

نقش واسطه‌ای استقلال هیئت مدیره در تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شهناز علیخانی^{۱*} و حمیدرضا جعفری دهکردی^۲

^۱ نویسنده و مسئول، کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهرکرد

Email: shahnazalikhani.info@gmail.com

^۲ استاد یار دانشگاه آزاد اسلامی، عضو هیئت علمی، واحد شهرکرد

Email: hamidreza.jafaridehkordi@yahoo.com

چکیده

این پژوهش با هدف تبیین و بررسی نقش استقلال هیئت مدیره بر تأثیر عملکرد مالی و ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۶ انجام گرفته است، جامعه آماری شامل ۵۲۸ شرکت به عنوان نمونه از روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. روش تحقیق در این پژوهش به لحاظ هدف، کاربردی و به لحاظ روش، از نوع توصیفی همبستگی می‌باشد. در پژوهش حاضر، داده‌های مورد نیاز جهت تست فرضیه‌ها از صورت‌های مالی و یادداشت‌های صورت‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است، جهت تبیین و بررسی نقش واسطه‌ای استقلال هیئت مدیره بر تأثیر عملکرد مالی و ساختار سرمایه از روش رگرسیون بارون وکنی استفاده گردید. نتایج نشان می‌دهد، بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره رابطه مثبت و معنادار وجود ندارد و بین ساختار سرمایه و استقلال هیئت مدیره رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به عبارت دیگر، استقلال هیئت مدیره در تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نقش واسطه‌ای نسبی دارد. حدود ۱۵ درصد تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه از طریق استقلال هیئت مدیره (تأثیر غیر مستقیم یا واسطه‌ای) و حدود ۸۵ درصد تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه مستقیم است.

واژه‌های کلیدی: عملکرد مالی، استقلال هیئت مدیره، ساختار سرمایه.

مقدمه

نقش محوری سرمایه در دنیای امروز بر هیچ کس پوشیده نیست، یکی از مهمترین ضروریات هر موسسه اقتصادی فراهم کردن منابع مالی مورد نیاز سازمان ها برای بقا و ادامه فعالیت است. قطعاً شناسایی راه های مختلف مالی و بهره گیری از ابزارهای مناسب مالی، مدیریت را در اتخاذ تصمیم های مناسب و صحیح تر و کسب منابع بیشتر یاری خواهد نمود (آب فرجام، ۱۳۸۸). سرمایه به عنوان موتور محرکه اقتصاد بر محور اطلاعات قرار دارد، جریان درست اطلاعات منجر به اتخاذ تصمیمات صحیح و منطقی از سوی مشارکت کنندگان می شود و در نهایت، توسعه اقتصادی و بهبود رفاه اجتماعی را به ارمغان می آورد، به عبارتی سرمایه به دلیل ایفای نقش تخصیص بهینه منابع به بخش های پر بازده اقتصادی تاثیر به سزایی در رشد و توسعه اقتصادی هر کشور دارد. از این رو، سرمایه یکی از مهمترین منابع اطلاعاتی و یک معیار ارزیابی با اهمیت است که مورد توجه مدیران و سرمایه گذاران، اقتصاددانان جهت تصمیم گیری می باشد و علاوه بر آن معیار خلاصه و مفیدی برای سنجش عملکرد، تداوم فعالیت و کارایی شرکت است (الهیاری و بنی مهد، ۱۳۹۲). ساختار سرمایه مهمترین عامل موثر بر ارزش گذاری و جهت گیری شرکت ها در بازار سرمایه مطرح شده است. دی آنجلو و همکاران^۱ (۲۰۱۰) بیان می کند، ساختار سرمایه عبارت است از ترکیبی از سهام عادی، سهام ممتاز و زیر مجموعه های مرتبط با آن، سود انباشته و بدهی که واحد تجاری جهت تامین مالی دارایی های خود از آن استفاده می کند، به عبارتی دیگر، ساختار سرمایه به طور کلی رابطه بین بدهی و حقوق صاحبان سهام را نشان می دهد، هر چه میزان بدهی در ساختار سرمایه شرکت بیشتر باشد به همان میزان ادعای سهامداران بر دارایی ها و منافع آتی شرکت، کمتر می گردد. بنابراین، بدهی و سرمایه دو منبع تامین مالی شرکت محسوب می شوند که هر یک هزینه های مختلفی را برای شرکت به همراه دارند. لذا، شرکت ها باید ترکیب مناسبی از بدهی و سرمایه را داشته باشند که کمترین هزینه را برای شرکت به دنبال داشته باشند (ماریماتو^۲، ۲۰۰۹) در مورد اهمیت ساختار سرمایه، امروزه تصمیم گیری و قضاوت در مناسب ترین ترکیب ساختار سرمایه با هدف بیشینه سازی ثروت سهامداران از جمله مهمترین و بحث برانگیزترین موضوعاتی است که بیشترین توجه را در حوزه مالی به خود اختصاص داده و توجه اقتصاددانان را در سال های اخیر به خود جلب نموده است. لذا، ساختار سرمایه به عنوان مهمترین پارامتر موثر بر ارزش گذاری و جهت گیری بنگاه اقتصادی در بازار های سرمایه مطرح شده است. در این راستا، یکی از وظایف اساسی مدیران مالی در انتخاب شرکت ها تعیین بهترین ترکیب منابع مالی شرکت یا همان ساختار سرمایه است. ساختار سرمایه به چگونگی ترکیب منابع تامین مالی واحدهای تجاری از قبیل بدهی های کوتاه مدت و بلند مدت، اوراق قرضه و سهام عادی و ممتاز اشاره دارد (ساندرا^۳، ۲۰۱۰). مشکلی که امروزه در مورد ساختار سرمایه با آن روبرو هستیم، تصمیم گیری در مورد ساختار سرمایه به عنوان یکی از چالش برانگیزترین و پیچیده ترین مسائل پیش روی مدیران مالی شرکت ها بوده، اما در عین حال حیاتی ترین تصمیم در مورد بقای شرکت ها است، همچنین از دیگر مشکلات در مبحث ساختار سرمایه نتیجه گیری از تحلیل های تجربی ساختار سرمایه است که از یک سو وابسته به تعریف اهرم است و از سوی دیگر ممکن است تحت تاثیر اندازه گیری های ناقص محقق باشد (سلیم و یادو^۴، ۲۰۱۲).

ساختار سرمایه خوب منجر به پوشش بدهی بدهی ها توسط دارایی ها می شود و ساختار سرمایه بد منجر به این می شود که دارایی ها نتوانند بدهی ها را پوشش دهند و تسویه بدهی ها امکان پذیر نیست و شرکت دارای زیان است و سود انباشته و افزایش سرمایه امکان پذیر نیست. به عبارت دیگر، وجود ساختار سرمایه در بهترین حالت منجر به فرصت سرمایه گذاری و رشد بهتر جهت انباشت وجه نقد می شود و کمبود آن منجر به کاهش سود آوری به دلیل از دست دادن فرصت سرمایه گذاری و رشد می شود از سوی دیگر، عدم تعادل ساختار سرمایه، عدم تقارن اطلاعاتی و ظرفیت بدهی به احتمال زیادی می تواند بر ساختار سرمایه تاثیر گذار باشد. با این وجود، شرکت هایی که با مزاد یا کسری تامین مالی مواجه می شوند و متعاقب آن

1 DeAngelo et al

2 Marimuthu

3 Sandra

4 Salim & Yadav

نیازمند به افزایش یا کاهش تامین مالی یا حقوق صاحبان سهام هستند، در شرایطی قرار می گیرند که مجبور به تعدیل نسبت بدهی خود شوند و به شناسایی ساختار سرمایه خود بپردازند (باتاچاریا و همکاران^۱، ۲۰۰۹).

میانگین ساختار سرمایه در ایران، با پژوهش های (دارابی، ۱۳۹۶) و (حسینی و همکاران، ۱۳۹۶) و (بیات و همکاران، ۱۳۹۴) و (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۲) و (دهقان زاده و همکاران، ۱۳۹۲) و (صادقی شاهدانی و همکاران، ۱۳۹۱) با میانگین ۰/۶۴ و ۰/۵۷ و ۰/۵۹ و ۰/۶۵ و ۰/۵۴ شامل شرکت های بورس اوراق بهادار تهران بوده و در کشورهای خارجی همچون ترکیه با پژوهش های (مروه گیزم و همکاران، ۲۰۱۸) در مقاله خود به ساختار سرمایه چنین اعلام کرد، میانگین ۰/۴۵، (نگوبین و همکاران، ۲۰۱۷) در شرکت های ویتنام با میانگین ۰/۴۳ (مولر، ۲۰۱۵) در مقاله خود به نام ساختار سرمایه در شرکت های آلمان چنین اعلام کرد، میانگین ۰/۵۱ می باشد و این آمار بیانگر این است که میزان ساختار سرمایه در کشورهای خارجی نسبت به ایران روند کاهشی و کمتر دارد. به بیان دیگر، ساختار سرمایه یعنی تامین مالی از طریق بدهی در حال افزایش است یعنی ساختار سرمایه در ایران نسبت به کشورهای توسعه یافته دارای روند افزایشی و مطلوب می باشد. با توجه به اهمیت ساختار سرمایه در تصمیم گیری استفاده کننده، شناسایی عوامل موثر بر ساختار سرمایه یکی از مسایل مهم امروزی است. یکی از این عوامل، عملکرد مالی است. عملکرد مالی، عبارت است از نتایج مرتبط بفعالیت هایی که سازمان انجام می دهد به بیان دیگر، درجه یا میزانی است که شرکت به هدف های مالی سهامداران در راستای افزایش ثروت نائل می آید (عربصالحی و همکاران، ۱۳۹۲). عملکرد مالی به چگونگی استفاده شرکت از دارایی هایشان و کسب درآمدها اشاره دارد. همچنین به عنوان مقیاسی عمومی برای سنجش سلامت مالی یک شرکت طی یک دوره خاصی از زمان استفاده می شود و ارزیابی عملکرد مالی یعنی اندازه گیری این موضوع که شرکت تا چه حدی به اهداف تعیین شده در برنامه های خود دست یافته است (واها و السی^۲، ۲۰۱۵). عملکرد مالی از طریق تأثیر بر استقلال هیئت مدیره باعث افزایش ساختار سرمایه می شود. استقلال هیئت مدیره به حالتی اطلاق می شود، که اعضاء آن مسئولیت اجرایی و اداره شرکت را نداشته باشند. به عبارت دیگر، افزایش استقلال هیئت مدیره از طریق حضور درصد بالایی از مدیران غیراجرایی در هیئت مدیره تحقق می یابد (یرماک^۳، ۱۹۹۶ و لیپتون^۴ و لورسچ^۵، ۱۹۹۲).

از مهمترین تئوری ها، در زمینه موضوع فوق می توان تئوری های متعددی را نام برد: که از جمله آنها، تئوری سلسله مراتبی و تئوری نمایندگی می باشد (صلواتی و رساییان، ۱۳۸۶). تئوری سلسله مراتبی در بحث تامین مالی بیان می دارد که در ابتدا سرمایه گذاری شرکت با سود انباشته و بعد از آن با بدهی ها و سرانجام با انتشار سهام، تامین مالی می کند. هدف از رعایت این ترتیب، کاهش هزینه های عدم تقارن اطلاعاتی و سایر هزینه های تامین مالی است (فریرا و ویللا^۶، ۲۰۰۴). (مایرز و ماجوف^۷، ۱۹۸۴) در این باره چنین استدلال می کند که یک ساختار سرمایه بهینه برای شرکت این است که شرکت یک بار با استفاده از بدهی یا منابع سرمایه داخلی به عنوان مثال سود انباشته و در اولویت بعدی توسط بدهی و حقوق صاحبان سهام برای تامین مالی عملیات شرکت استفاده می کند. نوسانات جریان نقدی نیاز به وجه نقد جهت اجرای پروژه های بلند مدت افزایشی بر اساس تئوری سلسله مراتبی بعد از برداشت از سود انباشته دومین منبع جهت تامین مالی بدهی ها می باشد. بنابراین، شرکت هایی اقدام به تامین مالی از طریق بدهی می نمایند به طوری که ساختار سرمایه افزایش می یابد و به طور کلی می توان نتیجه گرفت که نوسانات جریان نقدی باعث افزایش بدهی «ساختار سرمایه» می گردد. بر اساس تئوری نمایندگی (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۸۷) استقلال هیئت مدیره که بالا رود، باعث نظارت و کنترل کامل تر بر عملکرد مالی شرکت می گردد.

1 Bhattacharya et al

2 Wahba & Elsayed

3 Yermac & David

4 Lorsch

5 Lipton

1 Ferreira & Vilele

2 Myers & Majluf

بررسی ادبیات پژوهش در زمینه مالی نشان می دهد پژوهش‌هایی را که تأثیر عملکرد مالی بر استقلال هیئت مدیره و همچنین استقلال هیئت مدیره بر ساختار سرمایه شرکت های ایرانی، هنوز مورد آزمون قرار نگرفته است. بنابراین، در این پژوهش، سعی شده تا با بررسی نقش واسطه ای استقلال هیئت مدیره در رابطه بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه پرداخته یا به عبارتی دیگر، در تلاش جهت یافتن پاسخ برای سؤال زیر است: آیا عملکرد مالی از طریق استقلال هیئت مدیره باعث افزایش ساختار سرمایه می‌شود؟

ادبیات و پیشینه پژوهش

پیشینه خارجی

الکساندرانو و همکاران^۱ (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان بررسی ساختار سرمایه و تأثیر آن بر ریسک عملکرد شرکت ها در دوره زمانی ۲۰۰۰ الی ۲۰۱۶ در بین شرکت های تجاری - اقتصادی رومانی پرداختند. جهت تجزیه و تحلیل داده ها از رگرسیون چند متغیره اثرات ثابت و همچنین تخمین های پانل داده پویا (روش دو بعدی سیستم تعمیم لحظات، *GMM*) استفاده شده است. نتایج حاکی از آن است که اهرم تأثیر مثبتی بر اندازه شرکت و نرخ نوسان قیمت سهام دارد. از سوی دیگر، ساختار بدهی تأثیر متفاوتی بر عملکرد شرکت دارد.

سویونو و همکاران^۲ (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان اثر چرخه عمر بر ساختار سرمایه، اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت و نقش تعدیل کنندگی هر مرحله از چرخه عمر بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت به بررسی اثر چرخه عمر بر ساختار سرمایه، اثر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت و نقش تعدیل کنندگی هر مرحله از چرخه عمر بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت پرداختند. آنها با استفاده از نمونه شرکت های بورس اندونزی طی سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۵ نشان دادند که چرخه عمر تأثیر با اهمیتی بر ساختار سرمایه دارد. همچنین ساختار سرمایه رابطه مثبت با اهمیتی با عملکرد شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان داده است که مراحل ظهور و رشد تأثیر با اهمیتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت دارند.

اوکانر و یعقوبی^۳ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر نوسانات جریان نقدی بر ساختار سرمایه و استفاده از بدهی با سر رسیده‌های متفاوت در دوره زمانی ۱۹۷۴ الی ۲۰۱۲ در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار آفریقا پرداختند. با استفاده از چندین معیار اندازه گیری نوسانات جریان نقدی و مدل های اقتصادی، نتایج یافته ها نشان داد که بین نوسانات جریان نقدی و ساختار سرمایه رابطه غیر خطی وجود دارد. به طور کلی افزایش ۱٪ در متوسط نوسانات جریان نقدی تقریباً ۲۴٪ کاهش در نسبت بدهی های بلند مدت ۲۶٪ کاهش در احتمال بدهی های با سر رسید ۱۰ سال و ۳۹٪ افزایش در بدهی های کوتاه مدت یا بلند مدت را به همراه دارد.

نولیت و همکاران^۴ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان مسئولیت پذیری اجتماعی و عملکرد مالی درکشورکانادا در بازه زمانی ۲۰۰۲-۲۰۱۱ در بین ۱۰۷ شرکت پرداختند. علت انجام این پژوهش، این سوال است که آیا با فعالیت در راستای مسئولیت پذیری اجتماعی، عملکرد مالی شرکت ها چه تغییری می کند. یا به عبارت دیگر، وی به دنبال این بوده است که آیا با فعالیت در راستای مسئولیت پذیری اجتماعی می توان به سود دهی شرکت کمک کرد یا خیر. برای بررسی این موضوع شرکت ها را در شش گروه بسته صنعت فعالیت شان قرار داده و همزمان از چند معیار عملکرد مالی (بازده دارایی ها و شاخص *Q* توبین) استفاده کرده اند که در نهایت به نتایج متفاوتی رسیده اند که نشان می دهد نوع صنعتی که شرکت در آن فعالیت می کند عامل تعیین کننده ای برای نوع تأثیر مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت بر عملکرد مالی است. نوع معیار انتخابی برای عملکرد مالی هم در این زمینه اثرگذار است.

3Alexandra Nenu et al

4 Suyono et al

5 O'Connor & Yaghoubi

1 Nollet et al

چاکرابورتی^۱ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان تاثیر ریسک های تجاری بر ساختار سرمایه شرکت های هند، کسب و کار گروهی در مقابل شرکت های مستقل در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۰۷ در شرکت های هند پرداختند. در این پژوهش رابطه بین ریسک های تجاری برای شرکت های هندی با استفاده از رگرسیون نیمه پارامتریک برای سه دوره زمانی ۲۰۰۱، ۲۰۰۷، ۲۰۱۲ برآورده شده است. در این پژوهش مشاهده شد که رابطه بین متغیرها برای تمامی سه مدل اندازه گیری ریسک در بازه زمانی ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲ غیر خطی بوده. با استفاده از نمودارهای ترسیمی، مشخص گردید که رابطه بین اهرم و ریسک چند جمله ای با ۵ درجه یا بیشتر ظاهر شده است. از این رو، این امر موجب بی اعتبار شدن استدلالات قبلی درجه دوم بودن رابطه بین اهرم و ریسک می شود.

دوکسی^۲ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان ارتباط بین عملکرد اجتماعی شرکت و عملکرد مالی در هفت بانک مجارستان از سال های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۳ انجام داده است. برای عملکرد مالی از بازده دارایی ها، بازده حقوق صاحبان سهام و درآمد خالص استفاده کرده است. عملکرد اجتماعی را در دو مرحله اندازه گیری کرده است. ابتدا ۲۹ شاخص را تعیین و وجود یا عدم وجود هر شاخص را مبنا قرار داده و در انتها به یک عدد رسیده است و در مرحله دوم شدت رعایت هر شاخص را بررسی کرده است. آزمون فرضیه ها با استفاده از رگرسیون در نرم افزار SPSS انجام شده است. در نهایت رابطه مثبت عملکرد اجتماعی با بازده دارایی ها و رابطه منفی آن با بازده حقوق صاحبان سهام و درآمد خالص مشاهده شده است.

پیشینه داخلی

صبوحی و محمدزاده (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان رابطه بین حاکمیت شرکتی، عملکرد مالی و تمرکز مالکیت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تعداد ۹۲ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۹-۱۳۹۴ پرداختند. داده ها با استفاده از رگرسیون خطی و با استفاده از نرم افزار Eviews مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. یافته ها نشان داد که بین تمرکز مالکیت، مالکیت نهادی، مالکیت دولتی، استقلال هیئت مدیره، اندازه شرکت، اهرم مالی و مسئولیت اجتماعی رابطه معناداری وجود ندارد. اما بین اندازه هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، نرخ بازده دارایی، نقدینگی و مسئولیت اجتماعی رابطه معنادار وجود دارد. با توجه به یافته های به دست آمده می توان نتیجه گرفت که وضع قوانین و اجرای آنها در خصوص مسئولیت های اجتماعی، الزامات قانونی در جهت افشای الزامی اطلاعات مالی، توجه سرمایه گذاران و سهامداران به رویکردها و اهداف شرکت ها و تمرکز مالکیتی و ترکیب هیئت مدیره آنها تأثیر به سزایی در عملکرد مالی شرکت ها دارد و نتایج مثبت عملکردهای مالی باعث به وجود آمدن مزیت های رقابتی شرکت ها و تبعات مثبت در سایر عملکردهای مالی شرکت خواهد شد. خواجوی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان توانایی مدیران، عملکرد مالی، خطر ورشکستگی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شامل ۱۰۳ شرکت در بازه زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۹۴ پرداختند. توانایی مدیران با استفاده از الگوی دمرجیان و همکاران «۲۰۱۲» اندازه گیری شده است. همچنین، نرخ بازده دارایی ها به عنوان معیار عملکرد مالی به کار رفته است و الگوی امتیاز دهی بازار نوظهور «امتیاز Z آلمن» به منظور سنجش ورشکستگی مورد استفاده قرار گرفته است. یافته های پژوهش نشان داد که بین توانایی مدیران و خطر ورشکستگی شرکت ها رابطه منفی وجود دارد و عملکرد مالی نقش متغیر واسطه ای کامل در رابطه بین توانایی مدیران و خطر ورشکستگی بازی می کند. به بیان دیگر، توانایی مدیران از طریق بهبود عملکرد مالی، خطر ورشکستگی را کاهش می دهد. از این رو، چنین نتیجه گیری شد که توانایی مدیران عامل مهمی در موفقیت شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

دارابی (۱۳۹۶) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین بحران مالی و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ پرداختند. برای جمع آوری مبنای نظری پژوهش از روش کتابخانه ای و برای جمع آوری اطلاعات آماری از صورت های مالی و یادداشت های همراه آن استفاده شده است. روش پژوهش از نظر هدف، کاربردی است، از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی است که برای کشف همبستگی بین متغیرها از روش پس

2Chakraborty

3 Ducassy

رویدادی عمل شده است. نتایج حاصل از تجربه و تحلیل اطلاعات نشان می دهد، بین بحران مالی و ساختار مالی رابطه معنا داری وجود دارد و بحران مالی تاثیر مثبتی بر ساختار سرمایه شرکت دارد، همچنین یافته های حاصل از فرضیه های فرعی نیز نشان می دهد که دارایی مشهود و رشد دارایی شرکت ها تاثیر منفی بر ساختار سرمایه دارند.

رجبی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی مستقل، کیفیت سود و استقلال هیئت مدیره در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور ۷۰ شرکت طی سال های ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفتند. برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل رگرسیونی چند متغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می دهد که بین حق الزحمه حسابرسی و کیفیت سود و استقلال هیئت مدیره رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین متغیرهای اهرم مالی، زیان ده بودن شرکت در سال مالی قبل و بازده دارایی ها دارای رابطه معناداری با قیمت گذاری خدمات حسابرسی نمی باشند. اما متغیرهای اندازه شرکت، نوع مؤسسه حسابرسی، عمر شرکت از زمان پذیرش در بورس و نسبت دارایی های جاری به مجموع دارایی ها، رابطه مثبت و معناداری با قیمت گذاری خدمات حسابرسی دارند.

عرب صالحی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در ۵۹ شرکت از سال های ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ انجام داده اند. علت انجام این پژوهش، بررسی رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی عنوان گردیده است. مسئولیت پذیری اجتماعی شرکت با پرسشنامه و در چهار بخش مشتریان کارکنان محیط زیست و نهادهای موجود در جامعه مرتبط با شرکت اندازه گیری می شود. از بازده دارایی به عنوان عملکرد مالی استفاده می شود. آزمون فرضیه ها با استفاده از نرم افزار SPSS صورت گرفته است. آنها رابطه دو متغیر فوق را در چهار راستا مشتریان، کارکنان، محیط زیست و نهادهای موجود در جامعه مورد بررسی قرار داده اند که ارتباط فوق در راستای مشتریان و نهادهای موجود در جامعه، ارتباط مثبتی می باشد.

روش شناسی (متدولوژی)

پژوهش پیش رو با توجه به شیوه جمع آوری داده ها توصیفی از نوع تحلیل همبستگی است. از نظر منطق اجرای پژوهش، این پژوهش قیاسی است. همچنین این پژوهش از دید هدف، کاربردی است. از نوع داده ها، پژوهش حاضر از جمله پژوهش های کمی است. از لحاظ زمان انجام پژوهش، طولی و گذشته نگر است. نمونه آماری شامل ۵۲۸ شرکت طی ۵ سال در بازه زمانی ۱۳۹۶-۱۳۹۱ می باشد. در این پژوهش ابتدا آمار توصیفی متغیرها، بررسی می شود و سپس همبستگی بین متغیرهای مربوط با ساختار سرمایه بررسی می گردد و سپس همبستگی بین متغیرهای مربوط به ساختار سرمایه بررسی می گردد. با استفاده از روش بارون و کنی^۱ (۱۹۸۶)، نقش واسطه ای استقلال هیئت مدیره در رابطه بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه مورد بررسی قرار می گیرد. در این پژوهش با استخراج مستقیم داده های مورد نیاز از صورت های مالی، پایگاه اطلاعاتی سایت سازمان بورس، مجموع داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها جمع آوری شده است. با توجه به ویژگی داده ها یعنی مشاهدات مربوط به شرکت ها در دوره زمانی یکسان، روش داده های تابلویی متعادل استفاده شده است. آزمون فرضیه ها با استفاده از نرم افزار STATA انجام می شود.

در این پژوهش عملکرد مالی بر اساس مدل زیر محاسبه می شود:

متغیر مستقل در این پژوهش، عملکرد مالی است. این شاخص به صورت زیر محاسبه می شود:

❖ عملکرد مالی (ROA)

در این پژوهش با توجه به مدل بارون و کنی (۱۹۸۶) عملکرد مالی در مدل ۱ متغیر وابسته است، ولی در مدل ۴ متغیر واسطه ای است که به شرح زیر اندازه گیری عملیاتی می شود. برای متغیر عملکرد مالی، از بازده کل دارایی ها استفاده می کنیم که از طریق تقسیم سود سالیانه، به کل دارایی شرکت، محاسبه می شود. بازده دارایی به صورت درصد بیان می شود (جهانخانی و همکاران، ۱۳۷۴).

1 Baron & Kenny

$$ROA = \frac{\text{سود خالص}}{\text{جمع داراییها}} = \frac{\text{سود قبل از کسر بهره و مالیات}}{\text{جمع داراییها}}$$

عملکرد مالی در فرضیه دوم به عنوان متغیر وابسته، در فرضیه سوم به عنوان متغیر مستقل، در فرضیه چهارم به عنوان متغیر کنترلی (واسطه ای) در نظر گرفته شده است.

جهت اندازه گیری ساختار سرمایه متغیر وابسته، که به شرح زیر اندازه گیری عملیاتی می شود

❖ ساختار سرمایه (DTA)

در این پژوهش ساختار سرمایه بر اساس مدل اکانر و یعقوبی (۲۰۱۶) به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و نشان دهنده این موضوع است که مقداری از داراییها از محل بدهی ها و حقوق صاحبان سهام تامین مالی شده است. برای سنجش این متغیر بدهی کل شرکت را به دست آورده و آن را بر ارزش دفتری دارایی های شرکت تقسیم می نمایند. به عبارت دیگر، از نسبت بدهی «کل بدهی ها تقسیم بر کل دارایی ها» به عنوان شاخص ساختار سرمایه استفاده می شود.

$$\text{بدهی کوتاه مدت} + \text{بدهی بلند مدت} = \frac{\text{کل بدهیها}}{\text{کل داراییها}} = \text{اهرم مالی}$$

بر اساس مدل مذکور، ساختار سرمایه از طریق فرمول زیر محاسبه می گردد:

کل بدهی ها = بدهی های کوتاه مدت و بدهی های بلند مدت شرکت ا در سال مالی t.

کل دارایی ها = کل دارایی های ا در سال مالی t.

❖ استقلال هیئت مدیره (OUTD):

در این پژوهش متغیر واسطه ای «میانجی» است که به شرح زیر اندازه گیری عملیاتی می شود. درصد از تعداد کل مدیران غیر اجرایی مستقل تقسیم بر تعداد کل اعضا (محمد و همکاران، ۲۰۱۲).

$$\text{تعداد اعضای مستقل هیئت مدیره} = \frac{\text{تعداد کل اعضای هیئت مدیره}}{\text{تعداد کل اعضای هیئت مدیره}}$$

جهت تصریح بهتر مدل رگرسیونی پژوهش از اندازه شرکت و رشد فروش و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام و اندازه حسابرس به عنوان متغیرهای کنترلی به شرح زیر استفاده خواهد شد.

✓ اندازه شرکت (Size):

برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی های شرکت (جنسن، ۱۹۷۶).

$$SIZE_{i,t} = \text{Log}(\text{ASSETBV}_{i,t})$$

✓ رشد فروش (Growth):

بر اساس تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل به دست می آید (هولاند، ۲۰۰۳).

$$GROWTH = \frac{\text{فروش شرکت در سال } (t-1) - \text{فروش شرکت در سال } (t)}{\text{فروش شرکت در سال } (t-1)}$$

فروش سال مالی جاری. فروش سال مالی قبل.

✓ نرخ بازده حقوق صاحبان سهام (Roe):

برابر است با سود خالص تقسیم بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (سینایی و رضائیان، ۱۳۸۴).

1 Mohamad et al

2 Jensen

3 Holland

$$ROE = \frac{\text{سودخالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

✓ اندازه حسابرس (Audt):

در صورتی، که حسابرس شرکت، سازمان حسابرسی باشد عدد ۱ و در غیر این صورت، عدد صفر می باشد. به عبارتی دیگر، یک متغیر صفر و یک بوده.

مراحل اجرای روش بارون و کنی (۱۹۸۶) و مدل های این پژوهش به شرح زیر است.

مرحله اول: اجرای رگرسیون بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه (رابطه مستقیم).

مرحله دوم: اجرای رگرسیون بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره شرکت.

مرحله سوم: اجرای رگرسیون بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه.

مرحله چهارم: اجرای همزمان رگرسیون تأثیر عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره بر ساختار سرمایه.

نقش واسطه‌ایی (تأثیر غیر مستقیم عملکرد مالی بر ساختار سرمایه از طریق استقلال هیئت مدیره) می تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل چهارم کمتر نسبت مدل اول باشد، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره می توانند ساختار سرمایه (متغیر وابسته) را پیش بینی کنند. اگر تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنادار نباشد، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی کامل خواهد داشت، یعنی که متغیر عملکرد مالی تنها به واسطه استقلال هیئت مدیره می تواند ساختار سرمایه (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. در غیر این صورت، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی ندارد.

طرح آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌ها و نقش واسطه‌ای استقلال هیئت مدیره در رابطه بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه از روش رگرسیونی بارون و کنی (۱۹۸۶) استفاده می شود که مراحل اجرای روش و مدل های این پژوهش بر اساس روابط زیر محاسبه می‌شود:

مرحله اول: اجرای رگرسیون بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه (رابطه مستقیم).

(مدل ۱)

$$DTA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$AUDT_{i,t}$ = اندازه حسابرس.

$DTA_{i,t}$ = ساختار سرمایه

$OUTD_{i,t}$ = استقلال هیئت مدیره.

$ROA_{i,t}$ = عملکرد مالی

$GROWTH_{i,t}$ = رشد فروش.

i, t = شرکت i زمان t .

$SIZE_{i,t}$ = اندازه شرکت.

$ROE_{i,t}$ = نسبت بازده حقوق صاحبان سهام.

$\varepsilon_{i,t}$ = جزء خطای تصادفی شرکت (جملات اخلاص).

β = ضریب همبستگی رگرسیون.

مرحله دوم: اجرای رگرسیون بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره شرکت.

(مدل ۲)

$$OUTD_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$OUTD_{i,t}$ = استقلال هیئت مدیره شرکت i زمان t .

مرحله سوم: اجرای رگرسیون بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه.

(مدل ۳)

$$DTA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 OUTD_{i,t} + \beta_2 AUDT_{i,t} + \beta_3 ROE_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

مرحله چهارم: اجرای همزمان رگرسیون تأثیر عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره بر ساختار سرمایه.

(مدل ۴)

$$DTA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{i,t} + \beta_2 OUTD_{i,t} + \beta_3 AUDT_{i,t} + \beta_4 ROE_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 GROWTH_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

نتایج یافته‌های پژوهش:

آمار توصیفی نمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهدات هر متغیر را ارائه می‌دهد، جدول آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش برای بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۳۹۶ بعد از ترمیم داده‌های پرت می‌باشد. آمار توصیفی گزارش شده نشان می‌دهد که مقادیر چولگی و کشیدگی تمام متغیرهای پژوهش (به ویژه متغیر وابسته DA) فاصله اندکی با صفر دارد (مقدار چولگی و کشیدگی برای توزیع نرمال صفر است) یعنی توزیع متغیرهای مستقل و متغیر وابسته از این نظر بسیار شبیه توزیع نرمال است. خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به پژوهش پس از غربالگری و حذف داده‌های پرت در جدول زیر ارائه شده است.

جدول آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	عملکرد مالی ROA	استقلال هیئت مدیره OUTD	ساختار سرمایه DTA	اندازه حسابرس AUDT	اندازه شرکت Size	رشد فروش Growth	نرخ بازده حقوق صاحبان سهام ROE
مشاهدات	۵۲۸	۵۲۸	۵۲۸	۵۲۸	۵۲۸	۵۲۸	۵۲۸
میانگین	۰/۱۰۳	۰/۶۴۶	۰/۶۳۸	۰/۲۲۵	۶/۱۶۳	۰/۲۲۱	۰/۲۷۳
میانانه	۰/۰۹۰	۰/۶۰۰	۰/۶۰۷	۰/۰۰۰	۶/۰۹۰	۰/۱۶۳	۰/۲۶۰
بیشینه	۰/۶۲۲	۱/۰۰۰	۴/۰۰۳	۱/۰۰۰	۷/۹۷۳	۴/۶۵۱	۳/۲۰۵
کمینه	-۱/۰۶۳	۰/۰۰۰	۰/۰۸۱	۰/۰۰۰	۴/۵۵۶	-۰/۵۷۷	-۱/۹۵۲
انحراف معیار	۰/۱۶۶	۰/۱۹۹	۰/۳۵۹	۰/۴۱۸	۰/۶۲۸	۰/۴۳۷	۰/۳۶۵
چولگی	-۱/۰۹۲	-۰/۵۷۱	۳/۶۴۷	۱/۳۱۵	-۰/۳۱۳	۳/۲۰۰	۰/۹۴۳
کشیدگی	۱۰/۹۰۹	۳/۵۸۸	۲۶/۰۷۹	۲/۷۲۸	۳/۱۳۳	۲۶/۵۰۶	۱۹/۱۱۵

بر اساس جدول بالا، بیشترین و کمترین انحراف معیار به ترتیب مربوط به اندازه شرکت و عملکرد مالی است. بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر رشد فروش و کمترین کشیدگی مربوط به اندازه حسابرس است. بیشترین چولگی مربوط به متغیر ساختار سرمایه و کمترین چولگی مربوط به اندازه شرکت است.

جدول نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن

مدل	آزمون F لیمر	سطح معناداری	نتیجه آزمون هاسمن	سطح معناداری
(۱)	۶۲/۸۰	۰/۰۰	۳۷۵/۶۵	۰/۰۰
(۲)	۸/۳۹	۰/۰۰	۱۶/۸۱	۰/۰۰
(۳)	۶/۷۹	۰/۰۰	۱۶/۹۵	۰/۰۰
(۴)	۴۴/۷۴	۰/۰۰	۳۶۷/۰۸	۰/۰۰

نتایج جدول آزمون F لیمر، بیانگر رد شدن فرضیه صفر و وجود ناهمگنی مقاطع می‌باشد، در واقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل رگرسیون فرضیه‌ها می‌باشد. نتایج آزمون هاسمن بیانگر آن است که مقدار سطح معنی‌داری برای فرضیه‌ها کمتر از ۵ درصد بوده در نتیجه فرضیه صفر مبنی بر مناسب بودن اثرات تصادفی را نمی‌توان پذیرفت و اثرات ثابت ارجح تر می‌باشد. لذا، در سطح اطمینان ۹۵ درصد مدل اثرات ثابت ارجح است.

جدول آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	آماره	سطح معناداری	نتیجه
عملکرد مالی	۱۴۸۰/۹۵	۰/۰۰	عدم نرمال بودن
استقلال هیئت مدیره	۳۶/۳۲	۰/۰۰	عدم نرمال بودن
ساختار سرمایه	۱۲۸۸۸	۰/۰۰	عدم نرمال بودن
اندازه شرکت	۸/۹۹	۰/۰۱	عدم نرمال بودن
اندازه حسابرس	۱۵۳/۶۹	۰/۰۰	عدم نرمال بودن
رشد فروش	۱۳۰۵۷	۰/۰۰	عدم نرمال بودن
نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	۴۷۴۱۱۱	۰/۰۰	عدم نرمال بودن

طبق نتایج جدول بالا، کلیه متغیرها غیر نرمال هستند. براساس رگرسیون چند گانه سهم توزیع نرمال بودن باقی مانده‌هاست نه توزیع نرمال داده‌ها (بالتاجی^۱، ۲۰۰۵).

جدول نتایج حاصل از آزمون همسانی واریانس

مدل	آماره والد	سطح معناداری	نتیجه
(۱)	۳۴۰۰۰۰۰	۰/۰۰	عدم همسانی واریانس
(۲)	۲۱۰۰۰۰	۰/۰۰	عدم همسانی واریانس
(۳)	۱۰۰۰۰۰	۰/۰۰	عدم همسانی واریانس
(۴)	۹۸۲۹۳	۰/۰۰	عدم همسانی واریانس

با توجه به جدول بالا، مقدار p -value به دست آمده برای والد تعدیل شده در هر چهار مدل برابر ۰/۰۰ می‌باشد و از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کمتر است ($p\text{-value} \leq 0.05$)، فرض صفر (وجود همسانی واریانس) رد می‌شود که نشان می‌دهد در این چهار مدل مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود دارد. در نتیجه برای برطرف شدن این مشکل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم (GLS) یافته استفاده می‌کنیم.

^۱ Baltagi

جدول نتایج حاصل از رگرسیون

فرضیه	متغیر وابسته	نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	P>t
اول	ساختار سرمایه (DTA)	عملکرد مالی	Roa	۱/۳۷۸	۹۷/۷۹۰	۰/۰۰۰
		اندازه حسابرس	audt	-۰/۰۳۲	-۳/۸۰۰	۰/۰۰۰
		نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	Roe	۰/۰۰۵	۷/۹۱۰	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	-۰/۳۹۷	-۴۵/۱۴۰	۰/۰۰۰
		رشد فروش	growth	۰/۰۶۹	۲۴/۸۳۰	۰/۰۰۰
		ضریب ثابت	cons	۳/۱۶۵	۵۸/۹۹۰	۰/۰۰۰
دوم	استقلال هیئت مدیره (OUTD)	عملکرد مالی	Roa	۰/۱۴۰	۱۵/۷۳۰	۰/۰۰۰
		اندازه حسابرس	audt	-۰/۰۳۶	-۸/۵۲۰	۰/۰۰۰
		نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	Roe	-۰/۰۰۱	-۱/۱۲۰	۰/۲۶۵
		اندازه شرکت	size	-۰/۰۰۵	-۱/۵۰۰	۰/۱۳۳
		رشد فروش	growth	-۰/۰۰۹	-۴/۷۶۰	۰/۰۰۰
		ضریب ثابت	cons	۰/۶۶۰	۳۲/۲۴۰	۰/۰۰۰
سوم	ساختار سرمایه (DTA)	استقلال هیئت مدیره	outd	-۰/۰۰۸	-۰/۶۵۰	۰/۵۱۵
		اندازه حسابرس	audt	-۰/۰۸۱	-۸/۱۸۰	۰/۰۰۰
		نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	Roe	۰/۰۰۲	۲/۸۳۰	۰/۰۰۵
		اندازه شرکت	size	-۰/۴۳۴	-۴۱/۶۵۰	۰/۰۰۰
		رشد فروش	growth	-۰/۰۲۹	-۹/۲۸۰	۰/۰۰۰
		ضریب ثابت	cons	۳/۲۸۹	۵۱/۰۶۰	۰/۰۰۰
چهارم	ساختار سرمایه (DTA)	عملکرد مالی	Roa	۱/۳۸۰	۹۷/۸۳۰	۰/۰۰۰
		استقلال هیئت مدیره	outd	۰/۰۲۸	۲/۶۳۰	۰/۰۰۸
		اندازه حسابرس	audt	-۰/۰۳۱	-۳/۷۲۰	۰/۰۰۰
		نرخ بازده حقوق صاحبان سهام	Roe	۰/۰۰۵	۷/۹۴۰	۰/۰۰۰
		اندازه شرکت	size	-۰/۳۹۶	-۴۵/۰۴۰	۰/۰۰۰
		رشد فروش	growth	۰/۰۶۹	۲۴/۸۸۰	۰/۰۰۰
ضریب ثابت	cons	۳/۱۴۳	۵۷/۸۹۰	۰/۰۰۰		

بر اساس روش رگرسیونی بارون و کنی (۱۹۸۶) جهت آزمون فرضیه اصلی این پژوهش «فرضیه سوم» استقلال هیئت مدیره در تأثیر عملکرد مالی در ساختار سرمایه نقش واسطه ای دارد، شرایط زیر باید حاکم باشد:

۱. عملکرد مالی «متغیر مستقل» در مدل اول باید اثر معنادار بر ساختار سرمایه «متغیر وابسته» داشته باشد.
۲. عملکرد مالی «متغیر مستقل» در مدل دوم باید اثر معنادار بر استقلال هیئت مدیره «متغیر واسطه‌ای» داشته باشد.
۳. استقلال هیئت مدیره «متغیر واسطه‌ای» در مدل سوم و چهارم باید اثر معنادار بر ساختار سرمایه «متغیر وابسته» داشته باشد.

نتایج حاکی از برقراری سه شرط فوق است، نقش واسطه‌ایی (تأثیر غیر مستقیم عملکرد مالی بر ساختار سرمایه از طریق استقلال هیئت مدیره) می‌تواند به دو صورت کامل یا نسبی باشد. اگر تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل چهارم کمتر نسبت مدل اول باشد، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی نسبی خواهد داشت، یعنی هر دو متغیر عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره می‌توانند ساختار سرمایه (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل چهارم معنادار نباشد، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی کامل خواهد داشت، یعنی که متغیر عملکرد مالی تنها به واسطه استقلال هیئت مدیره می‌تواند ساختار سرمایه (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. در غیر این صورت، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی ندارد. از آنجایی که نتایج نشان می‌دهد که تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل ۴ (ضریب ۱/۳۸۰) و آماره $t(97/8304)$ کمتر است نسبت به مدل اول (ضریب ۱/۳۷۸ و آماره $t(97/790)$ است. بنابراین، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ایی نسبی دارد و دو متغیر عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره می‌توانند ساختار سرمایه (متغیر وابسته) را پیش‌بینی کنند. اگر تأثیر عملکرد مالی (متغیر مستقل) روی ساختار سرمایه (متغیر وابسته) در مدل اول معنادار نباشد، ولی در مدل چهارم معنادار شود، استقلال هیئت مدیره نقش واسطه‌ای کامل دارد (بارون و کنی، ۱۹۸۶). ضریب تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه در مدل اول ۱/۳۷۸ و در مدل چهارم ۱/۳۸۰ است، تفاوت این دو ضریب نشان دهنده میزان تأثیر واسطه‌ایی (غیرمستقیم) عملکرد مالی بر ساختار سرمایه از طریق استقلال هیئت مدیره است. به عبارت دیگر، در حدود ۱۵ درصد تأثیر عملکرد مالی بر ساختار سرمایه از طریق استقلال هیئت مدیره است و حدود ۸۵ درصد تأثیر مستقیم بر ساختار سرمایه می‌گذارد.

$$15\% = 100 * \frac{(1/378) - (1/380)}{1/378}$$

میزان نقش واسطه‌ای استقلال هیئت مدیره

مفروضات زیر بنایی رگرسیون

ضریب تعیین تعدیل شده در رگرسیون R^2 نشان دهنده میزان دقت برازش داده‌ها توسط تابع رگرسیون «نیکوئی برازش» است. ضریب تعیین نشان می‌دهد که تا چه حدی معادله رگرسیونی به دست آمده، تغییر در متغیر وابسته را نشان می‌دهد. به عنوان مثال ۵۸ درصد تغییرات در ساختار سرمایه در مدل ۱ به علت متغیرهای عملکرد مالی، اندازه شرکت، اهرم مالی، نرخ بازده دارایی‌ها و نرخ بازده حقوق صاحبان سهام است. یا مدل ۴ توان توضیح تا ۴۱ درصد از تغییرات در ساختار سرمایه است. علاوه بر ضریب تعیین، از آزمون F^1 جهت تعیین معناداری متغیرهای توضیحی استفاده شده می‌شود. فرضیه صفر این آزمون حاکی از آن است که هیچ یک از ضرایب مدل آماری معنادار نیست. همچنین نتایج حاصل از تست خطی بودن رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پس از برازش مدل رگرسیونی را نشان می‌دهد.

جدول نتایج مفروضات زیر بنایی رگرسیون

مدل	آماره F	ضریب تعیین تعدیل شده	آزمون نرمال بودن باقیمانده‌ها جاک-برا	نتیجه
۱	۲۴۲۳/۰۴	۰/۵۸	J-arque-Bera=(۰/۰۷)۵/۴۴	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۲	۳۱۷/۹۶	۰/۵۷	J-arque-Bera=(۰/۱۴)۳/۹۳	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۳	۳۶۲/۵۵	۰/۴۵	J-arque-Bera=(۰/۰۸)۵/۱۵	نرمال بودن باقی مانده‌ها
۴	۲۰۲۰/۸۶	۰/۴۱	J-arque-Bera=(۰/۰۵)۵/۸۸	نرمال بودن باقی مانده‌ها

سطح معناداری آزمون جارک- برا در هر چهار فرضیه بزرگتر از ۵ درصد است. بنابراین، باقیمانده‌های فرضیه‌های فوق دارای توزیع نرمال است.

بحث و نتیجه‌گیری

هدف این پژوهش بررسی و تبیین نقش واسطه‌ای استقلال هیئت مدیره بر تأثیر عملکرد مالی و ساختار سرمایه بود. بر این اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که رابطه مثبت بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارتی، عملکرد مالی بر ساختار سرمایه تأثیر دارد. لذا، فرضیه اول پژوهش تأیید شده است، نتایج آزمون فرضیه اول با نتایج پژوهش‌های (رحیمیان و همکاران، ۱۳۹۲) و (مصلی نژاد و همکاران، ۱۳۹۶) منطبق و سازگار نبوده و نتایج یکسانی را در بر ندارد و با نتایج پژوهش (نادری و عنایتی، ۱۳۹۴) منطبق و سازگار می‌باشد. نتایج مؤید آن است که شرکت‌هایی که مدیران توانا تر و سودآورتر دارند، عملکرد مالی و ساختار سرمایه بهتر و مطلوبتری نسبت به سایر شرکت‌ها دارند و از افشای مناسب تری برخوردارند. بنابراین، چنین استنباط می‌شود در شرکت‌های مورد مطالعه با افزایش و بهبود عملکرد مالی می‌توان ساختار سرمایه را ارتقاء بخشید. لذا، توانایی مدیران از طریق بهبود و تقویت عملکرد مالی، ساختار سرمایه شرکت‌ها را افزایش می‌دهد و منجر به بیشترین ارزش آفرینی برای شرکت می‌شود و این امر به نوبه خود به استراتژی مدیریت شرکت و اخذ تصمیمات صحیح با توجه به عملکرد و وضعیت مالی کمک می‌کند و در دید سهامداران که هدفشان افزایش ثروت است از اعتبار بالایی برخوردار می‌شود.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم نشان داد که رابطه مثبت و معناداری بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. به عبارتی، با افزایش و کاهش استقلال هیئت مدیره، عملکرد مالی هم افزایش و کاهش می‌یابد. در شرکت‌هایی که هیئت مدیره وظایف خود را به درستی انجام دهد و وظایف مجزا و مشخص باشند میزان بازدهی و عملکرد مالی شرکت و شفافیت اطلاعات افزایش می‌یابد و باعث بهبود عملکرد شرکت‌ها می‌شود. لذا، فرضیه دوم پژوهش تأیید شده است. نتایج آزمون فرضیه دوم با مبانی نظری پژوهش‌های (بندریان و کیانی فر، ۱۳۹۲) و (همتی و همکاران، ۱۳۹۲) منطبق و سازگار است و نتایج یکسانی دارد و با نتایج پژوهش (غلامی مقدم، ۱۳۹۶) منطبق و سازگار نبوده و نتایج یکسانی ندارد. نتایج مؤید این است، هنگامی که هیئت مدیره دارای استقلال و تسلط کافی، صلاحیت حرفه‌ای، دانش به روز باشد، نظارت و کنترل مناسب بر عملکرد مالی دارد که این منجر به ارتقاء مدیریت و بهبود و هم‌افزایی (مدیریت سینرژیک) می‌شود و ازجایی دیگر، نظارت و ارزیابی اسناد حسابداری دقیق‌تر و به موقع شناسایی می‌شود، چرا که فرصت لازم را برای امور نظارتی اختصاص می‌دهد. به عبارت دیگر چنین استدلال می‌شود وقتی که استقلال هیئت مدیره در شرکت‌ها حاکم شود، یعنی گروهی از مدیران غیر اجرایی دارای صلاحیت فنی و حرفه‌ای در کنار عملکرد مالی وضعیت نسبت‌ها و جریان امور مالی شرکت را به طور مستمر رصد و ارزیابی می‌کنند، بدون شک این مقوله موجب دقت در تنظیم و ارائه اسناد مالی شرکت متناسب با وضعیت اقتصادی جامعه می‌شود و کوچک‌ترین انحراف در نسبت‌ها یا امور مالی شرکت از دید هیئت مدیره مستقل دور نمی‌ماند و این تسلط بر اسناد حسابداری موجب ارتقاء و پیشرفت عملکرد مالی می‌شود، زیرا اسناد به صورتی دقیق‌تر، شفاف‌تر، به روزتر و به موقع‌تر تنظیم می‌شوند. استقلال هیئت مدیره به منزله ابزار کمکی و بهبود دهنده در ارائه و تنظیم صورت‌های مالی و همچنین رسیدگی مالی و حسابرسی گزارش‌های مالی است. عملکرد مالی شرکت می‌تواند از این فرصت مدیریتی در جهت ارتقاء فعالیت سود بخش و سودآور در شرکت استفاده بهینه نماید. بنابراین، از هنگامی که اعضای هیئت مدیره مستقل باشند و از نسبت بالایی برخوردار باشند، عملکرد شرکت ارتقاء یافته و احتمال وقوع تقلب و ارائه گمراه کننده صورت‌های مالی کاهش می‌یابد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم نشان داد که رابطه منفی و معناداری بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. نتایج نشان داد که استقلال هیئت مدیره تأثیری بر ساختار سرمایه ندارد. طبق تئوری سلسله مراتبی شرکت‌ها تامین مالی درونی را ترجیح می‌دهند و مدیران مالی سطح پایینی از استقراض را در ساختار سرمایه شرکتشان در نظر می‌گیرند و ظرفیت استقراض خارجی خود را محفوظ می‌دارند. نتایج مؤید

آن است که هر چه استقلال هیئت مدیره بیشتر باشد ساختار سرمایه کاهش می یابد. در واقع یافته ها نشان داد که شرکت هایی که ساختار سرمایه مطلوب و با ثباتی ندارند، استقلال هیئت مدیره نقش خود را در آن شرکت ها به خوبی ایفا ننموده است و این امر برنامه ریزی شرکت را با مشکل مواجه کرده است و از طرفی بر تصمیم گیری مناسب و صحیح سهامداران و اعتبار دهندگان تاثیر گذار بوده است. از طرفی دیگر می توان چنین بیان نمود که تاثیر منفی و معنادار از ساختار سرمایه بهینه به علت وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه است که منجر شده نقش استقلال هیئت مدیره کم رنگتر شود و یا یکی از چالش های مدیران شرکت ها در این زمینه به دلیل نبود مدل های دقیق و مشخص از تمام عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه است. نتایج آزمون فرضیه سوم با مبانی نظری پژوهش (حاجیها و اخلاقی، ۱۳۹۲) منطبق و سازگار است و نتایج یکسانی را در بر دارد.

نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان داد که در سطح اطمینان ۹۵٪، رابطه مثبت و معناداری بین استقلال هیئت مدیره و عملکرد مالی، ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد. در نتیجه استقلال هیئت مدیره بر عملکرد مالی، ساختار سرمایه اثر واسطه ای «میانجی» دارد، به عبارتی، نقش واسطه ای استقلال هیئت مدیره در رابطه بین عملکرد مالی، ساختار سرمایه مورد تأیید می باشد. نتایج مؤید آن است که تاثیر مثبت استقلال هیئت مدیره بر عملکرد مالی شرکت باعث می شود که ساختار سرمایه شرکت به سمت بالا و افزایشی حرکت کند. به عبارتی، از آنجا که توسعه بخش مالی منجر به رشد اقتصادی می شود استقلال هیئت مدیره با نظارت و کنترل از طریق تاثیر بر عملکرد مالی باعث افزایش روز افزون ساختار سرمایه می شوند. تئوری های حمایت کننده این پژوهش، تئوری سلسله مراتبی و تئوری نمایندگی می باشد.

خلاصه نتایج پژوهش به شرح جدول ذیل ارائه می گردد:

خلاصه یافته های پژوهش

فرضیه	عنوان	نتیجه
(۱)	بین عملکرد مالی و ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.	عدم رد فرضیه
(۲)	بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره مثبت و معنادار وجود دارد.	عدم رد فرضیه
(۳)	بین استقلال هیئت مدیره و ساختار سرمایه مثبت و معنادار وجود دارد.	عدم پذیرش فرضیه
(۴)	در ارتباط بین عملکرد مالی و استقلال هیئت مدیره بر ساختار سرمایه رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.	عدم رد فرضیه

پیشنهاد های حاصل از پژوهش

با توجه به نتایج آماری به دست آمده پیشنهاد می گردد:

الف: مورد استفاده کلیه سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و سایر استفاده کنندگان صورت های مالی است. زیرا، هر چه عملکرد مالی شرکت بهتر باشد، می تواند معیار تاثیرگذار و سودمند در تصمیم گیری استفاده کنندگان به حساب آید.

ب: پیشنهاد می گردد در شرکت هایی که عملکرد مالی و ساختار سرمایه بهتر و مطلوبتری دارند، قطعاً سرمایه گذاران برای تصمیم گیری همه جوانب را در نظر گرفته و به کمک اطلاعات ارائه شده آنها را مورد سنجش قرار دهند. عملکرد مالی به عنوان یکی از مولفه های استراتژیک جهت سرمایه گذاری می باشد، زمانی که عملکرد مالی تایید شود موجب اطمینان بیشتر سرمایه گذاران می گردد. همین امر سبب می شود، که سرمایه گذاران تمایل بیشتری برای سرمایه گذاری در شرکت ها را داشته باشند و به سوی چنین شرکت هایی جذب شوند.

پ: به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود، به منظور جلوگیری از دستکاری حساب های شرکت، به عوامل موثر بر عملکرد مالی و افشای داوطلبانه اطلاعات مالی توجه بیشتری بنمایند.

ت: پیشنهاد می شود، که کلیه فعالان بازار سرمایه از جمله تحلیل گران و استفاده کنندگان از اطلاعات مالی در حین ارزیابی خود از عملکرد شرکت ها به ویژه تجزیه و تحلیل ساختار سرمایه به فاکتور مهم چرخه عمر شرکت ها توجه نمایند. زیرا منجر به زمینه مساعدی برای تصمیم گیری آگاهانه جهت عملکرد فعلی و آتی شرکت می شود.

محدودیت های پژوهش

۱. با توجه به این که طی چند سال اخیر کشور در وضعیت تحریم اقتصادی و تورم بوده و این شرایط در پژوهش ذکر نشده است، این عامل می تواند بر اطلاعات مندرج در گزارش های مالی و نتایج پژوهش تأثیرگذار باشد.
۲. شرکت های خدماتی، سرمایه گذاری، لیزینگ و هلدینگ و بیمه به علت ماهیت خاص فعالیت و ارقام مندرج در صورت های مالی خود، تفاوت در تصمیم های اقتصادی از جامعه مورد بررسی در این پژوهش حذف گردیده اند. لذا، در تصمیم نتایج این پژوهش به این شرکت ها باید با احتیاط عمل شود.
۳. در جمع آوری داده ها و تجزیه و تحلیل یافته ها، از صورت های مالی شرکت های نمونه استفاده شد. عواملی چون تعدیلات سنواتی و برخی از بندهای شرط مندرج در گزارش های حسابرسی از جمله عوامل مؤثر بر اقلام صورت های مالی است. اما به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات لازم، در پژوهش حاضر تعدیلی بابت این اقلام انجام نشد و از این لحاظ، یکی از تنگناها و محدودیت های پژوهش به شمار می رود.

منابع و مآخذ

فارس

۱. آب فرجام، حمید رضا (۱۳۸۸) بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های کوچک و متوسط پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی تهران.
۲. الهیاری، غلامحسین، بنی مهد، بهمن (۱۳۹۲) رابطه بین اقلام غیرعادی حسابهای دریافتنی و کیفیت سود، پژوهش های تجربی حسابداری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۶۰-۴۷.
۳. اعتمادی، حسین، دیانتی دیلمی، زهرا (۱۳۸۸) تاثیر فرهنگ سازمانی، تمرکز مالکیت و ساختار مالکیت بر کیفیت اطلاعات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علوم مدیریت ایران، شماره ۴ (۱۵)، صص ۵۹-۸۵.
۴. اعتمادی، حسین، منتظری، جواد (۱۳۹۲) بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با تاکید بر رقابت بازار تولید، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳، صص ۱-۲۶.
۵. بیات، فاطمه، فرجی، امید، سرلک، نرگس (۱۳۹۴) رابطه بین ویژگی های مالی شرکت و ساختار سرمایه در مراحل چرخه عمر شرکت، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۷، صص ۱-۲۷.
۶. بندریان، امیرعلی، کیانی فر، آزیتا (۱۳۹۲) تاثیر ویژگی های هیئت مدیره بر عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت.
۷. جهانخانی، علی و ظریف فرد، احمد (۱۳۷۴) آیا مدیران و سهامداران از معیار مناسبی برای اندازه گیری ارزش شرکت استفاده می کنند؟ مجله تحقیقات مالی، سال دوم، شماره ۷ و ۸.
۸. حاجیه، زهره، اخلاقی، حسنعلی (۱۳۹۲) بررسی تاثیر ویژگی های هیئت مدیره بر ساختار سر رسید بدهی شرکت، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال ششم، شماره هفدهم.
۹. حساس یگانه، یحیی، محمد مرادی و هدی اسکندر (۱۳۸۷) « بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت » بررسی حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، ۱۲۲-۱۰۷، تابستان ۱۳۸۷.
۱۰. حسنی، حسن، پاک مرام، عسگر (۱۳۹۶) عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه شرکت ها با تاکید بر چرخه تجاری، راهبردمدیریت مالی، دانشگاه الزهراء، سال پنجم، شماره ۱۶، صص ۷۷-۹۷.

۱۱. خواجهوی، شکرالله، قدیریان، محمدحسین (۱۳۹۷) توانایی مدیران، عملکرد مالی، خطر ورشکستگی، مجله دانش حسابداری، دوره نهم، شماره ۱، پیاپی ۳۲، صص ۳۵-۶۱
۱۲. دارابی، رویا (۱۳۹۶) بررسی رابطه ارتباط بین بحران مالی و ساختار سرمایه، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، سال پنجم، شماره ۱۷، صص ۷۲-۵۱.
۱۳. دهقان زاده، حامد، زراعت گری، رامین (۱۳۹۲) بررسی رابطه ساختار سرمایه با بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش حسابداری، شماره ۱۱.
۱۴. رجبی، روح الله، قربانی، محمود، شعبانی، کیوان (۱۳۹۴) بررسی رابطه بین حق الزحمه حسابرسی مستقل، کیفیت سود و استقلال هیئت مدیره، مقاله علمی پژوهشی دانش حسابرسی، شماره ۵۹، صص ۱۰۹-۱۲۶.
۱۵. رضایی، فرزین، حسینی، اکرم السادات (۱۳۹۶) تاثیر معاملات با اشخاص وابسته عادی و غیر عادی بر کیفیت سود شرکت ها، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره ۳، شماره ۲، صص ۱۰۶-۱۱۹.
۱۶. رحیمیان، نظام الدین، توکل نیا، اسماعیل، تیرگری، مهدی (۱۳۹۲) بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد مالی و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره نوزدهم.
۱۷. سینایی، حسنعلی، رضاییان، علی (۱۳۸۴) بررسی تأثیر ویژگی های شرکت ها بر ساختار سرمایه «هرم مالی» پژوهش نامه علوم انسانی و اجتماعی، دوره ۵، شماره ۱۹، صص ۱۲۳-۱۴۸.
۱۸. صادقی شاهدانی، مهدی، چاووشی، کاظم، محسنی، حسین (۱۳۹۱) بررسی میان ساختار بازار و ساختار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه تحقیقات مدل سازی اقتصادی، شماره ۹، صص ۲۱-۵۰.
۱۹. صفرزاده، محمد حسین، واحدیان، رضا (۱۳۹۶) اثر بحران مالی بر کیفیت سود، مجله دانش حسابداری، دوره هشتم، شماره ۴، پیاپی ۳۱، صص ۳۷-۶۴.
۲۰. صلواتی، شاهپور و رساییان، امیر (۱۳۸۶) بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و نقد شوندگی سهام در ایران، نامه اقتصادی مفید، ۶۳- صص ۱۴۳-۱۶۳.
۲۱. صبوچی، نسترن، محمدزاده، امیر (۱۳۹۷) بررسی رابطه بین عملکرد اجتماعی، تمرکز مالکیت، حاکمیت شرکتی، مجله علمی- پژوهشی دانش مالی حسابداری، دوره ۵، شماره ۱، صص ۱۲۷-۱۵۱.
۲۲. عرب صالحی، مهدی، صادقی، غزل، معین الدین، محمود (۱۳۹۲) رابطه مسئولیت پذیری اجتماعی با عملکرد مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های تجربی حسابداری، ۹ سال سوم، شماره ۹.
۲۳. غلامی مقدم، حسین (۱۳۹۶) رابطه استقلال هیئت مدیره؛ دامنه افشا و عملکرد مالی، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد سبزوار.
۲۴. مصلی نژاد، ویدا، حسینی سارانی، محمد هادی، تشکری جهرمی، محمد (۱۳۹۶) بررسی تاثیر عملکرد مالی و چرخه تجاری ساختار سرمایه شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری، دوره سوم، شماره سوم، صص ۱۰۸-۱۲۱.
۲۵. نادری بنی، محمود، عنایتی، علی (۱۳۹۴) تاثیر ساختار سرمایه بر عملکرد مالی، کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت و مهندسی صنایع.
۲۶. همتی، حسن، کاظمی، حسین، رستمی، زینب (۱۳۹۲) تاثیر ساز و کارهای نظام راهبردی شرکتی بر عملکرد مالی و شفافیت اطلاعات، پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، سال دوم، شماره سوم، صص ۱۲۳-۱۴۸.

انگلیسی:

1. Alexandra Nenu ,Elena, Georgeta Vintila and , Stefan Cristian Gherghina (2018) The Impact of Capital Structure on Risk and Firm Performance: Empirical Evidence for the Bucharest Stock Exchange Listed Companies, Accepted: 3 April 2018; Published: 10 April 2018.
2. Baron, R.M.,&Kenny , D.A. (1986). The moderator-mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic and statistical consideration. *Journal of Personality and Social Psychology*, 51, 1173-1.
3. Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data* John Wiley .& Sons Inc., 3rd Edition, New York, USA.
4. Bhattacharya, N., Desai, H. & Venkataraman, K. (2009). Earning Quality and Information Asymmetry. Working paper. www.ssrn.com.
5. Chakraborty I. (2015). Capital structure in an emerging stock market: The case of India. *Research in International Business and Finance*, 24, pp: 295-314.
6. DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Toni M. Whited, (2010), Capital structure dynamics and transitory debt, forthcoming *Journal of Financial Economics*.
7. Ducassy, I., (2015). Corporate social performance, ownership structure, and corporate governance in France, *Research in International Business and Finance*, <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.002>.
8. Ferreira, M.A., and Vilele, A. (2004), "Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries", *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, pp. 295-319.
9. Holland, J. (2003). Intellectual capital and the capital market – organization and competence", *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, Vol. 16 No. 1, pp. 39-48.
10. Jensen, M.C (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* (October): Pp. 305-360.
11. Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A Modest Proposal for Improved Corporate Governance?. *Business Lawyer*. 48, 59-77.
12. Marimuthu, M. (2009). Corporate Restructuring, Firm Characteristics and Implications on Capital Structure, *Journal of Business and Management*, 4(1).
13. Myers, S.C., Majluf, N.S. (1984), Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
14. Mohamad, M. H. S., Rashid, H. M. A., & Shawtari, F. A. M. (2012). Corporate governance and earnings management in Malaysian government linked companies: The impact of GLCs' transformation policy. *Asian Review of Accounting*, 20(3), 241-258.
15. Merve Gizem Cevheroglu-Acar1 (2018) Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from Turkey, *Journal of Management and Sustainability*; Vol. 8, No. 1; 2018, Published by Canadian Center of Science and Education.
16. Müller, Sven (2015) Determinants of capital structure: Evidence from the German market University of Twente P.O. Box 217, 7500AE Enschede The Netherlands.
17. Nguyen Thi Phuong Nhung, Nguyen Phuong Lien, Dang Thi Thu Hang (2017) Analyze the Determinants of Capital Structure for Vietnamese Real Estate Listed Companies, *International Journal of Economics and Financial Issues*, 2017, 7(4), 270-282.
18. Nollet Joscha ., & George Filis., & Evangelos Mitrokostas (2016) Corporate social responsibility and financial performance: A non-linear and disaggregated approach. Pp 400-407.
19. O'Connor , M., & Yaghoubi, M. (2016). The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities. *Journal of Corporate Finance*, 38, 18-36.
20. Salim, M. and R. Yadav. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65, 156-166.
21. Sandra, Laurent. (2010). Capital structure decision: the use of preference share and convertible debt in the uk. www.ssrn.com. 12-16.

22. Suyono, E., Yarram, S. R., Riswan, R. (2017). "Capital Structure, Corporate Performance, and Life Cycle: Evidence from Indonesia". *Corporate Ownership & Control*, 14(4-2), 449-461. <http://doi.org/10.22495/cocv14i4c2art10>.
23. Wahba, H & Elsayed, Kh. (2015). The mediating effect of financial performance on the relationship between social structure responsibility and ownership. *Future Business Journal*. 1 (1-2): 1-12.
24. Yermack, David, (1996), Higher market valuation of companies with a small board of directors, *Journal of Financial Economics* 40, 185-211.