

## تأثیر عمر شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه

امین محمودی<sup>۱</sup> و سمیه نجفی<sup>۲</sup>

۱) استادیار گروه مهندسی صنایع، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی، قزوین، ایران

Amin.mahmoudi10@gmail.com

۲) کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه غیاث الدین جمشید کاشانی

### چکیده

ساختار سرمایه یک شرکت، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام آن است. شناخت و بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و همچنین نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های تأمین مالی مناسب، جهت رفع نیازهای مالی شرکت، از مهم‌ترین موضوعات علمی و دانشگاهی می‌باشد. از طرفی، حاکمیت شرکتی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت و واکنشی به مسأله نمایندگی است. یکی از مهم‌ترین مزایای استقرار نظام حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه، حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سیستم‌های حاکمیت شرکتی قوی همانند مکانیزم‌های پاسخگویی، با قرار دادن شرکت‌ها در مقام پاسخگو به حقوق و نیازهای ذی‌نفعان از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، خدمت‌رسانی می‌کنند. پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که با افزایش سن شرکت، بسیاری از ویژگی‌های شرکت‌ها تغییر می‌کند که همین عامل بر جنبه‌های مختلف رفتاری (رفتار مالی) آن‌ها اثرگذار خواهد بود. به طوریکه این مطالعات بیان نمودند که شرکت‌های با طول عمر بالا، دارایی‌های بیشتری را در اختیار دارند که همین عامل بدهی‌های بالاتر آنها را نسبت به شرکت‌های جوان‌تر توجیه خواهد کرد. همچنین پژوهش‌ها نشان می‌دهند که با افزایش سن شرکت، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مناسب برای شرکت‌ها نیز تغییر خواهد کرد. لذا می‌توان بیان نمود که عمر شرکت هم بر تغییرات ساختار سرمایه و هم تغییرات حاکمیت شرکتی اثرگذار خواهد بود. این تحقیق از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و در زمره تحقیقات توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. داده‌های تحقیق برای دوره ۵ ساله (۱۳۹۱ لغایت ۱۳۹۵) از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و در مواردی نیز با استفاده از نرم‌افزارهای اطلاعاتی ره‌آوردنویس و وب‌سایت‌های مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران که حاوی داده‌های بازار سرمایه‌ای تهران می‌باشند، گردآوری می‌شود. اطلاعات ۱۴۸ شرکت پس از بررسی همه‌جانبه از جنبه در دسترس بودن اطلاعات آن‌ها پس از جمع‌آوری، پردازش شده و توسط روش‌های آمار توصیفی مناسب و همچنین روش‌های آماری استنباطی جهت تشخیص نوع داده‌های ترکیبی و با استفاده از نرم‌افزار آماری ایویوز نسخه ۱۰ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. بر اساس تحلیل صورت پذیرفته نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در سطح خطای پنج درصد نشان داد معیارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی نشان‌دهنده اثرگذاری منفی بر ساختار سرمایه بودند. سن شرکت به صورت مثبت (مستقیم) بر ساختار سرمایه اثرگذار است؛ و در نهایت سن شرکت در هنگام ضرب در معیارهای حاکمیت شرکتی رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را در جهت مثبت تقویت نموده است.

واژه‌های کلیدی: عمر شرکت، حاکمیت شرکتی، تصمیمات ساختار سرمایه

## بیان مسئله

مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) شالوده نظریه ساختار سرمایه را با فرض وجود بازار رقابت کامل و تعادل در بازار پی‌ریزی کردند. آنان با فرض بازار رقابت کامل و فرض نبود مالیات، هزینه‌های مبادلات، عدم تقارن اطلاعاتی و ... با این فرض که خطمشی سرمایه‌گذاری واحد اقتصادی ثابت است، به این نتیجه رسیدند که خطمشی تأمین مالی واحد اقتصادی تأثیری بر ارزش جاری آن نخواهد داشت. این نظریه در طول زمان به نظریه نامربوط بودن ساختار سرمایه معروف شده است. انتخاب ساختار سرمایه مناسب یکی از مهم‌ترین تصمیمات شرکت‌ها به شمار می‌رود که بر ارزش شرکت‌ها اثر می‌گذارد. ساختار سرمایه یک شرکت، ترکیبی از بدهی و حقوق صاحبان سهام آن است. شناخت و بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه و همچنین نحوه تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در خصوص اتخاذ سیاست‌های تأمین مالی مناسب، جهت رفع نیازهای مالی شرکت، از مهم‌ترین موضوعات علمی و دانشگاهی می‌باشد. توانایی شرکت‌ها در مشخص ساختن سیاست‌های مالی مناسب به منظور ایجاد فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از عوامل اصلی رشد و پیشرفت شرکت‌ها به شمار می‌آید (خالقی مقدم و باغومیان، ۱۳۸۶). بعد از نظریات مودیلیانی و میلر (۱۹۵۸) و مشاهده رفتار متناقض شرکت‌ها با پیش‌بینی نظریات آن‌ها، که آن هم ناشی از قابل اتکا نبودن بسیاری از مفروضات آن‌ها بود، تئوری‌های متعددی در خصوص الگوی مطلوب ساختار سرمایه ارائه شده‌اند که هر یک عامل یا عوامل خاصی را در انتخاب ساختار مطلوب سرمایه دخیل می‌دانند. برای مثال در تئوری موازنه ایستا تأکید اصلی بر نقش مالیات است؛ در حالیکه تئوری سلسله مراتبی بر نامتقارن بودن اطلاعات و تئوری جریان نقدی آزاد بر هزینه‌های نمایندگی تأکید دارند (کاشانی‌پور و مؤمنی، ۱۳۹۱). تصمیمات ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تأمین مالی شرکت، از قبیل بدهی‌های کوتاه‌مدت، اوراق قرضه، بدهی بلندمدت، سهام ممتاز و سهام عادی اشاره دارد. برخی از شرکت‌ها هیچ برنامه از پیش تعیین شده‌ای برای تأمین مالی خود در نظر نمی‌گیرند و تنها به تناسب تصمیمات مالی اتخاذ شده توسط مدیریت مالی، بدون هیچ‌گونه برنامه‌ریزی مشخصی اقدام به تعیین ساختار سرمایه شرکت می‌کنند. این شرکت‌ها اگرچه ممکن است در کوتاه مدت به موفقیت دست یابند، اما سرانجام در تأمین منابع مالی لازم برای فعالیت‌های خود با مشکلات عمده‌ای مواجه می‌شوند. چنین شرکت‌هایی ممکن است قادر نباشند استفاده بهینه‌ای از منابع موجود خود داشته باشند. در نتیجه، این واقعیت بیش از پیش محرز می‌شود که یک شرکت باید ساختار سرمایه خود را به گونه‌ای برنامه‌ریزی نماید که قادر باشد میزان بهره‌وری از وجوه را حداکثر نموده و وضعیت خود را با سهولت بیشتری با تغییر شرایط وفق دهد (وکیلی فرد، ۱۳۸۹). از طرفی، حاکمیت شرکتی ناشی از جدایی مالکیت از مدیریت و واکنشی به مسأله نمایندگی است. موضوع حاکمیت شرکتی تا قبل از ارائه تئوری نمایندگی در دهه ۱۹۷۰ میلادی توسط جنسن و مک‌لینگ، کمتر مورد توجه بود، اما در پی ارائه این تئوری، روابط نمایندگی به صورت گسترده‌ای موضوعات مختلف ادبیات مالی، از جمله حاکمیت شرکتی را تحت تأثیر قرار داد. این موضوع با توجه به رخدادهای اخیر اهمیت بیشتری نیز یافته است. بطور مثال فروپاشی شرکت‌های بزرگی که پیش از این به آن اشاره کردیم، موجب ایجاد ضرر و زیان بسیاری برای سرمایه‌گذاران و ذینفعان شد. و با پی‌گیری علل آن، مشخص شد که این ورشکستگی‌های کلان ناشی از سیستم‌های ضعیف حاکمیت شرکتی در سطح بین‌المللی بوده است. به دنبال این فروپاشی‌ها و موارد مشابه دیگر، کشورهای سراسر دنیا سریعاً واکنش بازدارنده‌ای به حوادث مشابه نشان دادند. در آمریکا به عنوان یک واکنش سریع به این فروپاشی‌ها، لایحه ساربینز آکسلی<sup>۱</sup> در جولای ۲۰۰۲ تصویب گردید که (از سال ۲۰۰۴ لازم‌الاجرا است) و در سال‌های اخیر، مفهوم حاکمیت شرکتی به یکی از جنبه‌های اصلی و پویای تجارت مبدل گشته است و پیشرفت‌های متعددی در خصوص نحوه اعمال حق حاکمیت

---

<sup>1</sup> Sarbanes-Oxley

شرکتی در سطح جهانی مشاهده می‌شود. به عنوان مثال، سازمان توسعه اقتصادی<sup>۲</sup> به عنوان یک سازمان بین‌المللی، استانداردهای قابل قبول بین‌المللی را در این مورد فراهم می‌کند (طالب تبار، ۱۳۹۰). یکی از مهم‌ترین مزایای استقرار نظام حاکمیت شرکتی در بازار سرمایه، حمایت از حقوق ذی‌نفعان است. سیستم‌های حاکمیت شرکتی قوی همانند مکانیزم‌های پاسخگویی، با قرار دادن شرکت‌ها در مقام پاسخگو به حقوق و نیازهای ذی‌نفعان از طریق کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، خدمت‌رسانی می‌کنند (سپاسی و اسمعیلی کنجانی، ۱۳۹۳). پژوهش‌های پیشین نشان داده‌اند که با افزایش سن شرکت، بسیاری از ویژگی‌های شرکت‌ها تغییر می‌کند که همین عامل بر جنبه‌های مختلف رفتاری (رفتار مالی) آن‌ها اثرگذار خواهد بود. به طوریکه این مطالعات بیان نمودند که شرکت‌های با طول عمر بالا، دارایی‌های بیشتری را در اختیار دارند که همین عامل بدهی‌های بالاتر آنها را نسبت به شرکت‌های جوان‌تر توجیه خواهد کرد (مانند، هاواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۱؛ ساندارسان و همکاران، ۲۰۱۵). از آنجائیکه تصمیم‌گیری در خصوص ساختار سرمایه به سبب تأثیر آن بر ارزش شرکت از مشکل‌ترین وظایفی است که مدیران هر شرکتی با آن مواجه هستند؛ حاکمیت شرکتی می‌تواند بر تصمیمات ساختار سرمایه بهینه آنها تأثیرگذار باشد (کیسچنیک و موساوی، ۲۰۱۸). همچنین پژوهش‌ها نشان می‌دهند که با افزایش سن شرکت، ویژگی‌های حاکمیت شرکتی مناسب برای شرکت‌ها نیز تغییر خواهد کرد. فیلاتتچو و همکاران (۲۰۰۶) بیان کردند که با افزایش سن شرکت (به ویژه پس از عرضه عمومی سهام)، تغییر در ساختار حاکمیت شرکتی در جهت پاسخگویی به نیازهای متفاوت، مورد نیاز است. جانسون و همکاران (۲۰۱۶) استدلال نمودند که هزینه‌ها و منافع پیاده‌سازی ابزارهای دفاعی (تحت قالب حاکمیت شرکتی) شرکت‌ها تحت شرایط سنی آنها تغییر می‌کند. لذا می‌توان بیان نمود که عمر شرکت هم بر تغییرات ساختار سرمایه و هم تغییرات حاکمیت شرکتی اثرگذار خواهد بود و با توجه به اینکه (کیسچنیک و موساوی، ۲۰۱۸). در نتیجه این پژوهش در پی بررسی تأثیر عمر شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه می‌باشد.

### پیشینه تحقیق

#### تحقیقات خارجی

کیسچنیک و موساوی (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر عمر شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و تصمیمات ساختار سرمایه پرداختند. آن‌ها نشان دادند که اثرات سن بر میزان استفاده از بدهی‌ها، عمدتاً به دلیل تعامل بین سن شرکت و ویژگی‌های حکمرانی آنها است. یافته آنها نشان داد که مدیران زمانیکه از طریق حاکمیت شرکتی تحت کنترل قرار دارند، ترجیحات ریسکی خود را بر تصمیمات ساختاری سرمایه مدنظر قرار می‌دهند. سجاد و زکریا (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی نقش رتبه اعتباری شرکت‌ها بر ساختار سرمایه بهینه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که میان رتبه بندی اعتباری و ساختار سرمایه (اهرم مالی) رابطه غیر خطی به شکل U وجود دارد.

لی و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی رابطه غیرخطی بین قدرت مدیران اجرایی و ساختار سرمایه پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که رابطه غیرخطی معناداری میان قدرت مدیران اجرایی و ساختار سرمایه وجود دارد. حسن و حبیب (۲۰۱۷) در پژوهشی به بررسی رابطه میان چرخه عمر شرکت و ریسک ویژه با استفاده از اطلاعات ۳۰۱،۱۱۲ سال - شرکت در طی سال‌های ۱۹۸۷ الی ۲۰۱۳ میلادی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که چرخه عمر شرکت‌ها بر ریسک ویژه اثرگذار است.

<sup>2</sup> Organization for Economic CO- operation and Development (OECD)

تینگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۶) در تحقیقی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا مداخله دولت، نقش مهمی در تعدیل تصمیم‌گیری مالی شرکت در رابطه با اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی ایفا می‌کند یا خیر. نتایج نشان داد اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی رابطه منفی و معنی‌داری با تصمیم‌گیری مالی شرکت دارد. همچنین نتایج در گروه شرکت‌های دارای تمرکز مالکیت بالا نشان داد که مداخله دولت، در تصمیم‌گیری مالی شرکت در رابطه با اعتماد به نفس بیش از حد مدیریتی تاثیرگذار نمی‌باشد.

هونگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۶) به بررسی رابطه بین اطمینان بیش از حد مدیر عامل و ساختار سررسید بدهی در شرکت‌های فرانسوی در سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌هایی که دارای مدیران با اطمینان کاذب (بیش از حد) هستند، ساختار سررسید بدهی کوتاه مدت دارند.

بلانکو<sup>۵</sup> و دیگران (۲۰۱۳) به بررسی نقش افشا به عنوان یک مکانیزم حاکمیت شرکتی در افزایش کارایی سرمایه گذاری و چگونگی تأثیر مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در بهبود یا اصلاح مسئله بیش و کم سرمایه گذاری پرداختند. آن‌ها با بررسی شرکت‌های بزرگ آمریکایی برای دوره ۲۰۰۱-۲۰۰۶ به این نتیجه رسیدند که با بهبود (افزایش) کیفیت افشا، کارایی سرمایه گذاری‌شان بیشتر می‌شود. بلانکو و دیگران بیان می‌کنند که مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی نقش نظارتی بر تصمیمات مدیران دارد، از نظر آن‌ها مدیران در برابر بیش یا کم سرمایه گذاری رفتاری تدافعی یا تهاجمی دارند، و کیفیت اطلاعات، تحت نظارت کافی، نقش حیاتی را در کاهش بی‌کفایتی سرمایه گذاری، بازی می‌کند.

کیو و لا<sup>۶</sup> (۲۰۱۰) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت با ساختار سرمایه شرکت‌های استرالیایی پرداختند و نشان دادند که بین ساختار سرمایه و دارایی‌های مشهود، رابطه‌ای مستقیم و معنادار و میان ساختار سرمایه و فرصت‌های رشد، سودآوری و ریسک تجاری، رابطه‌ای معکوس و معنادار وجود دارد و بین ساختار سرمایه و اندازه شرکت رابطه معناداری وجود ندارد.

گونی<sup>۷</sup> و همکاران (۲۰۱۰) داده‌های شرکت‌های چینی را طی سال‌های ۱۹۹۴ الی ۲۰۰۶ در ۱۲ صنعت مختلف بررسی کردند و دریافتند که یک رابطه غیرخطی وابسته به نوع صنعت، اندازه و فرصت‌های رشد شرکت بین ساختار سرمایه و بازار رقابتی محصولات وجود دارد.

مارگاریتیز و پسلاکی<sup>۸</sup> (۲۰۰۹) در میان شرکت‌های تولیدی فرانسوی به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت پرداختند. محققان برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت‌های مورد بررسی از تکنیک تحلیل پوششی داده‌ها استفاده نمودند. آن‌ها به دنبال این موضوع بودند که نسبت بدهی در شرکت‌های با کارایی بیشتر به چه صورت است. به عبارت دیگر، شرکت‌های کارا تر تمایل دارند بدهی بیشتری داشته باشند. نتیجه بیانگر آن بود که شرکت‌های با کارایی بیشتر تمایل به داشتن اهرم مالی بالاتری دارند.

لیاند سو زاندنوا (۲۰۰۵) در بررسی رابطه بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری دریافته‌اند که بین اهرم مالی و بیش سرمایه گذاری به لحاظ آماری رابطه وجود ندارد، بعلاوه آن‌ها نشان دادند که شرکت‌هایی که از طریق اوراق مالکانه تأمین مالی کرده‌اند نسبت به شرکت‌هایی که از طریق اوراق بدهی اقدام به تأمین مالی نموده‌اند تمایل کمتری به افزایش سرمایه گذاری و تمایل بیشتری به کاهش سرمایه گذاری‌هایشان دارند.

3 Ting and et all

4 Houg and et al.

5 Blanco

6 Qiu & La

7 Guney

8 Margaritis, D. Psillaki, M

## تحقیقات داخلی

مؤمنی طاهری و صادقی (۱۳۹۶) به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد مالی با تاکید بر ادوار تجاری: تحلیلی از شرکت‌های سهام‌محور و بدهی‌محور پرداختند. نتایج با استفاده از الگوی GMM نشان داد در هر دو گروه از شرکت‌ها، ساختار سرمایه اثر منفی و معناداری بر عملکرد مالی شرکت‌ها دارد. البته این اثر منفی در شرکت‌های بدهی‌محور، بزرگ‌تر است. همچنین واکنش عملکرد مالی شرکت‌ها نسبت به رکود اقتصادی در شرکت‌ها با ساختار سرمایه بدهی‌محور نسبت به سهام‌محور، شدیدتر است. به عبارت دیگر، در دوران رکود اقتصادی شرکت‌ها با ساختار سرمایه سهام‌محور از عملکرد بهتری برخوردارند. بر اساس نتایج، پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها به منظور داشتن الگوی تأمین مالی مناسب به ویژه در شرایط رکود اقتصادی، از میزان سهام بیشتری در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود استفاده نمایند.

فخاری و فصیح (۱۳۹۵) به بررسی تأثیر مالکیت خانوادگی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که مالکیت خانوادگی تأثیر مثبت و معناداری بر ساختار سرمایه شرکت‌های مورد بررسی دارد. همچنین رشد و سودآوری هم اثر تعدیل کننده مثبت و معنی‌داری بر رابطه بین مالکیت خانوادگی و ساختار سرمایه شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران دارد.

فتحی و همکاران (۱۳۹۳) در تحقیقشان نشان دادند اندازه، ساختار دارایی، فرصت‌های رشد، سودآوری، نقدینگی و نوسان‌پذیری درآمد، نقش تعیین‌کننده‌ای در تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه ایفا می‌کنند. همچنین عوامل مورد بررسی در این پژوهش در کشورهای با درجه توسعه یافته‌تر، تأثیر متفاوتی بر ساختار سرمایه دارند و نیز تأثیر این عوامل در زمان‌های مختلف متفاوت بوده است.

صادقی شاهدانی و همکاران (۱۳۹۱) به تحلیل رابطه میان ساختار سرمایه و سودآوری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نظریه سلسله مراتبی در رابطه بین سودآوری و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق تهران را تأیید کردند.

بیگدلی و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی مدلی نوین با استفاده از ابزار صکوک به منظور تأمین مالی شرکت‌ها و پروژه‌های اندازه متوسط SME پرداختند. شرکت‌های اندازه متوسط به دلیل ماهیت و ویژگی‌های خاص خود در مقایسه با شرکت‌های بزرگ با مشکلات فراوانی در تأمین مالی مواجه می‌باشند با توجه به اینکه این شرکت‌ها جهت شروع کار و فعالیت به سرمایه کمتری در مقایسه با شرکت‌های بزرگ نیازمند می‌باشند و از نظر نوع و حوزه فعالیت از توانایی اثربخشی فراوانی بر توسعه فضای کار برخوردار می‌باشند ولی در مبحث تأمین مالی با مشکلاتی مواجه هستند. بنابراین با توجه به مشکلات موجود در تأمین مالی شرکت‌های اندازه متوسط از طریق بانک و منابع دولتی، در این مقاله با هدف تأمین مالی برای شرکت‌های اندازه متوسط روشی نوین جهت تأمین مالی این بنگاه‌ها ارائه شده است. در این روش با اعمال تغییراتی در صکوک این امکان فراهم شده است تا علاوه بر کاهش هزینه‌های تأمین مالی، شرکت‌های اندازه متوسط نیز می‌توانند با استفاده از این روش تأمین مالی از طریق بازار سرمایه ایران تأمین مالی نمایند تا علاوه بر توسعه فعالیت‌های خود میزان وابستگی به منابع مالی دولتی را کاهش داده و فرصتی جهت ارتقا و پیشرفت اقتصاد ایران را بوجود آورند.

محمد زاده کارد و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تأثیر اندازه و ترکیب هیات مدیره بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تحقیق حاضر رابطه بین دو فاکتور مهم حاکمیت شرکتی اندازه هیات مدیران و نسبت مدیران غیرموظف با ساختار سرمایه شرکت‌ها در یک نمونه ۶۸ تایی از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می‌دهد دوره زمانی تحقیق سال ۸۴ تا سال ۸۹ را شامل می‌شود. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از مدل رگرسیون چندمتغیره با رویکرد مدل اثرات تصادفی انجام شد متغیروابسته تحقیق ساختار سرمایه یعنی نسبت کل بدهی بر جمع بدهی و حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها

می‌باشد متغیرهای کنترلی در این تحقیق شامل اندازه شرکت و سودآوری بازده دارایی‌ها می‌باشد نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اندازه و ترکیب هیات مدیره و همچنین متغیر کنترلی اندازه شرکت تأثیر معناداری بر ساختار سرمایه ندارند در حالیکه متغیر کنترلی سودآوری بطور معناداری رابطه منفی با ساختار سرمایه دارد.

ستایش و همکاران (۱۳۹۰) به تحقیقی تحت عنوان بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه از دیدگاه تئوری نمایندگی پرداختند. برای این منظور، داده‌های مورد نیاز از ۱۰۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ جمع‌آوری شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی، بیانگر آن است که ساز و کارهای راهبری شرکتی، شامل تمرکز مالکیت، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و استقلال هیات مدیره، تأثیر معناداری بر اهرم دفتری و اهرم بازار شرکت‌های مورد بررسی ندارند. لیکن، بین هزینه‌های نمایندگی با اهرم دفتری و اهرم بازار، رابطه معنادار و مثبت وجود دارد. همچنین، نتایج بیانگر آن است که نسبت بازده دارایی‌ها، سود پرداختی هر سهم و نسبت کیوتوبین، از عوامل مؤثر بر اهرم دفتری هستند. در نهایت، با تأمل در نتایج به دست آمده، می‌توان دریافت که در هر دو مدل اهرم دفتری و اهرم بازار، اثر معیارهای هزینه‌های نمایندگی، بیشتر از سایر متغیرهاست.

متان و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر برخی ویژگی‌های شرکت مانند ساختار دارایی، اندازه شرکت و سودآوری در تعیین ساختار سرمایه شرکت‌ها پرداختند. نتایج بررسی این فرضیه را تأیید کرد که یک رابطه منفی و معنادار بین ساختار سرمایه شرکت با ساختار دارایی و سودآوری وجود دارد و همچنین یک رابطه مثبت و معنادار بین ساختار سرمایه شرکت با اندازه شرکت وجود دارد.

هاشمی و دیگران (۱۳۸۹) در تحقیق خود تأثیر اقلام تعهدی اختیاری به عنوان شاخص کیفیت سود بر الگو، شیوه تأمین مالی و کارایی سرمایه گذاری شرکت را مورد بررسی قرار داده‌اند. هدف اصلی این پژوهش بررسی نقش اقلام تعهدی در تعیین با دارایی‌ها، حساسیت سرمایه گذاری به وجوه نقد داخلی و تعیین تأثیر میزان تأمین مالی از منابع خارجی بر قیمت گذاری بازار اقلام تعهدی اختیاری است. در این مطالعه، به منظور دستیابی به هدف مذکور و پاسخگویی به پرسش‌های تحقیق سه فرضیه تدوین گردیده و به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش از تحصیل رگرسیون چند متغیره و اطلاعات مالی ۱۰۷ شرکت عضو نمونه بین سالهای ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۶ استفاده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که در سطح کل نمونه در شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ، سرمایه گذاری در دارایی‌های سرمایه‌ای حساسیت بیشتری به جریان‌های نقدی داخلی دارد افزون بر این، نتایج این مطالعه بر رابطه منفی بین اقلام تعهدی اختیاری جاری و بازده آتی دارایی‌ها دلالت دارد. نتیجه دیگر این تحقیق این است که قیمت‌گذاری بازار اقلام تعهدی اختیاری تحت تأثیر میزان تأمین مالی خارجی قرار ندارد. افزون بر این، آزمون فرضیه‌های این تحقیق در بین صنایع مختلف به نتایجی متنوع منتهی گردیده است.

### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثرگذار است.

فرضیه دوم: سن شرکت بر ساختار سرمایه اثرگذار است.

فرضیه سوم: سن شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه اثرگذار است.

### روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ روش گردآوری داده‌ها و استنتاج، استقرایی و از لحاظ طرح تحقیق گذشته نگر (پس رویدادی) می‌باشد. چنانچه داده‌های گردآوری شده در رابطه با رویدادهایی باشند که در گذشته رخ داده است، طرح تحقیق گذشته نگر تلقی می‌گردد. به طور کلی روش کلی تحقیق به شرح زیر است:

(۱) این تحقیق از لحاظ هدف کاربردی به جهت استفاده از مدل و نظریه‌های موجود می‌باشد.

(۲) از لحاظ طرح تحقیق پس رویدادی می‌باشد زیرا جهت گردآوری داده‌ها از اطلاعات گذشته شرکت‌ها استفاده شده است.

در این تحقیق ابزارهای زیر استفاده می‌شود:

- ✓ داده‌ها با استفاده از بررسی مدارک و اسناد موجود در کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران
- ✓ صورت‌های مالی و گزارش حسابرسی شرکت‌ها،
- ✓ بانک جامع اطلاعاتی شرکت‌ها موجود در پایگاه اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران،
- ✓ نرم افزار اکسل، و ایویوز ۱۰.

### روش و ابزار گردآوری اطلاعات

گردآوری داده‌های مورد نیاز تحقیق، یکی از مراحل اساسی آن است و به لحاظ اهمیت آن، باید به طور دقیق تعریف و مشخص شود. مرحله گردآوری داده‌ها، آغاز فرآیندی است که طی آن پژوهشگر یافته‌های میدانی و کتابخانه‌ای را گردآوری می‌کند و سپس به خلاصه سازی یافته‌ها از طریق طبقه‌بندی و سپس تجزیه و تحلیل آن‌ها می‌پردازد و فرضیه‌های تدوین شده خود را مورد ارزیابی قرار می‌دهد و در نهایت نتیجه‌گیری می‌کند و پاسخ مسأله پژوهش را به اتکای آن‌ها می‌یابد. به عبارت دیگر، پژوهشگر به اتکای داده‌های گردآوری شده حقیقت را آن طور که هست کشف می‌کند. بنابراین، اعتبار داده‌ها اهمیت بسیاری دارد، زیرا داده‌های غیر معتبر مانع از کشف حقیقت می‌گردد و مسأله و مجهول مورد نظر پژوهشگر به درستی معلوم نمی‌شود و یا تصویری انحرافی و ناصحیح از آن ارائه خواهد شد. برای حفظ اعتبار داده‌های گردآوری شده، پژوهشگر باید داده‌های صحیح را با دقت تمام گردآوری کند (حافظ نیا، ۱۳۸۵).

روش گردآوری داده‌ها روش کتابخانه‌ای و میدانی است.

- روش کتابخانه‌ای: بررسی محتوای مقالات، پایان‌نامه‌ها، گزارش‌های علمی، محتوای وبسایت‌های علمی که به نمایه مقالات، مجلات علمی و پژوهشی و مقالات کنفرانس‌های ملی و بین‌المللی می‌پردازند.
- روش میدانی: گردآوری اطلاعات از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران و در مواردی نیز با استفاده از نرم افزارهای اطلاعاتی ره‌آوردنویین و وبسایت‌های مرتبط با بورس اوراق بهادار تهران که حاوی داده‌های بازار سرمایه ایران است.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بررسی می‌شود و جامعه مورد نظر از شرکت‌هایی که واجد ویژگی‌های زیر باشند تشکیل می‌گردد:

- (۱) سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
  - (۲) جزء شرکت‌های سرمایه گذاری، واسطه گر مالی و همچنین بانک و بیمه نیز نباشند.
  - (۳) داده‌های مورد نیاز این تحقیق در مورد این شرکتها نیز در دسترس باشد.
  - (۴) شرکت‌ها طی دوره تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند.
  - (۵) اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای انجام تحقیق در دسترس باشد.
- در نهایت حجم نمونه نهایی با توجه به شرایط فوق ۱۴۷ شرکت می‌باشد.

### مدل تحقیق و تعریف عملیاتی متغیرها

در این تحقیق به منظور آزمون فرضیات از مدل‌های رگرسیون چند متغیره و با استفاده از نرم افزار ایویوز ۱۰ به شرح زیر انجام می‌شود:

$$CS_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 BSIZE_{i,t} + \beta_2 BIndependence_{i,t} + \beta_3 Audit_{i,t} + \beta_4 DUAL_{i,t} + \beta_5 IO_{i,t} \\ + \beta_6 FAGE_{i,t} + \beta_7 FAGE \times BSIZE_{i,t} + \beta_8 FAGE \times BIndependence_{i,t} \\ + \beta_9 FAGE \times Audit_{i,t} + \beta_{10} FAGE \times DUAL_{i,t} + \beta_{11} FAGE \times IO_{i,t} + \beta_{12} ROE_{i,t} \\ + \beta_{13} SIZE_{i,t} + \varepsilon$$

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش براساس جدول زیر می‌باشد:

## تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

ردیف	نام متغیر	نماد	شرح
۱	ساختار سرمایه (متغیر وابسته)	CS	$\text{کل بدهی‌ها} = \frac{\text{ساختار سرمایه}}{\text{ارزش بازار سهام} + \text{کل بدهیها}}$
۲	سن (عمر) شرکت (تعدیل کننده)	FAGE	(عمر شرکت بر اساس تعداد ماه‌ها) $LN = \text{سن شرکت}$
۳	اندازه هیئت مدیره (مستقل)	BSIZE	(تعداد اعضای هیئت مدیره) $LN = \text{سن شرکت}$
۴	استقلال هیئت مدیره (مستقل)	Bindependence	$\text{استقلال هیئت مدیره} = \frac{\text{مدیران غیر موظف هیئت مدیره}}{\text{کل اعضاء هیئت مدیره}}$
۵	کیفیت حسابرسی (مستقل)	Audit	متغیر مجازی؛ اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی، حسابرسی شود ۱ و در غیر این صورت صفر است.
۶	دوگانگی نقش مدیرعامل (مستقل)	DUAL	متغیر مجازی؛ اگر مدیر عامل رئیس هیئت مدیره باشد ۱ و در غیر این صورت صفر است.
۷	درصد مالکیت نهادی (مستقل)	IO	$\text{مالکیت نهادی} = \frac{\text{سهام در اختیار مالکان نهادی}}{\text{کل سهام متشده شرکت}}$
۸	سودآوری (کنترلی)	ROE	$\text{سودآوری} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$
۹	اندازه شرکت	SIZE	(کل دارایی‌ها) $LN = \text{اندازه شرکت}$

## توصیف داده‌های پژوهش

معمولاً برای بررسی توصیفی داده‌های جمع‌آوری شده شاخص‌های مرکزی هم‌چون میانگین و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی<sup>۹</sup> و کشیدگی<sup>۱۰</sup> برای هر یک از متغیرهای پژوهش ارائه می‌گردد. در این ارتباط میانگین، اصلی‌ترین شاخص مرکزی بوده و متوسط داده‌ها را نشان می‌دهد، به طوری که اگر داده‌ها بر روی یک محور به صورت منظم ردیف شوند، مقدار میانگین دقیقاً نقطه تعادل یا مرکز ثقل توزیع قرار می‌گیرد. انحراف معیار از پارامترهای پراکندگی بوده و میزان پراکندگی داده‌ها را نشان می‌دهد. چولگی نیز از پارامترهای تعیین انحراف از قرینگی بوده و شاخص تقارن داده‌هاست. در صورتی که جامعه از توزیع متقارن برخوردار باشد، ضریب چولگی مساوی صفر، در صورتی که جامعه چوله به چپ باشد، ضریب چولگی منفی و در صورتی که دارای چوله به راست باشد، ضریب چولگی مثبت خواهد بود. کشیدگی نیز شاخص سنجش پراکندگی جامعه نسبت به توزیع نرمال می‌باشد (مؤمنی و قیومی، ۱۳۹۰). خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل در جدول زیر ارائه شده است.

9-Skewness

10-Kurtosis



## توصیف داده‌های پژوهش

نام متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
ساختار سرمایه	۷۴۳۷۳.۰	۶۳۱۲۷.۰	۸۱۵۰۰۰.۰	۱۴۰۹۷۲.۰	۴۷۷۰۸۱.۰	۸۴۳۳۵.۰	۵۵۳۸۱۰.۳
سن شرکت	۴۴۰۹.۴	۲۲۱۲.۴	۰۴۰۹.۶	۴۴۰۹.۲	۴۹۶۹۳۵.۰	۲۳۷۷۷۴.۰	۰۵۶۵۳۶.۱
اندازه هیئت مدیره	۷۳۳.۱	۶۰۹.۱	۹۴۵.۱	۶۰۹.۱	۲۷۳۸۸۱.۰	۲۷۹۵۳۱.۱	۴۴۰۱۴۰.۳
استقلال هیئت مدیره	۷۲.۰	۷۱.۰	۸۵.۰	۵۷.۰	۲۵۲۱۴۲.۰	۶۸۱۴۷۱.۰-۱	۱۲۰۶۰۳.۳
کیفیت حسابرسی	۲۳۸۰۹۵.۰	۰	۱	۰	۴۱۲۴۷.۰	۵۸۹۷۷۱.۰	۰۰۸۷۹۲.۲
دوگانگی نقش مدیرعامل	۶۴۶۲۵۹.۰	۱	۱	۰	۶۳۵۷۲۶.۰	۰۸۹۷۲۳.۰-۱	۶۵۸۲۱۱.۳
سهامدار نهادی	۷۹۹۳۳۸.۰	۸۴۳۰۰۰.۰	۴۵۰۰۰۰.۱	۰۹۳۲۰۰.۰	۱۶۷۴۸۰.۰	۴۲۱۷۸.۱-۱	۰۹۹۶۶۹.۶
سودآوری	۱۲۲۷۵۹.۰	۱۰۳۴۰۰.۰	۶۲۱۶۰۰.۰	۳۷۰۲.۰-	۱۲۹۱۶۰.۰	۷۵۶۵۱۹.۰	۷۵۸۲۴۰.۴
اندازه شرکت	۸۵۳۳۵.۱۳	۷۶۵۶۰.۱۳	۹۲۹۹۰.۱۷	۱۶۶۵۰.۱۰	۳۲۰۰۱۴.۱	۲۷۰۲۵۹.۰	۲۵۴۵۵۰.۳

میانگین محاسبه شده برای متغیر ساختار سرمایه نشان می‌دهد که به طور میانگین شرکت‌های مورد بررسی ۷۴ درصد از دارایی‌های خود را از طریق بدهی‌ها تامین مالی می‌کنند. شرکت تکین کو در سال ۹۱ کمترین نسبت اهرم مالی را داشته است؛ اما شرکت بهنوش در سال ۹۴ بالاترین نسبت اهرم مالی را در اختیار دارد. میانگین سودآوری بیانگر این موضوع است که به طور متوسط ۱۲ درصد از ارزش حقوق صاحبان سهام به سود منجر می‌شوند. همچنین بیشترین انحراف معیار مربوط به متغیر اندازه شرکت و کمترین آن مربوط به متغیر سودآوری می‌باشد.

## آمار استنباطی پژوهش

قبل از آزمون فرضیه‌های تحقیق بایستی مفروضات رگرسیون بررسی شود تا مشخص شود آیا ضرایب رگرسیون قابل اتکا هستند یا خیر. باید توجه داشت که روش رگرسیون خطی (OLS) بر اساس برقراری تمام فروض کلاسیک بنا شده است. با این حال برقراری تمام فروض کلاسیک در شرایط واقعی چندان قابل دستیابی نیست (افلاطونی، ۱۳۹۳). هرچند برقراری فروض کلاسیک همواره مطلوب است، ولی عدم برقراری برخی از آن‌ها، نتایج مدل برآورد شده را (به ویژه در نمونه‌های بزرگ) به طور کامل خدشه‌دار نمی‌کند. فروض کلاسیک به شرح زیر می‌باشد:

## آزمون خودهمبستگی سریالی

در مطالعات اقتصادسنجی که بر مبنای سری‌های زمانی قرار دارند، فرض عدم خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند که از فروض مهم مدل کلاسیک است، اغلب نقض می‌شوند، بنابراین لازم می‌باشد که قبل از تفسیر نتایج حاصل، به بررسی پدیده خود همبستگی سریالی بین جملات پسماند پرداخته شود؛ زیرا در صورت وجود خودهمبستگی سریالی بین اجزاء اخلاص، تخمین‌زن‌های حداقل مربعات معمولی دیگر در بین تمام تخمین‌زن‌ها بدون تورش، کارا نیستند یعنی دارای حداقل واریانس نمی‌باشند و در نتیجه استنباط آماری، قابل اعتماد نخواهد بود. این مشکل بیشتر در داده‌های سری زمانی دیده می‌شود. برای کشف خود همبستگی مرتبه اول از آزمون دوربین واتسون استفاده می‌شود اما برای مراتب بالاتر معمولاً از آزمون تشخیص خود همبستگی سریالی بروش گادفری (یا آزمون ضریب لاگرانژ) استفاده می‌گردد.

## نتایج حاصل از آزمون خودهمبستگی سریالی

نام آزمون	آماره F	سطح معنی‌داری
بروش - گادفری	۵۶۴/۶۲۴	۰/۰۰۰

با توجه به آماره آزمون و احتمال مربوط به آن می‌توان بیان کرد که فرضیه یک مبنی بر جملات پسماند دارای خودهمبستگی سریالی هستند، در مدل تأیید می‌شود.

### آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

یکی از نکاتی که بایستی همیشه قبل از برازش مدل‌ها در نظر داشت بررسی مانایی متغیرهای پژوهش می‌باشد. نامانایی متغیرها یا به عبارتی تصادفی بودن سری زمانی متغیرها منجر به کاذب شدن مدل رگرسیونی برآورد شده می‌گردد. اگر متغیرهای سری زمانی مورد استفاده در برآورد ضرایب مدل ناپایا باشند، موجب می‌شود تا استنباط‌های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام گیرد. در این پژوهش از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته استفاده شده است.

### آزمون پایایی متغیرهای اصلی پژوهش

نام آزمون	نام متغیر	آماره t	سطح معنی‌داری
دیکی فولر تعمیم یافته	ساختار سرمایه	-۱۲۹۹.۷	۰/۰۰۰۰
	سن (عمر) شرکت	-۳۵۲.۱۹	۰/۰۰۰۰
	اندازه هیئت مدیره	-۶۷۳۱.۵	۰/۰۰۰۰
	استقلال هیئت مدیره	-۱۰۵۱.۹	۰/۰۰۰۰
	کیفیت حسابرسی	-۷۶۰۳.۶	۰/۰۰۰۰
	دوگانگی نقش مدیرعامل	-۰۴۰۷.۸	۰/۰۰۰۰
	درصد مالکیت نهادی	-۸۸۷۶.۸	۰/۰۰۰۰
	سودآوری	-۱۶۷۰.۸	۰/۰۰۰۰
	اندازه شرکت	-۴۶۶۹.۱۱	۰/۰۰۰۰

مطابق یافته حاصل از آزمون پایایی، به دلیل این که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ است، می‌توان گفت این متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس (پراکندگی) متغیرهای پژوهش در طول زمان ثابت بوده است. لازم به ذکر است کلیه توزیع‌های مربوط به مدل‌ها نیز مانا می‌باشند.

### آزمون ناهمسانی واریانس

یکی از مفروضات معادله رگرسیون، ثابت بودن واریانس جملات پسماند می‌باشد، که به عنوان فرض همسانی واریانس شناخته می‌شود. در صورتی که جملات پسماند، واریانس ثابتی نداشته باشند گفته می‌شود، واریانس ناهمسانی وجود دارد. این مشکل بیشتر در داده‌های مقطعی دیده می‌شود. از آنجا که داده‌ها این پژوهش به صورت ترکیبی است لذا ضرورتی به انجام این آزمون وجود ندارد (افلاطونی، ۱۳۹۳).

یکی از آزمون‌های مورد بررسی برای ناهمسانی واریانس استفاده از آزمون وایت است. نتایج آزمون ناهمسانی واریانس به شرح جدول زیر می‌باشد.

### آزمون ناهمسانی واریانس

نام آزمون	آماره F	احتمال
آزمون وایت	۱۱/۸۴۵	۰/۰۰۰

با توجه به احتمال آماره آزمون وایت با اطمینان ۹۵ درصد می‌توان گفت فرض همسانی واریانس برای کلیه مدل‌ها رد می‌شود؛ در نتیجه برآوردگر حداقل مربعات معمولی مناسب نبوده و باید از برآوردگر حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده کرد.

### آزمون اف - لیمر

برای انتخاب مدل تحلیل داده، داده‌ها می‌توانند به صورت سری زمانی، مقطعی یا ترکیبی باشند. با توجه به اینکه داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی (پنل) می‌باشند، باید مشخص شود که از نوع تابلویی هستند یا تلفیقی؟ بدین منظور از آزمون چاو استفاده می‌شود. برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵٪ باشد یا به عبارتی دیگر آماره آزمون آن‌ها کمتر از آماره جدول باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود و برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. روش تابلویی خود با استفاده از دو مدل " اثرات تصادفی " و " اثرات ثابت " می‌تواند انجام گیرد. برای تعیین اینکه از کدام مدل استفاده شود، از آزمون هاسمن استفاده شده است. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش اقدام به بررسی همگن یا ناهمگن بودن داده‌ها با استفاده از آزمون اف - لیمر می‌شود:

### یافته‌های حاصل از آزمون اف - لیمر (چاو)

فرض صفر	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
عرض از مبدأ تمامی مقاطع با هم یکسان است.	۲۰/۰۶۶	۰/۰۰۰	عدم پذیرش (تابلویی)

با توجه به سطح معنی‌داری به دست آمده از آزمون اف - لیمر در مدل اول مقاطع مورد بررسی ناهمگن و دارای تفاوت‌های فردی بوده و بنابراین استفاده از روش داده‌های تابلویی برای مدل پژوهش مناسب است.

### آزمون هاسمن

بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی با آزمون اف - لیمر، از آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از اثرات ثابت یا تصادفی استفاده می‌شود:

### یافته‌های حاصل از آزمون هاسمن

فرض صفر	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
تفاوت در ضرایب نظام‌مند نیست (تصادفی است).	۳۹/۷۱۰	۰/۰۰۰	عدم پذیرش (اثرات ثابت)

با توجه به سطح معنی‌داری به دست آمده از آزمون هاسمن، استفاده از روش اثرات ثابت بر روش تصادفی برای مدل ارجح است.

### آزمون مدل پژوهش

یافته‌های حاصل از آزمون مدل پژوهش به شرح زیر است:

### یافته‌های حاصل از آزمون مدل پژوهش

متغیر	ضریب	انحراف استاندارد	آماره آزمون (t)	سطح معنی‌داری
اندازه هیئت مدیره	۲۴۰۰۴۶.۰۰	۰۹۹۹۳۵.۰	۴۰۲۰۱۵.۲-	۰۱۶۸.۰
استقلال هیئت مدیره	۰۱۱۶۰۲۰.۰۰	۳۱۰۰۸۲.۰	۰۳۷۴۱۵.۰۰	۹۷۰۲.۰
کیفیت حسابرسی	۹۲۴۵۳۲.۰۰	۹۶۶۶۶۶.۰	۹۵۶۴۱۳.۰۰	۳۳۹۵.۰
دوگانگی نقش مدیرعامل	۰۶۹۸۶۲.۱	۰۳۴۴۲۴.۱	۰۳۴۲۵۸.۱	۳۰۱۷.۰

۰۰۰۰۰	۵۴۵۶۹۵.-۷	۴۰۱۶۶۳۰	۰۳۰۸۲۳.-۳	درصد مالکیت نهادی
۰۰۰۹۰	۳۴۴۲۷۵.۳	۰۷۲۹۴۰۰	۲۴۳۹۳۰۰	عمر شرکت
۰۳۷۵۰	۰۸۷۹۱۸.۲	۰۸۵۶۸۰۰	۱۷۸۸۹۳۰	اندازه هیئت مدیره × عمر شرکت
۰۰۰۰۰	۴۱۷۵۳.۱۳	۲۲۶۸۴۱۰	۰۴۳۶۴۰.۳	استقلال هیئت مدیره × عمر شرکت
۰۵۰۱۰	۹۶۵۱۷۷.۱	۶۰۷۹۸۶۰	۱۹۴۸۰۰.۱	کیفیت حسابرسی × عمر شرکت
۰۰۰۰۰	۷۰۴۰۹۱.۸	۰۵۰۸۲۳۰	۴۴۲۳۷۰۰	دوگانگی نقش مدیرعامل × عمر شرکت
۶۲۳۶۰	۴۹۱۱۳۰۰	۱۸۶۸۶۲۰	۰۹۱۷۷۳۰	درصد مالکیت نهادی × عمر شرکت
۰۰۰۰۰	۱۰۵۵۸.-۱۷	۰۱۸۸۸۲۰	۳۲۲۹۸۹.-۰	سودآوری
۰۰۰۰۰	۴۹۹۹۴.۱۱-	۵۸۰۶۱۱.۳	۱۷۶۸۰.۴۱-	اندازه شرکت
۰۰۰۰۰	۹۶۱۸۲.۱۰-	۳۷۲۳۲۲.۴	۹۲۸۶۰.۴۷-	عرض از مبدأ
۰۰۰۰۰	۶۶۱۹۶.۱۰	۰۶۵۳۳۰۰	۶۹۶۵۴۲۰	اتو رگرسیون مرتبه اول
آماره دوربین ۲/۱۲۸ واتسون:	سطح معنی داری: ۰/۰۰۰	آماره آزمون F: ۱۳۴/۶۳۳	ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۶	ضریب تعیین: ۰/۸۷

سطح معنی داری برای تک تک متغیرها و هم چنین برای کل مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد محاسبه شده است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل پردازش شده می توان ادعا کرد که ۸۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته فرضیه پژوهش توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. خودهمبستگی نقض یکی از فرض های استاندارد الگوی رگرسیون است و از آماره دوربین - واتسون می توان جهت تعیین بود و نبود خودهمبستگی در الگوی رگرسیون استفاده کرد. آماره دوربین - واتسون محاسبه شده (۲/۱۲۸) که بین ۱/۵-۲/۵ می باشد بیان گر عدم وجود خودهمبستگی است و استقلال باقی مانده های اجزای خطا را نشان می دهد. (مشکل خودهمبستگی سریالی از طریق اتورگرسیون مرتبه اول برطرف شد). همچنین معناداری آزمون F بیانگر تأیید معناداری کل رگرسیون است. با توجه به نتایج گزارش شده در جدول ۴-۱۰ سطح معنی داری برای متغیرهای مستقل می توان بیان نمود که:

- سطح معناداری متغیر اندازه هیئت مدیره از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۱۶) است و با توجه به ضریب منفی (۰/۲۴-) ارتباط منفی و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری متغیر استقلال هیئت مدیره از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۹۷) است لذا ارتباط غیر معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری متغیر کیفیت حسابرسی از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۳۳) است لذا ارتباط غیر معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری متغیر دوگانگی نقش مدیرعامل از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۳۰) است لذا ارتباط غیر معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری متغیر درصد مالکیت نهادی از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۰) است و با توجه به ضریب منفی (۰/۰۳-) ارتباط منفی و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری متغیر عمر شرکت از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۰) است و با توجه به ضریب منفی (۰/۲۴) ارتباط مثبت و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود.
- سطح معناداری ضرب متغیر عمر شرکت در اندازه هیئت مدیره از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۳۷) است و با توجه به ضریب مثبت (۰/۱۷) ارتباط مثبت و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می شود. همچنین با مقایسه ضرایب می توان دریافت که در هنگام ضرب رابطه میان اندازه هیئت مدیره و ساختار سرمایه در جهت مثبت تقویت شده است.

- سطح معناداری ضرب متغیر عمر شرکت در استقلال هیئت مدیره از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۰) است و با توجه به ضریب مثبت (۳/۰۴) ارتباط مثبت و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می‌شود. همچنین با مقایسه ضرایب می‌توان دریافت که در هنگام ضرب رابطه میان استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه در جهت مثبت تقویت شده است.
- سطح معناداری ضرب متغیر عمر شرکت در کیفیت حسابرسی از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۵۱) است و با توجه به ضریب مثبت (۱/۱۹۴) ارتباط مثبت و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می‌شود. با مقایسه ضرایب می‌توان دریافت که در هنگام ضرب رابطه میان کیفیت حسابرسی و ساختار سرمایه در جهت مثبت تقویت شده است.
- سطح معناداری ضرب متغیر عمر شرکت در دوگانگی نقش مدیرعامل از سطح خطای ۵ درصد کمتر (۰/۰۰۰) است و با توجه به ضریب مثبت (۰/۴۴۲) ارتباط مثبت و معنادار آن با ساختار سرمایه تأیید می‌شود. با مقایسه ضرایب می‌توان دریافت که در هنگام ضرب رابطه میان دوگانگی نقش مدیرعامل و ساختار سرمایه در جهت مثبت تقویت شده است.
- سطح معناداری ضرب متغیر عمر شرکت در مالکیت نهادی از سطح خطای ۵ درصد بیشتر (۰/۰۰۰) است؛ لذا رابطه تعدیل کننده تأیید نمی‌شود.

### بررسی یافته‌ها و تفسیر نتایج پژوهش

بر اساس مدل مفهومی و یافته‌های کیسچینگ و موساوی که بیان می‌دارد اثرات سن بر میزان استفاده از بدهی‌ها عمدتاً بدلیل تامل بین عمر شرکت و ویژگی‌های حاکمیت شرکتی است و زمانی که مدیران از طریق حاکمیت شرکتی تحت کنترل قرار دارند ترجیحات ریسکی خود را بر تصمیمات ساختار سرمایه مدنظر قرار می‌دهند. لذا با توجه به یافته‌های پژوهش بر اساس جدول مذکور و در تبیین با مدل مفهومی و یافته‌های کیسچینگ و موساوی می‌توان گفت:

- ۱- در فرضیه اول از معیارهای حاکمیت شرکتی فقط درصد مالکیت نهادی رابطه معکوس و معنی دار با ساختار سرمایه دارد.
  - ۲- در فرضیه دوم عمر شرکت رابطه مستقیم و معنی دار با ساختار سرمایه دارد و ۲۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته را پوشش می‌دهد.
  - ۳- سن شرکت به همراه معیار حاکمیت شرکتی (استقلال هیئت مدیره و دوگانگی نقش مدیرعامل) رابطه معنی دار با ساختار سرمایه دارد.
- مطابق با یافته‌های کیسچینگ و موساوی در این پژوهش متغیر اندازه شرکت و سودآوری با ساختار سرمایه رابطه معکوس و معنی دار دارند.

### آزمون فرضیه اول

#### حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌ها اثرگذار است.

مطابق با جدول مذکور، معیارهای حاکمیت شرکتی مورد بررسی نشان‌دهنده اثرگذاری منفی بر ساختار سرمایه بودند. این یافته ناهمسو با پژوهش کیسچینگ و موساوی (۲۰۱۸) می‌باشد. یافته آنها نشان داد که مدیران زمانی که از طریق حاکمیت شرکتی تحت کنترل قرار دارند، ترجیحات ریسکی خود را بر تصمیمات ساختاری سرمایه مدنظر قرار می‌دهند. این یافته مطابق با مبانی نظری و تئوری نمایندگی نشان می‌دهد که از آنجائیکه انتخاب ساختار سرمایه نامناسب مدیریت منجر به کاهش ارزش شرکت می‌شود، ساز و کارهای حاکمیت شرکتی منجر به کاهش این موضوع می‌شود.

**آزمون فرضیه دوم**

سن شرکت بر ساختار سرمایه شرکتها اثرگذار است.

مطابق با جدول مذکور، سن شرکت به صورت مثبت (مستقیم) بر ساختار سرمایه اثرگذار است. این یافته مطابق با کیسچنیک و موساوی (۲۰۱۸) می‌باشد. این یافته مطابق با مبانی نظری نشان می‌دهد که با افزایش سن شرکت، بسیاری از ویژگی‌های شرکتها تغییر می‌کند که همین عامل بر جنبه‌های مختلف رفتاری (رفتار مالی) آنها اثرگذار خواهد بود. به طوریکه این مطالعات بیان نمودند که شرکت‌های با طول عمر بالا، دارایی‌های بیشتری را در اختیار دارند که همین عامل بدهی‌های بالاتر آنها را نسبت به شرکت‌های جوان‌تر توجیه خواهد کرد (مانند، هاواکیمیان و همکاران، ۲۰۰۱؛ ساندارسان و همکاران، ۲۰۱۵).

**فرضیه سوم**

سن شرکت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه اثرگذار است.

مطابق با جدول مذکور، سن شرکت در هنگام ضرب در معیارهای حاکمیت شرکتی رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه را در جهت مثبت تقویت نموده است. این یافته مطابق با کیسچنیک و موساوی (۲۰۱۸) می‌باشد. از دیدگاه تأثیر سن شرکت بر حاکمیت شرکتی، آدیس (۱۹۸۹) بیان می‌کند که شرکت‌ها در ابتدای فعالیت بسیار انعطاف‌پذیرند ولی در بیشتر مواقع غیر قابل کنترل هستند؛ با افزایش عمر، روابط تغییر می‌کند به طوریکه کنترل افزایش اما انعطاف‌پذیری کاهش می‌یابد و در نهایت با پیر شدن آنها، قابلیت کنترل نیز کاهش می‌یابد. از سوی دیگر از آنجا که شرکت‌های با طول عمر بالا، دارایی‌های بیشتری را در اختیار دارند که همین عامل بدهی‌های بالاتر آنها را نسبت به شرکت‌های جوان‌تر توجیه خواهد کرد؛ در نتیجه بستر حاکمیت شرکتی ضعیف‌تر اینگونه از شرکت‌ها، این رابطه تقویت خواهد شد.

**پیشنهاد‌های کاربردی پژوهش**

- با توجه به نتایج فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه، بین حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد؛ به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در ارزیابی‌های خود به موضوع حاکمیت شرکتی توجه نمایند؛ چرا که تصمیمات ساختار سرمایه مناسب منجر به افزایش ارزش شرکت خواهد شد.
- از آنجائیکه مدیران ساختار سرمایه را مشخص می‌کنند، و همچنین بین حاکمیت شرکتی و ساختاری سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد؛ به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تمهیداتی را در راستای تقویت سازوکارهای حاکمیت شرکتی شرکت‌ها در نظر بگیرند.
- با توجه به نتایج فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه بین سن شرکت و ساختار سرمایه شرکت‌ها ارتباط معناداری وجود دارد؛ به تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در ارزیابی‌های خود به چرخه عمر شرکت‌ها توجه نمایند.
- با توجه به نتایج فرضیه سوم تحقیق پیشنهاد می‌شود که در شرکت‌های با عمر بیشتر ساز و کارهایی در راستای تقویت حاکمیت شرکتی صورت گیرد.

**پیشنهاد‌هایی برای پژوهش‌های آتی**

به منظور انجام پژوهش‌های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می‌شود:

- ❖ بررسی نقش تعدیل‌کننده گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه.
- ❖ بررسی نقش تعدیل‌کننده دقت پیش‌بینی سود مدیریت بر رابطه میان حمایت از سرمایه‌گذاران و ساختار سرمایه.
- ❖ بررسی نقش تعدیل‌کننده عدم تقارن اطلاعاتی بر رابطه میان ساختار سرمایه و ریسک سقوط قیمت سهام.

- ❖ بررسی نقش تعدیل کننده افشای اختیاری بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه.
- ❖ بررسی نقش تعدیل کننده نگهداشت وجه نقد مازاد و ریسک نقدشوندگی سهام بر رابطه میان سن شرکت و ساختار سرمایه.
- ❖ بررسی رابطه غیر خطی میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه.
- ❖ بررسی نقش تعدیل کننده فرا اطمینانی مدیریت بر رابطه میان حاکمیت شرکتی و ساختار سرمایه.

### محدودیت‌های پژوهش

- در فرایند پژوهش علمی، مجموعه شرایط و مواردی وجود دارد که خارج از کنترل محقق می‌باشد، ولی به طور بالقوه می‌تواند نتایج پژوهش را تحت تأثیر قرار دهد. برخی از این محدودیت‌ها ذاتی و برخی ناشی از شرایط محیطی و محدودیت زمانی پژوهش می‌باشد. ضرورت دارد نتایج پژوهش علمی، با مدنظر قرار دادن محدودیت‌های موجود مورد تحلیل و بررسی قرار گیرد. محدودیت‌های این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:
- شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نمونه کوچکی از شرکت‌های ایرانی است، لذا تعمیم نتایج این تحقیق به کل شرکت‌های ایرانی میسر نیست.
  - شرایط تورمی کشور و عدم تعدیل اقلام صورت‌های مالی، بر محاسبه متغیرهای تحقیق بسیار مؤثر می‌باشد، اما به علت عدم انجام این کار در ایران، اثر تورم در تحقیق حاضر نادیده گرفته شده است.

### فهرست منابع

- [۱] ابرار محمد حمیدرضا. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین فروش و سودآوری و دارایی‌های مشهود بر ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.
- [۲] انصاری عبدالمهدی، یوسف‌زاده نسرين، زارع زهرا. (۱۳۹۲). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابرسی، سال دوم، شماره ۷.
- [۳] ایزدی‌نیا ناصر، رحیمی‌دستجردی محسن. (۱۳۸۸). تأثیر ساختار سرمایه بر نرخ بازده سهام و درآمد هر سهم. تحقیقات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
- [۴] بادآور نهندی یونس. (۱۳۸۳). استانداردهای حسابداری خدمات مالی اسلامی، ش ۱۶۰.
- [۵] باغومیان رافیک، خالقی‌مقدم حمید. (۱۳۸۵). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. پیک نور، سال پنجم، شماره ۴.
- [۶] باغومیان رافیک، عزیززاده مقدم کیوان. (۱۳۹۳). رابطه ویژگی‌های شرکت و ساختار سرمایه. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی. سال یازدهم، شماره ۴۳، ۱۱۱-۱۳۳.
- [۷] بدری احمد، محمد ایمنی فر. (۱۳۹۰). تحلیل واشکافانه ساختار سرمایه و عوامل مؤثر بر آن: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی دانشگاه علامه طباطبائی، شماره ۳۰، ۳۷-۵۸.
- [۸] پورزمانی زهرا، جهانشاد آزیتا، نعمتی علی و فرهودی زارع پروین. (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در شرکت‌ها. پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، ۲۶-۴۶.
- [۹] تهرانی‌رضا. (۱۳۹۱). مدیریت مالی، انتشارات طیف‌نگار.
- [۱۰] جهانخانی علی، شوری مجتبی. (۱۳۸۷). مدیریت مالی نوین، سازمان چاپ و انتشارات، وزارت فرهنگ و ارشاد اسلامی.
- [۱۱] جهانخانی علی، شوری مجتبی. (۱۳۸۸). مدیریت مالی نوین، انتشارات مهر (قم).
- [۱۲] خانی عبدالله، افشاری حمیده، حسینی‌کندلجی میرهادی. (۱۳۹۲). بررسی تصمیمات تأمین مالی، زمان‌بندی بازار و سرمایه‌گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال اول، شماره اول، شماره پیاپی (۱)، ۱۰۹-۱۲۲.
- [۱۳] خواجهی شکر...، حسینی‌سیدحسین. (۱۳۸۹). بررسی رابطه حمایت سیاسی دولت و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران. مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه تهران، شماره اول، ۶۷-۸۴.

- [۱۴] زینالی مهدی، محمدشیلان جمال. (۱۳۹۰). بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر اندازه، نرخ بازده سرمایه و سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۹، ۴۳-۶۰.
- [۱۵] ستایش محمدحسین، جمالیان پور مظفر. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات. مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
- [۱۶] سجادی حسین، جمالیان پور مظفر. (۱۳۸۸). بررسی تأثیر ساختار سرمایه و تغییرات آن بر تولید محصولات. مطالعات حسابداری، شماره ۲۵، ۱۲۷-۱۴۶.
- [۱۷] سعیدی علی، ابشت کبری. (۱۳۹۲). ظرفیت بدهی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۰، شماره ۲، ۴۳-۶۴.
- [۱۸] سینایی حسنعلی، رضاییان علی. (۱۳۸۴). بررسی تأثیر ویژگی‌های شرکت‌ها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی). پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، سال پنجم، شماره ۱۹.
- [۱۹] سینایی حسنعلی، نیسی عبدالحسین. (۱۳۸۲). بررسی عوامل مؤثر بر اندازه استفاده از اهرم مالی در شرکت‌های سهامی عام. مطالعات حسابداری، شماره ۴، ۱۲۹-۱۴۸.
- [۲۰] سینایی حسنعلی. (۱۳۸۶). بررسی تأثیر عوامل داخلی شرکت‌ها بر چگونگی شکل‌گیری ساختار سرمایه شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸، ۸۴-۶۳.
- [۲۱] علی‌نژاد ساروکلائی مهدی، تقی‌زاده خانقاه وحید. (۱۳۹۱). مروری بر نظریه‌های ساختار سرمایه. همایش ملی حسابداری و مدیریت.
- [۲۲] علی‌مرادی شهربانو، خلعتبری‌لیماکی عبدالصمد و صمدی‌لرگانی محمود. (۱۳۹۲). بررسی رابطه بین اهرم مالی با رشد شرکت و قدرت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری.
- [۲۳] فتحی سعید، ابزری مهدی و حبیبی سولماز. (۱۳۹۳). فراتحلیل عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه در سطح شرکت. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال دوم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۴.
- [۲۴] قالیباف‌اصل حسن. (۱۳۸۸). مطالعه تجربی تئوری ترازوی ایستا در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش و توسعه، سال شانزدهم، شماره ۲۶، ۱۲۱-۱۰۴.
- [۲۵] کردستانی غلامرضا و پیرداوودی طناز. (۱۳۹۱). ساختار سرمایه، آزمون تجربی نظریه زمان‌بندی بازار. مجله دانش حسابداری، سال سوم، ش ۹، ۱۲۳-۱۴۲.
- [۲۶] کردستانی غلامرضا و نجفی‌عمرانی مظاهر. (۱۳۸۷). بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی. دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، شماره ۲۵، ۷۳-۹۰.
- [۲۷] نیکومرام هاشم، رهنمای‌رودپشتی فریدون، فرشاد هیبیتی. (۱۳۸۸). مبانی مدیریت مالی، جلد دوم، انتشارات ترمه.
- [۲۸] وفاجو محمد مهدی. (۱۳۹۱). بررسی تأثیر نسبت  $Q$  توبین بر ساختار سرمایه. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشکده اقتصاد و حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران مرکز.
- [۲۹] هاشمی سیدعباس، کشاورزمهر داوود. (۱۳۹۴). بررسی عدم تقارن سرعت تعدیل ساختار سرمایه: مدل آستانه‌ای پویا. مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۲۳.
- [۳۰] یوسف‌معمار فاطمه. (۱۳۹۰). بررسی سیاست‌های تأمین مالی شرکت‌ها بر اساس تئوری همگام با بازار شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد (منتشر نشده)، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی.

[31] Afza T. and Hussain A. (2011). Determinants of capital Structure: A Case Study of Automobile Sector of Pakistan. Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, Vol. 2 No.10, pp. 219-230 .



- [32] Aydogan A.(2006). How Persistent is the Impact of Market Timing on Capital structures? the Journal of Finance, vol.LXI. NO.4
- [33] Baker M. and Wurgler J. (2002). Market timing and capital structure. The Journal of Finance, 57. 1-30
- [34] Bradshaw M. Richardson S. and Sloan R. (2006). The relation between corporate financing activities, analysts' forecasts and stock returns. Journal of Accounting and Economics, Vol. 42, pp. 53-85.
- [35] Brennan M.J. and Schwartz E.S. (1984). Optimal Financial Policy and Firm valuation. Journal of Finance, 39 (3).
- [36] Cadsby C.B. Frank M.Z. and Maksimovic V. (1990). Pooling, Separating, and Semi Separating Equilibria in Financial Markets: Some Experimental Evidence. Review of Financial Studies, 3 (3).
- [37] Chang X. and Dasgupta S. (2009). Target Behaviour and Financing: How conclusive is the evidence? The Journal of Finance, 64(4).1767-1796
- [38] Chen J. and Roger S. (2005). The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies. Economic Change and Restructuring, 11- 35.
- [39] Chirinko R. and Singha A. (2000). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure: A critical comment. Journal of Financial Economics, 58. 417-425
- [40] Crnigoj M. and Mramor D. (2009). Determinants of Capital Structure in Emerging European Economies: Evidence from Slovenian Firms. Emerging Markets Finance & Trade, 45(1): 72-89.
- [41] Dang V. A. Kim M. and Shin Y. (2012). Asymmetric Capital Structure Adjustments: New Evidence from Dynamic Panel Threshold Models. Journal of Empirical Finance, 19(4), 465-482.
- [42] Daniel K and Titman Sh. (2006). Market reaction to tangible and intangible information. Journal of Finance, Vol. 61,pp. 1605-1643.
- [43] Donaldson G. (1961). Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Business Administration, Boston, MA: Harvard University Press.
- [44] Fama E.F. and French K.R. (1998). Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. Journal of Finance, 53 (3)
- [45] Fischer E.O. Heinkel R. and Zechner J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. Journal of Finance, 44 (1).
- [46] Frank M.Z. and Goyal V.K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. Journal of Financial Economics, 67(2): 217-248.
- [47] Goldstein R. Ju N. and Leland H. (2001). An EBITBased Model of Dynamic Capital Structure. Journal of Business, 74 (4).
- [48] Guney Y. Li L. and Fairchild R. (2010). The Relationship between Product Market Competition and Capital Structure in Chinese Listed Firms. International Review of Financial Analysis, Vol. 20: 41-51.
- [49] Halov N. and Heider F. (2005). Capital Structure Risk and Asymmetric Information. Working, Stern School of Business, New York University.
- [50] Hennessy C.A. and Whited T.M. (2004). Debt Dynamics. Journal of Finance, 60 (3).
- [51] Hirshleifer J. (1966). Investment Decision under Uncertainty: Applications of the State-Preference Approach. Quarterly Journal of Economics, 80 (2).

- [52] Huang G. and Song F. M. (2006). The Determinants of Capital Structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17, 14- 36.
- [53] Islam S. Z. and Khandaker S. (2015). Firm leverage decisions: Does industry matter? *North American Journal of Economics and Finance* 31. 94-107
- [54] Jensen M.C. and Meckling W.H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- [55] Kane A. Marcus A.J. and McDonald R.L. (1984). How big are the Tax Advantage to Debt? *Journal of Finance*, 39 (3).
- [56] Kemsly D. and Nissim D. (2002). Valuation of the Debt Tax Shield. *Journal of Finance*, 57 (5).
- [57] Kraus A. and Litzenberger R.H. (1973). A State- Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4).
- [58] Leary M.T. and Roberts M.R. (2005). Do Firms Rebalance Their Capital Structure? *Journal of Finance*, 60 (6).
- [59] Mackay P. and Phillips G. (2005). How does industry affect firm financial structure? *The Review of Financial Studies*, 18. 1433-1466
- [60] Miller M.H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32 (2).
- [61] Modigliani F. and Miller M.H. (1958). The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 48 (3).
- [62] Mromar D. and Lancarski I. (2002). Traditional, Modern and New Approach to Finance. Working Paper, Faculty of Economics, University of Ljubljana, Slovenia.
- [63] Myers S. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. 5 (2): 147-175.
- [64] Myers S.C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3).
- [65] Myers S.C. and Majluf N.S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have. *Journal of Financial Economics*, Vol. 13: 187-221.
- [66] O'Boyle Jr. H. E. Pollack J.M. and Rutherford M.W. (2012). Exploring the relation between family involvement and firms' financial performance: A meta-analysis of main and moderator effects. *Journal of Business Venturing*, Vol. 27, pp. 1-18.
- [67] Pontiff J. and Woodgate A. (2008). Share issuance and cross-sectional returns. *Journal of Finance*, Vol. 63, pp. 921-945.
- [68] Qiu M. and La v. (2010). Firm Characteristics as Determinants of Capital Structure in Australia. *International Journal of the Economics of Business*, 17(3): 277-287.
- [69] Rajan R. and Zingales L. (1995). What do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data. *Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.
- [70] Shyam-Sunder L. and Myers S. C. (1999). Testing static trade-off against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51. 219-244
- [71] Stiglitz J.E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *American Economic Review*, 59 (5).
- [72] Stiglitz J.E. (1973). Taxation, Corporate Financial Policy, and the Cost of Capital. *Journal of Public Economics*, 2 (1).
- [73] Strebulaev I. A. (2007). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say? *Journal of Finance*, 62(4), 1747-1787.

- [74] Strebulaev I.A. (2004). Do Tests of Capital Structure Theory Mean What They Say. Working Paper, Graduate School of Business, Stanford University.
- [75] Suhaila M.K. and Mahmood W.M.W. (2008). Capital Structure and Firm Characteristics: Some Evidence from Malaysian Companies. MPRA Paper #14616.
- [76] Titman S and Wessels R. (1988). Determination of Capital Structure Choice. Journal of Finance, pp. 1-20.
- [77] Titman S. and Tsyplakov S. (2005). A Dynamic Model of Optimal Capital Structure. Working Paper No. FIN-03-06, Red McCombs School of Business, University of Texas at Austin. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=332042>.
- [78] Welch I. (2004). Capital Structure and Stock Returns. Journal of Political Economy, 112 (1).