I

۶- نوع پژوهش

در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. آزمون‌های F لیمر، F هاسمن و آزمون هادری مورد استفاده قرار گرفته است. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها از آزمون F فیشر و t استیودنت استفاده شده است.

۷- جامعه آماری و نمونه

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده به عنوان نمونه انتخاب شدند:

(۱) از سال ۱۳۸۱ در بورس پذیرفته شده باشند و تا سال ۱۳۸۸ هر سه ماه یک بار سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد؛

(۲) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد؛

(۳) در طی دوره مالی مورد بررسی تغییر سال مالی نداشته باشد؛

(۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک و لیزینگ نباشند؛

(۵) در کلیه سال‌های مورد رسیدگی، از طریق بدهی بلندمدت و جاری تأمین مالی داشته باشند.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۷۵ شرکت انتخاب شدند. قلمرو مکانی تحقیق، کلیه شرکت‌های

پذیرفته شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ می باشد.

۸- یافته های پژوهش

۸-۱- آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش به شرح جدول (۲) ارائه شده است:

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

نوع متغیر	متغیر	میانگین	انحراف معیار	کشیدهی	چولگی	جار کو برا	سطح بحرانی
وابسته	LD/E	۰,۳۳۵۴۸۸	۰,۵۶۳۲۵۴	۵,۴۴۷۲۶۴	۴۳,۸۶۵۸۴	۴۴۷۱۷,۶۹	۰,۰۰۰۰
وابسته	SD/E	۲,۸۱۱۷۱۳	۴,۶۵۴۱۳۶	۱۱,۶۵۹۹۶	۱۸۶,۴۷۶۸	۸۵۵۱۸۹,۱	۰,۰۰۰۰
وابسته	D/A	۰,۱۵۰۷۰۲	۰,۲۱۵۹۲۵	۲,۰۴۷۳۰۵	۶,۰۴۰۰۶۷	۶۵۰,۱۹۵۹	۰,۰۰۰۰
مستقل	%MLG	۰,۰۴۵۸۱۲	۰,۰۰۶۴۴۹	۱,۹۱۷۲۲۸	۶,۷۳۷۹۶۷	۷۱۷,۰۷۸	۰,۰۰۰۰
	%INSTSH	۰,۴۵۸۸۱۷	۰,۲۹۴۷۵۰	-۰,۳۵۱۲۵۳	۲,۰۱۳۸۳۸	۳۶,۶۵۰۷۴	۰,۰۰۰۰
	%IND	۰,۱۰۳۵۰۰	۰,۲۲۲۳۵۲	۱,۹۹۵۱۳۶	۵,۶۲۵۷۳۲	۵۷۰,۴۱۸۳	۰,۰۰۰۰
	%ED	۰,۳۹۳۳۶۷	۰,۱۹۶۶۵۸	۰,۴۲۱۳۱۴	۳,۳۴۵۶۵۵	۲۰,۷۳۷۴۷	۰,۰۰۰۰
	%NED	۰,۵۹۷۲۰	۰,۱۹۷۵۴۵	-۰,۳۹۸۱۶۲	۳,۳۵۸۸۵۸	۱۹,۰۷۲۷۲	۰,۰۰۰۰
	CEODUALITY	۰,۸۸۵۰۰۰	۰,۳۱۹۲۸۸	۲,۴۱۳۶۲۷	۶,۸۲۵۵۹۶	۹۴۸,۴۳۹۱	۰,۰۰۰۰
	BZ	۴,۴۱۳۳۳	۰,۶۸۵۵۲۱	۱,۷۷۶۷۸۱	۶,۰۲۳۸۹۷	۵۴۴,۳۹۴۰	۰,۰۰۰۰
کنترل	SZ	۵,۶۲۰۲۱۷	۰,۵۷۹۷۱۲	۰,۷۶۶۳۶۲	۳,۶۶۴۷۹۰	۶۹,۷۷۹۶۹	۰,۰۰۰۰
	GS	۵,۴۹۰۳۰	۰,۵۶۵۹۴۵	۰,۹۳۵۵۵۵	۴,۱۹۸۴۰۹	۱۲۳,۴۳۱۰	۰,۰۰۰۰
	ASSETT	۰,۲۰۴۹۳۵	۰,۱۴۹۴۴۰	۱,۴۹۳۴۵۲	۶,۳۰۲۸۴۴	۴۷۹,۴۹۵۱	۰,۰۰۰۰
	%ΔEPS	-۰,۲۹۵۴۸۳	۴,۳۵۳۳۱۰	-۱۸,۶۱۰۱۹	۴۰۱,۴۳۲۱	۴۰۰,۷۳۲۳	۰,۰۰۰۰

مأخذ: یافته های پژوهشگر

۸-۲- آزمون فرضیه فرعی اول

بر اساس فرضیه فرعی اول بیان شده بود که بین نسبت بدهی بلندمدت به حقوق صاحبان سهام شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد. در ابتدا مانایی متغیرها با استفاده از آزمون هادری بررسی و همانطور که در جدول شماره (۳) مشاهده می شود، P-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. پس از آن آزمون های F لیمر و هاسمن انجام شد و نتایج آن

به همراه نتیجه آزمون فرضیه مذکور، که در سطح داده های تابلویی با استفاده از مدل (۱) آزمون گردید در جدول (۳) منعکس شده است.

جدول ۳: نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه فرعی اول

$(LD/E)_{it} = \beta_0 + \beta_1(MLG)_{it} + \beta_2(IND)_{it} + \beta_3(INSTSH)_{it} + \beta_4(BZ)_{it} + \beta_5(\%NED)_{it} + \beta_6(\%ED)_{it} + \beta_7(CEO\ DUALITY)_{it} + \beta_8(SZ)_{it} + \beta_9(ASSET'S)_{it} + \beta_{10}(\Delta EPS)_{it} + \beta_{11}(GS)_{it} + \varepsilon_{it}$					
تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۶۰۰ سال - شرکت ^۱					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هادری
BZ	۰,۱۹۶۶۳۳	۰,۰۴۷۴۰۵	۴,۱۴۷۹۶۰	۰,۰۰۰۰	۱۰,۹۱۵۳ (۰,۰۰۰۰)
%ED	-۲,۹۰۳۹۶۰	۰,۹۸۱۹۹۷	-۲,۹۵۷۱۹۸	۰,۰۰۳۲	۸,۲۴۹۳۴ (۰,۰۰۰۰)
%NED	-۲,۸۸۵۱۶۷	۰,۹۸۱۱۷۵	-۲,۹۴۰۵۲۳	۰,۰۰۳۴	۸,۵۴۹۷۶ (۰,۰۰۰۰)
CEODUALITY	-۰,۰۱۵۴۷۸	۰,۰۰۴۲۵۵	-۳,۶۳۷۳۷۱	۰,۰۰۰۳	۱۱,۰۷۳۸ (۰,۰۰۰۰)
%INSTSH	-۰,۰۰۹۷۸۴	۰,۰۰۴۲۴۷	-۲,۳۰۳۸۲۶	۰,۰۲۱۶	۶,۶۱۰۳۶ (۰,۰۰۰۰)
%IND	-۰,۰۰۸۱۴۹۲	۰,۰۰۳۶۰۹	-۲۲,۵۸۰۶۳	۰,۰۰۰۰	۷,۴۷۷۸۴ (۰,۰۰۰۰)
%MLG	-۲,۰۷۴۹۸۱	۵,۱۹۴۰۲۹	-۳,۹۹۴۹۳۶	۰,۰۰۰۱	۱۰,۹۰۸۶ (۰,۰۰۰۰)
SZ	-۰,۰۵۵۱۳۷	۰,۰۰۲۶۶	-۲۰,۷۳۰۲۴	۰,۰۰۰۰	۱۳,۶۸۰۳ (۰,۰۰۰۰)
GS	۰,۰۰۲۲۶۵	۰,۰۰۱۱۳۴	۱,۹۹۶۶۵۸	۰,۰۴۶۴	۱۲,۵۶۹۹ (۰,۰۰۰۰)
ASSET'S	۰,۱۸۸۶۳۱	۰,۰۱۴۸۳۵	۱۲,۷۱۵۵	۰,۰۰۰۰	۱۰,۸۵۳۰ (۰,۰۰۰۰)
%ΔEPS	۰,۰۰۰۰۰۱	۰,۰۰۰۰۲۸	۰,۰۴۲۴۲۸	۰,۹۶۶۲	۶,۰۹۵۹۱ (۰,۰۰۰۰)
C	۳,۳۱۸۰۰۵	۰,۹۷۱۳۹۰	۳,۴۱۵۷۳	۰,۰۰۰۷	-
(LD/E)	-	-	-	-	۱۱,۲۰۶۷ (۰,۰۰۰۰)
R ²	۰,۶۴۹۷۲۳	آماره دوربین-واتسون	۱,۸۳۹۱۹۲		
آماره F فیشر	۷۹,۱۴۱۸۶	p-value	۰,۰۰۰۰		
آزمون F لیمر			۵,۰۴۰۴۳۴ (۰,۰۰۰۰)		
آزمون هاسمن			۶,۹۶۰۹۵۲ (۰,۸۰۲۲)		

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با (۰,۰۰۰) می باشد فرضیه H₀ رد شده است (p-value ≤ ۰,۰۵) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰,۸۰۲۲) می باشد فرضیه H₁ رد شده است (p-value ≤ ۰,۰۵) و در نتیجه روش اثرات تصادفی پذیرفته می شود. از آنجائیکه

^۱ - جامعه آماری پژوهش مربوط به ۷۵ شرکت در بازه زمانی ۸ سال است (۶۰۰ سال - شرکت)

P-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده، کل رگرسیون معنی دار است. همچنین P-value آماره t برای تک تک ضرایب، نشان می دهد فرضیه H_0 برای ED، BZ، NED، CEODUALITY، IND، MLG، INSTSH رد می شود. بنابراین بین پنج متغیر مستقل مذکور با نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت می توان رابطه معنی داری یافت. با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 به دست آمده نشان می دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند که ۶۴ درصد رابطه با متغیر وابسته را توجیه کنند. بنابراین رابطه دقیقی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد و لذا می توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود. معادله رگرسیون برآزش شده جهت توضیح رابطه ساختار مالکیت، سازوکارهای نظام راهبری و نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام به شرح رابطه (۵) می باشد.

$$\begin{aligned} (LD/E)_{it} = & 3.32 + 0.197 * BZ_{it} - 2.904 * ED_{it} - 2.88 * NED_{it} \\ & - 0.015 * CEODUALITY_{it} - 0.01 * INSTSH_{it} - 0.08 * IND_{it} \\ & - 20.75 * MLG_{it} - 0.055 * SZ_{it} + 0.002 * GS_{it} + 0.188 * ASSET_{it} \\ & + 0.000001 * EPS_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

آزمون فرضیه فرعی دوم

بر اساس فرضیه فرعی دوم بیان شده بود که بین نسبت بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد. در ابتدا مانایی متغیرها با استفاده از آزمون هادری بررسی و همانطور که در جدول شماره (۴) مشاهده می شود، P-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. پس از آن آزمون های F لیمر و هاسمن انجام شد و نتایج آن به همراه نتیجه آزمون فرضیه مذکور، که در سطح داده های تابلویی با استفاده از مدل (۲) آزمون گردید در جدول (۴) منعکس شده است.

با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با (۰,۰۰۰) می باشد فرضیه H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0,05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته

می شود. برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰,۴۲۸۲) می باشد فرضیه H_1 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0,05$) و در نتیجه روش اثرات تصادفی پذیرفته می شود. از آنجائیکه P-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده، کل رگرسیون معنی دار است. همچنین P-value آماره t برای تک تک ضرایب، نشان می دهد فرضیه H_0 برای BZ، ED، NED، CEODUALITY، IND، MLG، INSTSH، رد می شود. بنابراین بین پنج متغیر مستقل مذکور با نسبت بدهی بلند مدت به حقوق صاحبان سهام شرکت می توان رابطه معنی داری یافت.

جدول ۴: نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه فرعی دوم

تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۶۰۰ سال - شرکت					
متغیرها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هادری
BZ	۰,۹۲۹۶۱۳	۰,۱۵۲۲۰۶	۶,۱۰۷۵۹۹	۰,۰۰۰۰	۱۰,۹۱۵۳ (۰,۰۰۰۰)
ED%	-۳۷,۳۱۸۱۸	۴,۵۴۱۱۸۱	-۸,۱۹۵۷۰۶	۰,۰۰۰۰	۸,۲۴۹۳۴ (۰,۰۰۰۰)
NED%	-۳۶,۷۲۰۹۹	۴,۵۲۲۴۳۲	-۸,۱۱۹۷۴۳	۰,۰۰۰۰	۸,۵۴۹۷۶ (۰,۰۰۰۰)
CEODUALITY	-۰,۱۱۳۵۳۷	۰,۰۴۴۵۸۱	-۲,۵۴۶۷۸۰	۰,۰۱۱۲	۱۱,۰۷۳۸ (۰,۰۰۰۰)
INSTSH%	-۰,۸۱۵۴۶۷	۰,۰۵۷۱۱۳	-۱۴,۲۷۸۰۶	۰,۰۰۰۰	۶,۶۱۰۳۶ (۰,۰۰۰۰)
IND%	-۰,۳۶۰۵۱۴	۰,۰۴۰۹۵۱	-۶,۳۶۱۵۴۶	۰,۰۰۰۰	۷,۴۷۷۸۴ (۰,۰۰۰۰)
MLG%	-۱۰۹,۳۸۹۲	۱۵,۷۸۷۵۸	-۶,۹۲۸۸۱۳	۰,۰۰۰۰	۱۰,۳۹۰۸۶ (۰,۰۰۰۰)
SZ	-۰,۲۷۷۷۶۶	۰,۰۳۰۷۲۲	-۹,۰۴۱۱۷۲	۰,۰۰۰۰	۱۳,۶۸۰۳ (۰,۰۰۰۰)
GS	۰,۱۱۱۴۲۱	۰,۰۱۲۰۲۱	۹,۲۶۹۲۱۰	۰,۰۰۰۰	۱۲,۵۶۹۹ (۰,۰۰۰۰)
ASSET'S	-۰,۴۹۱۵۷۱	۰,۰۴۴۱۶۷	-۱۱,۱۲۹۷۴	۰,۰۰۰۰	۱۰,۸۵۳۰ (۰,۰۰۰۰)
Δ EPS%	۰,۰۰۱۳۳۶	۰,۰۰۰۱۱۹	۱۱,۲۴۵۷۰	۰,۰۰۰۰	۶,۰۹۵۹۱ (۰,۰۰۰۰)
C	۴۰,۱۳۹۳۵	۴,۵۱۰۵۸۳	۸,۸۹۸۳۹۴	۰,۰۰۰۰	-
(SD/E)	-	-	-	-	۱۰,۴۲۸۳ (۰,۰۰۰۰)
R2	۰,۶۱۷۵۸۶	آماره دورین-واتسون		۲,۱۱۴۷۲۱	
آماره F فیشر	۶۸,۹۰۵۳۴	p-value		۰,۰۰۰۰۰۰	
آزمون F لیمر	۳,۹۵۴۹۸۷ (۰,۰۰۰۰)				
آزمون هاسمن	۱۱,۱۸۱۰۸۸ (۰,۴۲۸۲)				

مأخذ: یافته های پژوهشگر

با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 به دست آمده نشان می دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند که ۶۲ درصد رابطه با متغیر وابسته را توجیه کنند. بنابراین رابطه دقیقی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد ولذا می توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود. معادله رگرسیون برازش شده جهت توضیح رابطه ساختار مالکیت، سازوکارهای نظام راهبری و نسبت بدهی کوتاه مدت به حقوق صاحبان سهام به شرح رابطه (۶) می باشد:

$$\begin{aligned} (SD/E)_{it} = & 40.14 - 0.93 (BZ)_{it} - 37.22 (ED)_{it} - 36.72 (NED)_{it} \\ & - 0.114 (CEODUALITY)_{it} - 0.82 (INSTSH)_{it} + 0.26 (IND)_{it} \\ & + 109.39 (MLG)_{it} - 0.28 (SZ)_{it} - 0.11 (GS)_{it} - 0.49 (ASSET'S)_{it} \\ & + 0.0013 (\Delta EPS)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

۸-۳- آزمون فرضیه فرعی سوم

بر اساس فرضیه فرعی سوم بیان شده بود که بین نسبت جمع کل بدهی ها به جمع کل دارایی های شرکت با ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکتی رابطه وجود دارد. در ابتدا مانایی متغیرها با استفاده از آزمون هادری بررسی و همانطور که در جدول شماره (۵) مشاهده می شود، P-value آزمون هادری برای تک تک متغیرها کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده و بنابراین تک تک متغیرها مانا می باشند. پس از آن آزمون های F لیمر و هاسمن انجام شد و نتایج آن به همراه نتیجه آزمون فرضیه مذکور، که در سطح داده های تابلویی با استفاده از مدل (۳) آزمون گردید در جدول (۵) منعکس شده است.

با توجه به اینکه مقدار p-value به دست آمده از آزمون F لیمر برابر با (۰,۰۰۰) می باشد فرضیه H_0 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0,05$) و روش داده های تابلویی پذیرفته می شود. برای انتخاب بین مدل های اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده شده است. از آنجایی که p-value به دست آمده از آزمون هاسمن برابر با (۰,۳۶۸۴) می باشد فرضیه H_1 رد شده است ($p\text{-value} \leq 0.05$) و در نتیجه روش اثرات تصادفی پذیرفته می شود. از آنجایی که P-value آماره F فیشر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش بوده، کل رگرسیون معنی دار است.

جدول ۵: نتایج تجزیه و تحلیل داده ها جهت آزمون فرضیه فرعی سوم

تعداد مشاهدات برای هر متغیر: ۶۰۰ سال - شرکت					
متغیر ها	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	p-value	آزمون هادری
BZ	۰,۳۶۲۰۴	۰,۰۵۰۶۹۷	۰,۷۱۴۱۲۷	۰,۴۷۵۵	۱۰,۹۱۵۳ (۰,۰۰۰۰)
ED%	۲,۸۸۶۸۱۰	۱,۱۴۵۴۱۹	۲,۵۲۰۳۰۹	۰,۰۱۲۰	۸,۲۴۹۳۴ (۰,۰۰۰۰)
NED%	۲,۸۸۴۱۷۳	۱,۱۴۵۳۲۱	۲,۵۱۸۲۲۴	۰,۰۱۲۱	۸,۵۴۹۷۶ (۰,۰۰۰۰)
CEODUALITY	-۰,۰۰۵۳۴۵	۰,۰۰۷۰۳۳	-۰,۷۶۰۰۲۴	۰,۴۴۷۶	۱۱,۰۷۳۸ (۰,۰۰۰۰)
INSTSH%	۰,۰۱۷۸۷۶	۰,۰۰۹۰۱۴	۱,۹۸۳۰۵۶	۰,۰۴۷۹	۶,۶۱۰۳۶ (۰,۰۰۰)
IND%	-۰,۰۱۱۵۰۳	۰,۰۰۸۰۴۹	-۱,۴۲۹۰۵۹	۰,۱۵۳۶	۷,۴۷۷۸۴ (۰,۰۰۰)
MLG%	-۳,۸۷۳۵۸۵	۵,۴۹۹۳۱۱	-۰,۷۰۴۳۷۶	۰,۴۸۱۵	۱۰,۹۰۸۶ (۰,۰۰۰۰)
SZ	-۰,۰۰۸۳۲۴	۰,۰۰۵۲۶۵	-۱,۵۸۱۲۲۹	۰,۱۱۴۴	۱۳,۶۸۰۳ (۰,۰۰۰۰)
GS	-۰,۰۰۹۵۱۶	۰,۰۰۳۵۵۲	-۲,۶۷۸۸۸۴	۰,۰۰۷۶	۱۲,۵۶۹۹ (۰,۰۰۰۰)
ASSET'S	۰,۱۱۸۰۰۴	۰,۰۱۵۸۱۷	۷,۶۰۶۶۱	۰,۰۰۰۰	۱۰,۸۵۳۰ (۰,۰۰۰۰)
ΔEPS%	۰,۰۰۰۰۶۱۹	۰,۰۰۰۱۵۹	۰,۳۸۹۱۲۰	۰,۶۹۷۳	۶,۰۹۵۹۱ (۰,۰۰۰)
C	۲,۷۰۹۱۹۶	۱,۱۲۸۳۲۹	۲,۴۰۱۰۶۹	۰,۰۱۶۷	-
(D/A)	-	-	-	-	۹,۶۷۷۶۴ (۰,۰۰۰۰)
R2	۰,۷۱۳۶۰۳	آماره دورین-واتسون	۱,۸۳۰۲۸۱		
آماره F فیشر	۱۰۶,۳۱۰۶	p-value	۰,۰۰۰۰		
آزمون F لیمر			۶,۱۷۸۶۳۴ (۰,۰۰۰۰)		
آزمون هاسمن			۱۱,۹۳۷۰۶۱ (۰,۳۶۸۴)		

مأخذ: یافته های پژوهشگر

همچنین مقدار p-value آماره t به دست آمده برای تک تک ضرایب، نشان می دهد فرضیه H_0 برای ED، NED، INSTSH رد می شود و فرضیه H_0 برای BZ، CEODUALITY، IND، MLG تایید می شود. بنابراین بین سه متغیر مستقل ED، NED، INSTSH با نسبت جمع بدهی به جمع دارایی ها می توان رابطه معنی داری یافت. در طرف دیگر رابطه ی معناداری بین BZ، CEODUALITY، IND، MLG با نسبت جمع بدهی به جمع دارایی ها نمی توان یافت.

با مقایسه آماره دوربین واتسون به دست آمده با مقدار محاسبه شده آن در جدول، مشخص شد که مدل فوق دارای خود همبستگی نمی باشد. R^2 به دست آمده نشان می دهد که متغیرهای مستقل مدل قادر هستند که ۷۱ درصد رابطه با متغیر وابسته را توجیه کنند. بنابراین رابطه دقیقی بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته وجود دارد و لذا می توان از آن در جهت پیش بینی استفاده نمود.

با توجه به موارد مذکور می توان گفت بین عناصر ساختار مالکیت، سازوکارهای نظام راهبری با نسبت جمع بدهی به جمع دارای ها به جز عناصر ذکر شده در بالا رابطه ای معنی داری در سطح ۹۵ درصد وجود دارد.

معادله رگرسیون برازش شده جهت توضیح ساختار مالکیت، سازوکارهای نظام راهبری و نسبت جمع بدهی به جمع دارایی ها به شرح رابطه (۷) می باشد:

$$\begin{aligned} (D/A)_{it} = & - 2.71 + 0.036 * (BZ)_{it} + 2.89 * (ED)_{it} + 2.88 * (NED)_{it} \\ & - 0.005 * (CEODUALITY)_{it} + 0.018 * (INSTSH)_{it} - 0.012 * (IND)_{it} \\ & - 3.87 * (MLG)_{it} - 0.008 * (SZ)_{it} - 0.009 * (GS)_{it} + 0.118 * (ASSET)_{it} \\ & + 0.000062 * (EPS)_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (7)$$

۹- نتیجه گیری

با توجه به نتایج آزمون سه فرضیه فرعی در خصوص تایید و رد رابطه معناداری بین متغیرهای مدل (تصمیمات ساختار سرمایه، ساختار مالکیت و نظام راهبری شرکت) این گونه نتیجه گرفته می شود که فرضیه اصلی پژوهش با استناد به نتایج حاصل از فرضیه فرعی اول و دوم با احتمال ۹۵ درصد مورد تایید قرار گرفت، در خصوص نتیجه فرضیه سوم نیز می توان گفت بین متغیرهای مورد پژوهش به جز مواردی که ناشی از سایر عوامل تاثیر گذار از جمله شرایط اقتصادی، سیاسی، قوانین و ... در طی دوره پژوهش می باشد، رابطه معناداری وجود دارد. رابطه مستقیم و مثبت بین اندازه هیات مدیره با تصمیمات ساختار سرمایه در آزمون فرضیه فرعی اول با پژوهش گادفرد و همکاران (۲۰۰۹) و آزمون فرضیه های اول و دوم با نتیجه پژوهش جنسن (۱۹۸۶)، برگر (۱۹۹۷) و ون (۲۰۰۲) برابری می کند. در خصوص رابطه منفی سهام مدیریتی با مبانی نظری و پژوهش فرند و لنگ (۱۹۸۸) و برایلسزفورد (۲۰۰۲) سازگاری

دارد. در خصوص رابطه میان ساختار مالکیت با ساختار سرمایه که بجاج و دیگران (۱۹۹۸) رابطه ای مثبت ارزیابی کرده اند تنها در خصوص سهامدار نهادی و تنها درمورد فرضیه فرعی سوم برابری می کند. همچنین ون و دیگران (۲۰۰۲) رابطه معکوس بین نسبت های اهرمی و حضور مدیران غیر موظف را یافتند که نتیجه فرضیه فرعی سوم پژوهش حاضر رابطه مستقیم و مثبتی را میان این دو نشان می دهد. نتیجه پژوهش اشرفی (۱۳۸۹) عدم ارتباط میان درصد حضور مدیران غیر موظف در هیات مدیره و اینکه مدیر عامل عضو هیات مدیره باشد را در خصوص نسبت بدهی نشان داد. در این پژوهش در فرضیه سوم عدم رابطه بین نسبت بدهی و اینکه مدیر عامل عضوی از هیات مدیره باشد، تایید شد ولی در خصوص دیگر معیار های ساختار سرمایه، درصد حضور مدیران غیر موظف و اینکه مدیر عامل عضوی از هیات مدیره باشد یا خیر، رابطه معنی داری حاکم است.

۱۰- محدودیت های پژوهش

محدودیت هایی که در اجرای پژوهش وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرد به شرح زیر است:

- استفاده از مبنای بهای تمام شده تاریخی در تهیه صورت های مالی شرکت ها، ممکن است موجب شود تا در صورت تعدیل اطلاعات صورت های مالی بر اساس تورم، نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی شود.
- داده های استخراج شده از صورت های مالی مربوط به سال های ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۸ (بازه زمانی ۸ سال) بوده است که در این بازه زمانی تعدادی از شرکت ها دارای جمع حقوق صاحبان سهام منفی بودند، برخی بدلیل توقف نماد معاملاتی آنها و برخی بدلیل نداشتن اطلاعات مورد نیاز از نمونه انتخابی حذف و موجب کاهش تعداد نمونه آماری شدند. لذا در تعمیم نتایج به جامعه مورد نظر در بازه زمانی پژوهش باید با احتیاط عمل شود.

۱۱- پیشنهاد ها

پیشنهاد های به دست آمده در این پژوهش با استناد به نتایج پژوهش به شرح زیر بیان می شود:

- طبق نتایج این پژوهش، رابطه نسبتا قوی میان درصد اعضاء غیر موظف در ترکیب هیات مدیره با تصمیمات ساختار سرمایه و اینکه همانند یک عامل بازدارنده در مقابل خواسته های نامطلوب مدیران موظف و مدیر عامل می باشند(مطابق مبانی نظری بیان شده در فصل دوم) ،

لازم است سهامداران در انتخاب نمایندگان خود (و البته با در نظر گرفتن نظریه نمایندگی) دقت بیشتری انجام دهند و به حضور افراد غیر موظف در ترکیب هیات مدیره توجه بیشتری داشته باشند.

- نتایج آزمون فرضیه های فرعی اول و دوم نشان داد که رابطه نسبتاً قوی میان استفاده از مدیر عامل به عنوان عضوی از هیات مدیره با تصمیمات ساختار سرمایه دارد، از اینرو پیشنهاد می شود استفاده از افراد خارج از شرکت به منظور انتصاب در سمت مدیر عامل (اعضاء غیر موظف هیات مدیره) مورد توجه و دقت بیشتری قرار بگیرد.

منابع:

- ۱- اشرفی، مهدی (۱۳۸۹)، «بررسی ارتباط سازو کارهای نظام راهبری شرکت با ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مبارکه
- ۲- آل علی، سید علی (۱۳۸۸)، «بررسی ارتباط بین ساختار سرمایه و ساختار مالکیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد مبارکه
- ۳- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، «حاکمیت شرکتی در ایران»، حسابرس، شماره ۳۲
- ۴- حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵)، «نظام راهبری در ایران»، حسابرس، شماره ۳۳
- ۵- موسوی زهرا، حمید مریدی پور و اعظم جاری (۱۳۸۹)، «ارزیابی تاثیر ساز و کار نظارتی راهبری شرکتی بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، شماره ۶
- ۶- واعظ سیدعلی، سیروس کرراهی مقدم و مهدی الهایی سحر (۱۳۸۹)، «بررسی عملکرد شرکت و حاکمیت شرکتی از طریق ساختار مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، حسابداری مالی، شماره ۷
- ۷- هاشمی سیدعباس، حسنعلی اخلاقی (۱۳۸۹)، تاثیر اهرم مالی، «سیاست تقسیم سود و سودآوری بر ارزش آتی شرکت»، حسابداری مالی، شماره ۶
- 8- Bajaj, M., Chan, Y. and Dasgupta, S. (1998), "The relationship between ownership financing decision and firm performance: a signalling model", International Economic Review, Vol. 39, No 3, pp. 723-44.
- 9- Berger, P. G., Ofek, E. and Yermack, D. L. (1997), "Managerial entrenchment and capital structure decisions", Journal of Finance, Vol. 52 No. 4, pp. 1411-38.
- 10- Brailsford, J., Timothy, B., Oliver, R. and Sandra, L. (2002), "On the relationship between ownership structure and capital structure", Journal of Accounting and Finance, Vol. 42, pp. 1-26.
- 11- Bushee, B. J(1998), "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior", Accounting Review, Vol 73, pp. 305-334

- 12- Friend, I., and Lang, L., 1988. **An empirical test of the impact of managerial selfinterest on corporate capital structure**, Journal of Finance 43, 271-281.
- 13- Godfred A. Bokpin and Anastacia C. Arko (2009). **“Ownership structure, corporate governance and capital structure decisions of firms”**. journal of Economics and Finance, Vol. 26 No. 4, 2009, pp. 246-256
- 14- Hasan, A., Butt, S. (2009) **“Impact of Ownership and Corporate on Capital Structure of Pakistani Listed Companies”**, International Journal of Business and Management, Vol. 4, No. 2.
- 15- Jensen, Michael C., 1986, **Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers**, American Economic Review 76, 323-329
- 16- Lary D. Su (2010), **“Ownership structure, corporate diversification and capital structure decisions of firms”**, Management Decision, Vol. 48, No. 2, pp314-339
- 17- Shleifer, A. and Vishny, R. (1997), **“A Survey of Corporate Governance”**, Journal of Finance, Vol. 52, pp. 37-83
- 18- Wen, Y., Rwegasira, K. and Bilderbeek, J. (2002), **“Corporate governance and capital structure decisions of Chinese listed firms”**, Corporate Governance: An International Review, Vol. 10, No. 2, pp. 75-83.