

## بررسی رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام

اسماعیل ابراهیمی<sup>۱\*</sup> و وحید نصیری باغ دهوکی<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup>گروه حسابداری، واحد هشتگرد، دانشگاه آزاد اسلامی، هشتگرد، ایران (نویسنده مسئول)

<sup>۲</sup>کارشناسی ارشد حسابداری، واحد هشتگرد، دانشگاه آزاد اسلامی، هشتگرد، ایران

### چکیده

محقق در پژوهش فعلی به بررسی و ارزیابی رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در این مسیر؛ تعداد ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک بازه زمانی پنج ساله از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۳۹۶ از طریق نمونه‌گیری به روش سیستماتیک انتخاب و به استخراج داده‌های لازم و آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. پس از گذر از مراحل یاد شده؛ این نتیجه حاصل شد که رابطه مثبت و معناداری میان راهبردهای مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود داشته و رابطه معناداری میان راهبردهای مدیریت و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری، هزینه حقوق صاحبان سهام.

## مقدمه

سرمایه‌گذاری در بسیاری ناحیه‌های اقتصادی مثل حوزه مدیریت کسب و کار یا دارائی و مالیه اعم از خانواده‌ها، بنگاه‌ها یا دولت‌ها مورد بحث قرار می‌گیرد. یک سرمایه‌گذاری شامل انتخاب توسط یک شخص یا یک سازمان مثل پانسیون سرمایه حقوق بازنشستگی، بعد از تجزیه و تحلیل یا اندیشه برای گذاشتن یا قرض دادن پول در یک چرخه، وسیله یا دارائی مثل مال، کالا، ذخیره، اوراق قرضه، مشتقات مالی (برای نمونه آتی‌ها و انتخابها)، یا دارائی خارجی نام‌گذاری شده در پول خارجی، که سطحی از ریسک معین می‌کند و امکان برگشت‌های تولید را در یک دوره از زمان فراهم می‌کند. سرمایه‌گذاری با ریسک کمتر از جمع عمومی رخ می‌دهد. سرمایه‌گذاری که کاملاً تحلیل شده نباشد می‌تواند ریسک آن زیاد باشد نسبت به سرمایه‌گذاری مالک زیرا امکان خسارت در حدود کنترل مالک نیست. تفاوت بین سفته بازی و سرمایه‌گذاری می‌تواند دقیق و باریک باشد. سرمایه‌گذاران می‌کوشند منابع مالی خود را در جایی سرمایه‌گذاری نمایند که اولاً دارای راهبردهای شرکتی موفق بوده و بیشترین بازده و کمترین ریسک را داشته باشد. بنابراین شرکت‌ها باید در کنار تمرکز بر سود، بر هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان عامل محدودکننده حداکثر شدن بازده نیز مدیریت نمایند. امروزه هزینه حقوق صاحبان سهام و نوسانات بازده در کانون توجه تمام سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران و مسئولان کشورها قرار گرفته است. با توجه به اهمیت و اثرگذاری بالای هزینه حقوق صاحبان سهام، باید هزینه حقوق صاحبان سهام بهینه را شناسایی، محاسبه و مدیریت نمود (دروپتز و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸).

سرمایه‌گذاری عبارت است از جریان مخارجی که صرف افزایش یا تثبیت حجم سرمایه واقعی می‌شود. در حقیقت تعریف دقیق‌تر، که شامل توصیف فوق نیز می‌شود، عبارت است از جریان مخارج اختصاص یافته به طرح‌های تولید کالاهایی که قصد مصرف فوری آنها در میان نباشد. این طرح‌های سرمایه‌گذاری ممکن است به شکل افزایش سرمایه مادی و سرمایه انسانی یا موجودی انبار باشد. سرمایه‌گذاری در حقیقت جریانی است که حجم آن توسط همه طرح‌هایی تعیین می‌شود که ارزش حال خالص مثبت یا نرخ بازده داخلی بیشتر از نرخ بهره دارند. از این دو، عامل نخست به ضابطه ارزش حال خالص معروف است و عامل دوم به بازده نهایی سرمایه‌گذاری نام دارد. سرمایه از مهم‌ترین عوامل تجارت بوده و بزرگ‌ترین وسیله جلب منفعت است. امروزه بازار سرمایه یکی از ارکان اساسی رشد و توسعه اقتصادی در هر کشور به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاری از مهم‌ترین مولفه‌های تعیین‌کننده سرنوشت اقتصاد هر کشور است. بازار سرمایه در کنار سایر بازارها نظیر بازار پول، کار و کالا، وظیفه تخصیص بهینه سرمایه را به عهده دارد. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. زیرا اغلب تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود. تخصیص بهینه سرمایه زمانی اتفاق می‌افتد که فعالان بازار اطلاعات معتبر، قابل اتکاء، بی‌طرف و منصفانه‌ای در خصوص آثار اقتصادی معاملات در اختیار داشته باشند. آنچه استفاده‌کنندگان از اطلاعات در پی آن هستند، افزایش اطمینان یا کاهش ریسک است. اما اطلاعات زیاد منجر به افزایش اطمینان نمی‌گردد، بلکه این شفافیت اطلاعات است که عدم اطمینان را کاهش می‌دهد. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می‌رود که در تصمیمات تامین مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نماید. هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در مدل ارزش افزوده اقتصادی به شمار می‌رود. هزینه حقوق صاحبان سهام دارای کاربردهای دیگری می‌باشد و به عنوان معیار پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید و نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار به کار گرفته می‌شود. از طرفی برقراری تعادل میان ریسک و بازده از جمله کارکردهای مهم بازار سرمایه است. ریسک و بازده از جمله مفاهیم اساسی در ادبیات مالی بوده که در قالب هزینه سرمایه نمایان می‌شود که از نظر مفهومی در ارتباط با بازده مورد انتظار تعریف می‌شود. به عبارت دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام به حداقل نرخ بازده مورد انتظار گفته می‌شود. در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت، بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه حقوق صاحبان سهام برساند، در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام است

1 Derpotez et al

(دروپتز و همکاران، ۲۰۱۸). بر اساس طرح این مبانی نظری؛ این سؤال بوجود می‌آید که چه رابطه‌ای میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد؟

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

#### مطالعات داخلی

کرمی و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه بین سطح افشاء و هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به بررسی رابط بین سطح افشاء شامل سه متغیر قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشای و افشاء نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با نگرش بر دستورالعمل اجرایی "افشاء اطلاعات شرکتهای ثبت شده نزد سازمان بورس و اوراق بهادار" مصوب سال ۱۳۸۶ پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های مطرح شده نشان‌دهنده آن است که بین متغیرهای قابلیت اتکای افشاء، به موقع بودن افشاء و افشای نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در گروه صنایع با فراوانی بیشتر رابطه معنی‌داری دیده می‌شود یا به طوریکه نتایج بدست آمده حاکی از آن است که رابطه متغیرهای قابلیت اتکای افشاء و افشای نهایی با هزینه حقوق صاحبان سهام در صنایع مواد و محصولات شیمیایی و همچنین خودرو و ساخت قطعات معنی‌دار می‌باشد. همچنین رابطه متغیر به‌موقع بودن افشاء با هزینه حقوق صاحبان سهام در هر سه صنعت شامل صنعت مواد و محصولات شیمیایی، صنعت سایر محصولات و کانیهای غیرفلزی و صنعت خودرو و ساخت قطعات نیز کاملاً معنی‌دار می‌باشد.

جعفرپورمقدم و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. در واقع این تحقیق به دنبال بررسی این موضوع است که آیا بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی (درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و دوگانگی وظیفه مدیرعامل) و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه وجود دارد؟ نمونه آماری شامل ۵۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱-۸۴ است. برای محاسبه هزینه حقوق صاحبان سهام از مدل گوردون و برای تجزیه و تحلیل آزمون فرضیه‌های تحقیق از مدل رگرسیونی چندمتغیره و نرم افزار Spss استفاده شده است. یافته‌های این تحقیق نشان می‌دهد که از بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی، درصد اعضای غیرموظف هیات مدیره و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌داری ندارد و همچنین بین دوگانگی وظیفه مدیرعامل و هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

رحمانی مهر (۱۳۹۳) به بررسی رابطه میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخت. در این تحقیق برای محاسبه میزان شفافیت سود از رابطه سود و بازده استفاده گردیده است. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ محاسبه گردیده است. در این پژوهش به منظور محاسبه میزان شفافیت سود از داده‌های مقطعی و برای محاسبه هزینه سرمایه از داده‌های سریع زمانی و در نهایت برای بررسی رابطه میان شفافیت سود و هزینه سرمایه از داده‌های پانلی استفاده گردیده است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می‌دهد که یک رابطه معکوس و معنادار میان شفافیت سود و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد. به عبارت دیگر شرکت‌هایی که از سود شفاف تری برخوردار هستند، هزینه حقوق صاحبان سهام کمتری را تجربه خواهند کرد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی تحت عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک به این نتیجه رسیدند که رابطه میان هزینه حقوق صاحبان سهام و برخی متغیرهای ریسک مبتنی بر ارقام حسابداری و در نتیجه از مفید بودن تحلیل بنیادی برای تعیین ریسک حمایت می‌کند.

کردستانی و ضیاءالدین مجدی (۱۳۸۶) به بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. در این تحقیق رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن سود با هزینه سرمایه سهام عادی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق وجود رابطه معکوس بین ویژگی‌های کیفی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع

بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی را تایید می‌کند که این رابطه از نظر آماری معنی دار است. اما بین محافظه کارانه بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معنی داری مشاهده نشده است.

بولو (۱۳۸۵) به بررسی ویژگیهای کیفی سود و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداخت. وی به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با چهار ویژگی سود مبتنی بر داده های حسابداری شامل کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش بینی و هموار بودن در شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج بدست آمده بیانگر آن است که تنها ویژگی پایداری سود دارای رابطه منفی با هزینه حقوق صاحبان سهام می باشد.

#### مطالعات خارجی

دروپتز و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۸) به بررسی رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام پرداختند. آنان دریافتند که رابطه میان راهبردهای مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری، مثبت و معنادار و رابطه میان راهبردهای مدیریت و هزینه حقوق صاحبان سهام؛ منفی و معنادار است.

اویار و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر راهبردهای مدیریت بر حاکمیت شرکتی پرداختند. یافته‌ها نشان داد راهبردهای مدیریت بر حاکمیت شرکتی و کیفیت گزارشگری مالی؛ تأثیر مثبت و معناداری دارد.

لی دونگ و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تأثیر راهبردهای مدیریت بر حاکمیت شرکتی و تأمین مالی پرداختند. آنان دریافتند که راهبردهای مدیریت بر هزینه تأمین مالی؛ تأثیر معناداری دارد، تأثیر راهبردهای مدیریت بر هزینه تأمین مالی؛ در شرکتهایی که وام بانکی بیشتری دارند؛ ضعیف تر است و کیفیت گزارشگری مالی؛ تعدیل کننده تأثیر راهبردهای مدیریت بر هزینه تأمین مالی است.

دی جی امیل و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) در پژوهش خود به بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر بازده سهام در شرکت های کشور اندونزی پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از عدم تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر بازده سهام بود.

لطیف و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی، کارایی هزینه حقوق صاحبان سهام و عملکرد شرکت‌ها در کشورهای در حال توسعه (مقایسه بانک های اسلامی و معمولی) را در پاکستان انجام دادند. نتایج حاصل از این پژوهش، حاکی از ارتباط معنی داری بین بازده سرمایه انسانی و هزینه حقوق صاحبان سهام بانک‌های اسلامی و ارتباط معنی داری میان سرمایه بهره‌وری و متغیرهای عملکرد در مورد بانک‌های معمولی بود.

مادیتینوس و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۴) در پژوهش خود رابطه میان هزینه حقوق صاحبان سهام، ارزش بازار سهام و عملکرد مالی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل از این پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنی داری میان هزینه حقوق صاحبان سهام، ارزش بازار سهام و عملکرد مالی شرکت‌ها بود.

مادیتینوس و همکاران (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی تأثیر هزینه حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار و عملکرد مالی ۹۶ شرکت یونانی، پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که تنها بین هزینه حقوق صاحبان سهام و یکی از معیارهای عملکرد مالی؛ یعنی بازده سرمایه ارتباط معناداری وجود دارد و بین هزینه حقوق صاحبان سهام با سایر معیارهای عملکرد مالی هیچ رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین، نتایج دیگر این پژوهش بیانگر آن بود که بین هزینه حقوق صاحبان سهام و اجزای آن با ارزش بازار هیچ رابطه‌ای متصور نیست.

کیونگ تینگ و لین<sup>۸</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی به بررسی هزینه حقوق صاحبان سهام و رابطه آن با عملکرد مالی در شرکتهای مالزیایی پرداختند. نتایج این پژوهش حاکی از تأثیر منفی و معنادار هزینه حقوق صاحبان سهام بر سود آوری شرکت‌ها بود.

3 Derpotez et al

4 Uyar et al

5 DJemil et al

6 Latif et al

7 Maditinos et al

8 Kiung Ting & Lin

### فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: رابطه مثبت و معناداری میان راهبردهای مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد.  
فرضیه دوم: رابطه منفی و معناداری میان راهبردهای مدیریت و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع کاربردی، از نظر شیوه انجام کار، از نوع پژوهش‌های توصیفی - همبستگی و از نظر بعد زمانی نیز، از نوع پژوهش‌های پس‌رویدادی می‌باشد.

#### روش گردآوری داده‌ها

در ابتدا با رجوع به بانک‌های اطلاعاتی نظیر پایان‌نامه‌ها، مقالات و پژوهش‌های مشابه، ادبیات مورد نیاز در جهت نگارش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، گردآوری می‌گردد. در ادامه، اطلاعات شرکت‌های مورد بررسی انتخاب شده بعنوان نمونه آماری، که اطلاعات آنها، به صورت بانک‌های اطلاعاتی بر روی لوح‌های فشرده موجود بوده و تحت نظارت و بررسی نهادهای مسئول می‌باشند، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده و نرم‌افزار ره‌آورد نوین گردآوری خواهد شد.

#### ابزار گردآوری داده‌ها

برای جمع‌آوری اطلاعات از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و اطلاعات و داده‌های مورد نیاز جهت اثبات فرضیه‌های پژوهش، از طریق مطالعه صورت‌های مالی شرکت‌های موجود در جامعه آماری گردآوری شده و از صورت‌های مالی مندرج در بانک‌های اطلاعاتی و سایت اینترنتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است و برای تحلیل آنها از نرم‌افزارهای اس.پی.اس.اس نسخه ۲۲ و ایویوز نسخه ۸ استفاده شده است.

#### روش‌ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده‌ها

در پژوهش حاضر، پس از تدوین ادبیات مرتبط با مبانی نظری و پیشینه پژوهش، با رجوع به بانک‌های اطلاعاتی مرتبط و پژوهش‌های پیشین؛ اطلاعات لازم جهت سنجش متغیرهای تعریف شده، از طریق مراجعه به صورت‌های مالی حسابرسی شده و نرم‌افزار ره‌آورد نوین، گردآوری خواهد شد. در ادامه با استفاده از روابط تعریف شده، و نرم‌افزار اکسل، به محاسبه متغیرها بصورت ریاضی پرداخته شده و در نهایت، محاسبات انجام شده وارد نرم‌افزار ایویوز شده و با استفاده از روش‌های آمار توصیفی نظیر میانگین، واریانس و چارک جهت توصیف وضعیت عمومی توزیع داده‌های پژوهش پرداخته می‌شود. در نهایت، با استفاده از تکنیک‌های اقتصادسنجی به آزمون فرضیه‌های تدوین شده خواهیم پرداخت.

#### جامعه و نمونه آماری

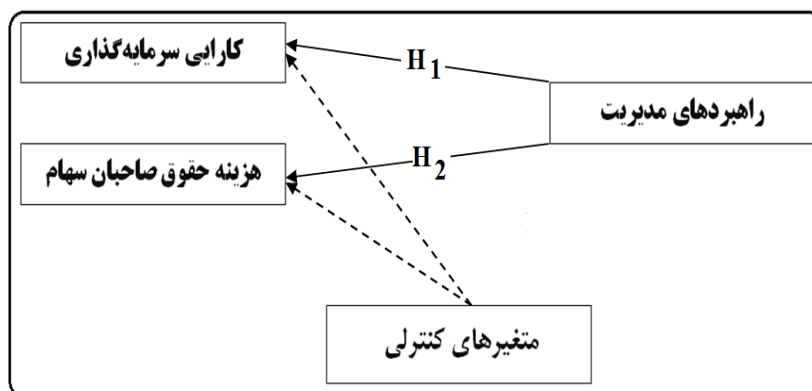
جامعه آماری تحقیق حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک بازه زمانی پنج ساله (از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۳۹۶) می‌باشد. برای حصول به نمونه آماری مطلوب از روش حذف سیستماتیک استفاده شده و جامعه آماری با استفاده از محدودیت‌های زیر تعدیل شده است:

- ✓ عضویت پنج ساله شرکت‌های نمونه (طی سال‌های ۱۳۹۶-۱۳۹۲)، در بورس اوراق بهادار تهران.
  - ✓ داشتن سال مالی منتهی به پایان ۲۹ اسفند ماه.
  - ✓ وجود اطلاعات مالی کافی در جهت سنجش متغیرهای تعریف شده.
  - ✓ عدم تغییر سال مالی،
  - ✓ عدم فعالیت در حوزه بانک‌ها و سایر مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری و هلدینگ و لیزینگ.
- بر اساس نمونه‌گیری فوق؛ تعداد ۱۲۵ شرکت بعنوان نمونه آماری انتخاب شد.

#### مدل مفهومی پژوهش

مدل مفهومی پژوهش بصورت زیر تعریف می‌گردد.

مدل مفهومی پژوهش



منبع: دروپتیز و همکاران (۲۰۱۸)

بر اساس پژوهش دروپتیز و همکاران (۲۰۱۸)؛ از مدل های رگرسیونی زیر استفاده خواهد شد.

$$INV_{i,c,k,t} = \beta_1 Country_c + \beta_2 Industry_k + \beta_3 Year_t + \beta_5 CF_{i,c,k,t} + \beta_6 WACC_{i,c,k,t} + \epsilon_{i,c,k,t}$$

$$INV_{i,c,k,t} = \gamma_5 CF_{i,c,k,t} + \gamma_6 COD_{i,c,k,t} + \gamma_8 COE_{i,c,k,t} + \gamma_{10} COD_{i,c,k,t}$$

متغیرهای پژوهش

متغیرهای مستقل

راہبردهای مدیریت (MPOL)

راہبردهای مدیریت از رابطه زیر قابل محاسبه است (دروپتیز و همکاران، ۲۰۱۸).

$$MPOL = \frac{\text{سرمایه گذاری در هزینه های تحقیق و توسعه}}{\text{فروش}}$$

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مانده دارایی های شرکت در پایان سال قابل محاسبه است (دروپتیز و همکاران، ۲۰۱۸).

رشد شرکت (GRWTH)

رشد شرکت از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است (دروپتیز و همکاران، ۲۰۱۸).

$$GRWTH = \frac{\text{فروش سال قبل} - \text{فروش سال جاری}}{\text{فروش سال قبل}}$$

عامل صنعت (INDUSTRY)

متغیر مذکور بصورت یک متغیر دوجهبی تعریف می گردد. بدین صورت که اگر در هر سال؛ سهام شرکت مورد معامله قرار گرفته باشد؛ امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر مبنای محاسبات خواهد بود (دروپتیز و همکاران، ۲۰۱۸).

ساختار مالکیت (OWN)

ساختار مالکیت از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است (دروپتیز و همکاران، ۲۰۱۸).

$$OWN = \frac{\text{تعداد اعضای موظف در ترکیب هیأت مدیره}}{\text{تعداد کل اعضای هیأت مدیره}}$$

ساختار سرمایه (WACC)

ساختار سرمایه از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است (دروپتز و همکاران، ۲۰۱۸).

تسهیلات مالی دریافتی

$$WACC = \frac{\text{کل دارایی‌ها}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

هزینه بدهی (COD)

هزینه بدهی از طریق رابطه زیر قابل محاسبه است (دروپتز و همکاران، ۲۰۱۸).

$$COD = \frac{\text{هزینه بهره}}{\text{کل دارایی‌ها}}$$

تجزیه و تحلیل داده ها

بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی هرچند مبنای دقیقی برای نتیجه‌گیری در مورد فرضیه‌های پژوهش نیست؛ اما به منظور مقایسه و بررسی سرانگشتی فرضیه‌ها و متغیرهای پژوهش بسیار مناسب است. معمولاً در تحلیل‌های آماری برای اینکه در مورد واقعیت‌های موجود در نمونه آماری مورد بررسی، آگاهی کسب گردد، اقدام به توصیف داده‌های پژوهش می‌گردد. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
رشد شرکت	GRWTH	۰,۳۰۱	۰,۲۷۳	۰,۴۵۵	۰,۱۴۳	۰,۰۴۴
عامل صنعت	INDUSTRY	۰,۸۰۱	۰,۰۰۰	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	۹,۰۹۰
ساختار سرمایه	WACC	۰,۲۵۳	۰,۲۳۷	۰,۵۷۵	۰,۱۱۰	۰,۴۳۱
کارایی سرمایه‌گذاری	INV	۱,۲۲۷	۱,۶۷۳	۴,۹۳۱	۰,۰۲۰	۴,۶۷۰
هزینه حقوق صاحبان سهام	COE	۱,۳۷۳	۱,۲۱۰	۴,۱۲۶	۰,۶۳۰	۰,۵۵۸
راهبردهای مدیریت	MPOL	۰,۱۳۸	۰,۱۷۵	۰,۲۸۸	۰,۰۸۵	۰,۲۴۱
مالکیت مدیریت	OWN	۰,۳۳۳	۰,۴۴۴	۰,۷۷۸	۰,۱۱۱	۰,۱۹۴
اندازه شرکت	SIZE	۱۵,۸۳۵	۱۵,۷۴۵	۲۱,۸۴۶	۱۳,۳۶۸	۰,۸۵۵
هزینه بدهی	COD	۰,۲۰۲	۰,۲۸۳	۰,۶۶۸	۰,۱۰۹	۰,۱۳۰

آزمون نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش

پیش فرض آنکه آزمون‌های آماری، نتایج صحیحی را تبیین نمایند، کسب اطمینان از نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش ضروری می‌باشد. بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش از آزمون جارک - برا در محیط نرم افزاری ایویوز استفاده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش دارای توزیع نرمال است:  $H_0$

توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش دارای توزیع نرمال نیست:  $H_1$

نتایج آزمون مذکور در جدول زیر ارائه شده است.

## نتایج آزمون نرمال بودن توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره چارک برا	احتمال آماره چارک برا
جملات خطای فرضیه اول	RESI	۸۷,۹۴۶	۰,۰۷۶
		۵۷,۷۳۴	۰,۰۶۱

به لحاظ آنکه احتمال آماره چارک - برا برای توزیع آماری جملات خطای فرضیه پژوهش، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، فرض  $H_0$  تأیید شده و نرمال بودن توزیع آماری آن را تأیید می‌نماید.

بررسی نبود همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی

نتایج بررسی نبود همخطی میان متغیرهای پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است.

## نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای مستقل و کنترلی پژوهش

متغیرهای مستقل و کنترلی		آماره‌های همخطی	
نام متغیر	نماد	تلرانس	عامل تورم واریانس (VIF)
راهبردهای مدیریت	MPOL	۰,۴۸۵	۲,۰۶۴
اندازه شرکت	SIZE	۰,۵۵۵	۲,۰۴۵
رشد شرکت	GRWTH	۰,۴۹۱	۲,۰۳۷
عامل صنعت	INDUSTRY	۰,۴۸۱	۲,۰۲۰
مالکیت مدیریت	OWN	۰,۹۷۱	۱,۳۹۶
ساختار سرمایه	WACC	۰,۹۰۲	۲,۱۰۸
هزینه بدهی	COD	۰,۶۵۷	۲,۲۴۳

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج قرار می‌باشد، لذا می‌توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای پژوهش، همخطی وجود ندارد.

## آزمون واریانس ناهمسانی

در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت<sup>۹</sup> استفاده شده و نتایج در جدول زیر بیان شده است.

## بررسی واریانس ناهمسانی متغیرهای پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
وایت	اول	۲,۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰,۰۷۴۱
	دوم	۲,۷۰۰	(۳,۲۱۱)	۰,۰۷۱۲

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

## آزمون چاو و هاسمن

در مرحله نخست، با استفاده از آزمون چاو، به انتخاب الگوی داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی پرداخته شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

$H_0$ : پذیرش داده‌های تلفیقی

$H_1$ : پذیرش داده‌های تابلویی

<sup>9</sup> White Test



نتیجه آزمون مذکور در جدول زیر نشان داده شده است.

#### بررسی نتایج آزمون چاو

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
چاو	اول	۱۲,۴۲۴	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۰,۹۷۲	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰

بر طبق داده‌های جدول فوق، مقدار احتمال آماره آزمون چاو، کمتر از سطح خطای ۵٪ از این رو به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، جهت انجام رگرسیون داده‌های ترکیبی، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

$H_0$ : استفاده از روش اثرات تصادفی

$H_1$ : استفاده از روش اثرات ثابت

نتیجه آزمون مذکور در جدول زیر نشان داده شده است.

#### بررسی نتایج آزمون هاسمن

نام آزمون	فرضیه	آماره آزمون	درجه آزادی	احتمال آماره آزمون
هاسمن	اول	۳۷,۰۲۳	۷	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۱,۶۹۸	۷	۰,۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌گردد.

آزمون فرضیه اول پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول زیر نشان داده شده است.

#### مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول پژوهش

متغیرها	آماره‌ها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	-۲۸,۴۳۸۷	-۴,۳۶۴۵	۰,۰۰۰۰	
راهبردهای مدیریت	MPOL	۸,۰۴۷۰	۲,۵۲۴۸	۰,۰۱۱۹	
اندازه شرکت	SIZE	۵,۴۵۱۸	۱,۹۷۵۸	۰,۰۴۸۸	
رشد شرکت	GRWTH	۹,۰۷۸۴۴	۱,۳۳۲۴	۰,۱۸۳۳	
عامل صنعت	INDUSTRY	۹,۸۹۰۵	۰,۳۷۲۸	۰,۷۰۹۴	
مالکیت مدیریت	OWN	۱۰,۶۸۹۸	۴,۲۷۴۹	۰,۰۰۰۰	
ساختار سرمایه	WACC	۱۰,۶۶۱۹	۱,۱۷۳۳	۰,۲۴۱۲	
هزینه بدهی	COD	-۷,۱۷۶۸	-۵,۱۳۴۳	۰,۰۰۰۰	
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف	
	۰,۴۶۱۱۶۶	۱,۹۸۵۶۳۶	۲۱,۰۰۵۵۶	۰,۰۰۰۰	

نتایج حاصل از جدول فوق، بیان کننده مطالب زیر می‌باشد:

رابطه مثبت و معناداری میان راهبردهای مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (۸,۰۴۷)، مثبت و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۰۱۱۹)، کمتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه اول پژوهش

در سطح اطمینان ۹۵٪ تأیید می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۴۶٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی مدل مذکور، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن (۱,۹۸۵) در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

آزمون فرضیه دوم پژوهش

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول زیر نشان داده شده است.

#### مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه دوم پژوهش

آماره ها متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره تی	احتمال آماره تی
مقدار ثابت	C	۵,۸۵۵۲	۰,۷۵۴۲	۰,۴۵۱۱
راهبردهای مدیریت	MPOL	-۳,۱۳۴۶	-۰,۷۲۴۷	۰,۴۶۹۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲,۱۹۹۵	-۰,۹۲۷۲	۰,۳۵۴۳
رشد شرکت	GRWTH	-۱۰,۱۱۴۵	-۳,۱۲۷۱	۰,۰۱۱۸
عامل صنعت	INDUSTRY	-۱,۱۲۶۶	-۰,۳۴۷۰	۰,۷۲۸۷
مالکیت مدیریت	OWN	۷,۳۳۳۶	۳,۰۱۶۸	۰,۰۰۹۳
ساختار سرمایه	WACC	۱,۰۷۹۹	۰,۹۵۲۶	۰,۳۴۱۲
هزینه بدهی	COD	-۱۱,۳۳۱۶	-۳,۲۲۲۳	۰,۰۰۱۴
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره اف	احتمال آماره اف
۰,۱۶۷	۰,۱۴۳	۲,۰۰۵	۹,۶۵۲	۰,۰۰۰۰

نتایج حاصل از جدول فوق، بیان کننده مطالب زیر می‌باشد:

رابطه معناداری میان راهبردهای مدیریت و هزینه حقوق صاحبان سهام وجود ندارد. زیرا اولاً علامت ضریب رگرسیونی متغیر مربوطه (-۳,۱۳۴۶)، منفی و ثانیاً مقدار احتمال آماره تی آن (۰,۴۶۹۰)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ است. لذا فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ رد می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۱۴٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن (۲,۰۰۵) در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون اف استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

#### تحلیل و تطبیق یافته‌ها

بازار سرمایه در کنار سایر بازارها نظیر بازار پول، کار و کالا، وظیفه تخصیص بهینه سرمایه را به عهده دارد. به منظور هدایت صحیح تصمیم‌گیری‌ها در راستای تخصیص بهینه سرمایه، اطلاعات نقش اساسی در عملکرد بازار سرمایه ایفا می‌کند. زیرا اغلب تصمیمات از جمله تصمیمات سرمایه‌گذاری در حالت عدم اطمینان اتخاذ می‌شود. تخصیص بهینه سرمایه زمانی اتفاق می‌افتد

که فعالان بازار اطلاعات معتبر، قابل اتکاء، بی طرف و منصفانه‌ای در خصوص آثار اقتصادی معاملات در اختیار داشته باشند. آنچه استفاده‌کنندگان از اطلاعات در پی آن هستند، افزایش اطمینان یا کاهش ریسک است. اما اطلاعات زیاد منجر به افزایش اطمینان نمی‌گردد، بلکه این شفافیت اطلاعات است که عدم اطمینان را کاهش می‌دهد. هزینه حقوق صاحبان سهام نیز یکی از مفاهیم اساسی در حوزه ادبیات مالی به شمار می‌رود که در تصمیمات تامین مالی نقش مهمی ایفا می‌کند. مدیریت شرکت در راستای تعیین منابع مالی، باید هزینه تامین منابع مالی را مشخص و عوامل موثر بر آن را تعیین نماید. هزینه حقوق صاحبان سهام به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد در مدل ارزش افزوده اقتصادی به شمار می‌رود. هزینه حقوق صاحبان سهام دارای کاربردهای دیگری می‌باشد و به عنوان معیار پذیرش طرح‌های سرمایه‌گذاری جدید و نرخ تنزیل برای محاسبه ارزش افزوده بازار به کار گرفته می‌شود. از طرفی برقراری تعادل میان ریسک و بازده از جمله کارکردهای مهم بازار سرمایه است. ریسک و بازده از جمله مفاهیم اساسی در ادبیات مالی بوده که در قالب هزینه سرمایه نمایان می‌شود که از نظر مفهومی در ارتباط با بازده مورد انتظار تعریف می‌شود. به عبارت دیگر هزینه حقوق صاحبان سهام به حداقل نرخ بازده مورد انتظار گفته می‌شود. در صورتی که بازده مورد انتظار از هزینه سرمایه کمتر باشد ارزش واحد اقتصادی کاهش خواهد یافت، بنابراین مدیریت برای حفظ ارزش واحد اقتصادی باید تلاش کند بازده مورد انتظار را حداقل به سطح هزینه حقوق صاحبان سهام برساند، در این میان کلید موفقیت کاهش هزینه حقوق صاحبان سهام است. هر شرکت باید دارای سرمایه باشد، تا بتواند نتیجه‌ای از عملیات خود که تجارت است برده و منتفع شود. اهمیت شرکت‌های تجاری را از سرمایه آنها می‌توان درک کرد. واژه سرمایه‌گذار می‌تواند دامنه وسیعی از فعالیت‌ها را شامل شود. این واژه می‌تواند شامل سرمایه‌گذاری در گواهی سپرده، اوراق قرضه، سهام عادی یا صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری باشد، اگرچه کسانی که به صورت حرفه‌ای به سرمایه‌گذاری می‌پردازند از دارایی‌های دیگری از قبیل گواهی خرید اسناد، برگ اختیار خرید و فروش سهام، اوراق قابل تبدیل به دارایی‌های مشهود مانند طلا و اشیاء قیمتی برای انجام سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. سرمایه‌گذاری می‌تواند دارای درجات مختلف ریسک پذیری باشد و هر فردی، خواه شخصی که با تحصیلات دانشگاهی در کاری شروع به کار می‌کند و خواه فردی که یک شهروند عادی است و برای گذران زندگی فعالیت می‌کند می‌تواند با توجه به شرایط خود از تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده کند. سرمایه‌تأمین شده توسط سرمایه‌گذاران برای شرکت‌ها به عنوان نیروی حیاتی در بازارها محسوب می‌شود. بنابراین، حمایت از سرمایه‌گذار برای دستیابی به سرمایه‌گذاری مطلوب حیاتی و رقابت‌پذیری شرکت‌ها در بازارهای سرمایه‌بگیرند، بلکه باید از طریق مقررات مناسب حاکمیت تشویق شده و برای سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه‌بگیرند، بلکه باید از طریق مقررات مناسب حاکمیت شرکتی و همچنین مکانیزم‌های نظارتی بازار حمایت شوند هزینه حقوق صاحبان سهام مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، با میزان ریسک (تغییرات سود) پذیرفته شده توسط آنان مرتبط است. شرکتها در تلاشند تا از طریق تهیه اطلاعات با کیفیت توان پیش‌بینی جریانهای نقد آتی را افزایش و ریسک اطلاعاتی را کاهش دهند. هزینه حقوق صاحبان سهام میانگین موزون هزینه منابع تامین شده از محل بدهی‌ها و حقوق صاحبان سهام است. با توجه به اینکه نرخ هزینه تامین مالی از طریق بدهی (نرخ بهره) رقابتی نبوده و معمولاً از طریق سیستم بانکی و به صورت دستوری تعیین می‌شود؛ سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه توسط سرمایه‌گذاران براساس اهداف و میزان قبول بازدهی و ریسک صورت می‌گیرد. در این بازار، افراد برای رسیدن به اهداف خود و میزان بازدهی مورد نظر اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند. بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بنگاه‌های اقتصادی به عنوان هزینه سرمایه آنها ارزیابی می‌گردد. هزینه سرمایه در شرکت‌ها به عنوان هزینه تأمین منابع از سوی گروه‌های متفاوت است که برای انجام فعالیت‌های اقتصادی مورد نظر شرکت‌ها استفاده می‌شود. یکی از این گروه‌ها، صاحبان سهام عادی شرکت هستند که هزینه منابع مالی تأمین شده از سوی این گروه به عنوان هزینه حقوق صاحبان سهام عادی در نظر گرفته می‌شود. نرخ بازدهی مورد انتظار سهامداران عادی تحت تأثیر عوامل مختلفی از جمله اندازه شرکت، میزان (نسبت) و نوع بدهی (بلندمدت یا کوتاه مدت)، نوع صنعت، میزان افشاء اطلاعات شرکت و غیره قرار دارد.

**پیشنهادات مبتنی بر یافته‌های پژوهش**

\* به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد به منظور افزایش کارایی سرمایه‌گذاری، بصورت بیشتر در هزینه‌های تحقیق و توسعه، سرمایه‌گذاری نمایند.

\* به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که واحدهای هدف سرمایه‌گذاری را بر اساس میزان سرمایه‌گذاری در هزینه‌های تحقیق و توسعه، رتبه‌بندی نموده و انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در واحدهایی انجام دهند که در سطح بالایی از نظر فاکتور یاد شده قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر؛ در اینگونه واحدها، کارایی و سرمایه‌گذاری در سطح مطلوب خواهد بود.

\* به مراجع استانداردگذاری سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد که از طریق تدوین دستورالعمل‌ها و الزامات لازم در جهت سنجش صحیح هزینه‌های تحقیق و توسعه برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران؛ موجبات بهبود کارایی سرمایه‌گذاری را فراهم آورند.

**پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی**

بررسی نقش حاکمیت شرکتی در تعدیل رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام.  
بررسی نقش افشای اطلاعات در تعدیل رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام.  
بررسی نقش ترکیب هیات مدیره در تعدیل رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام.

بررسی نقش اعتماد اجتماعی در تعدیل رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام.  
بررسی نقش مسئولیتهای اجتماعی در تعدیل رابطه میان راهبردهای مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری و هزینه حقوق صاحبان سهام.

**منابع و مأخذ****منابع فارسی**

اصغری زهرا(۱۳۹۴). مطالعه رابطه بین ویژگیهای پیش‌بینی سود مدیریت و هزینه سرمایه (شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه مازندران - دانشکده علوم اداری و اقتصاد. بولبول، قاسم؛(۱۳۸۵)؛ هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگیهای سود؛ پایان‌نامه دکتری حسابداری؛ دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.

ثقفی علی، رحمانی علی، معتمدی فاضل مجید.(۱۳۹۲). هزینه حقوق صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری محرک ریسک. دانش حسابداری: پاییز ۱۳۸۹، دوره ۱، شماره ۲؛ از صفحه ۹ تا صفحه ۳۲.  
جعفرپورمقدم، محسن. و تیرش، آتیه. بیابانی، شاعر(۱۳۹۵). تحقیق رابطه بین سازوکارهای حاکمیت شرکتی و هزینه سرمایه. مقاله‌های همایش‌های ایران. دومین همایش ملی بررسی راهکارهای ارتقاء مباحث مدیریت، حسابداری و مهندسی صنایع در سازمانها. دانشگاه آزاد اسلامی واحد گچساران.

رحمانی مهر مسعود (۱۳۹۳). هزینه سرمایه و شفافیت سود. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه قم - دانشکده مدیریت و حسابداری

کردستانی، غلامرضا و ضیاء الدین مجددی؛(۱۳۸۶)؛ بررسی رابطه بین ویژگیهای کیفی سود و هزینه سهام عادی؛ بررسیهای حسابداری و حسابرسی؛ سال ۱۴؛ شماره ۴۸

مشایخی، بیتا، سیدی، سید جلال و زرگرانی‌زاد، هستی. (۱۳۹۶) بررسی عوامل مؤثر بر افشای سرمایه فکری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۲۱، شماره ۲. صص: ۲۷۰-۲۵۱.

- Dadashinasab. M, Sofian. S, Ali Minaei. B & Dadashinasab. A.(2017).Intellectual Capital Measurement Models: Literature Review of Market Capitalization Methods (MCM). International Research Journal of Applied and Basic Sciences. Vol, 8 (7).PP:921-925.
- Damodaran. A swath.(2002). DAMODARAN ON VALUATION:Security Analysis for Investment and Corporate Finance"John Wiley . New York.
- Dinç, E., & Varıcı.(2016). Muhasebe bilgi sisteminin kurumsallasma düzeyine etkisi: Sanayi işletmeleri üzerine bir araştırma. Afyon Kocatepe Üniversitesi \_\_BF Dergisi, 10(1), 67-85.
- Djamil A B, Razafindrambinina D , Tandans C.(2016).The Impact of Intellectual Capital on a Firm's Stock Return: Evidence from Indonesia. Journal of Business Studies Quarterly, Vol. 5, No. 2.PP:176-183.
- Drobetz W, El Ghouli S, Guedhami O.(2018). Janzen M, Policy Uncertainty, Investment, and the Cost of Capital, Journal of Financial Stability (2018),( <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.08.005>).
- Ghosh. S & Amitava. M. 2009. Indian software and pharmaceutical sector IC and financial performance. Journal of Intellectual Capital. Vol. 10. No. 3. PP: 369-388.
- Kiong Ting, I.W, Lean, H.H.(2012) .Intellectual capital performance of financial institutions in Malaysia. Journal of intellectual capital.Vol 10.No 4.pp:588-599.
- Latif. M, Shoukat Malik, M & Aslam, S. 2015. Intellectual Capital efficiency and corporate performance in developing countries: A Comparison between islamic and conventional banks of Pakistan . Interdisciplinaty journal of contemporary research in business.VOL.4. NO.1.PP: 405-420.
- Liedong, T.A., Rajwani, T., The impact of managerial political ties on corporate governance and debt financing: Evidence from Ghana, Long Range Planning (2017), <http://dx.doi.org/10.1016/j.lrp.2017.06.006>
- Maditinos D, Chatzoudes D, Tsairidis C & Theriou G. 2014.The impact of intellectual capital on firm's market value and financial performance.Journal of Intellectual capital.Vol. 12 No.1. PP: 132- 151.
- Maditinos. D, Chatzoudes. D & Tsairidis. C. 2013. The impact of intellectual capital on firms' market value and financial performance. Journal of Intellectual Capital.Vol. 12. No. 1.PP:132-151
- Uyar, Ali, Ali Haydar Gungormus, Cemil Kuzey.(2018). Impact of the Accounting Information System on Corporate Governance: Evidence from Turkish. Australasian Accounting, Business and Finance. Issue 1 Special Issue on Corporate Governance Article 2