

## بررسی رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران

### رعنا خدادادی ۱ و ایرج نوروش ۲

۱ کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه غیر انتفاعی ارشد دماوند، ایران

۲ دانشیار دانشکده مدیریت، دانشگاه تهران، تهران، ایران

#### چکیده

ساختار مالکیت شرکت یکی از عوامل اصلی مؤثر بر ساختار سرمایه و تصمیمات مالی شرکت است. ساختار سرمایه شرکت‌ها و تصمیمات مالی آن‌ها اثر مستقیم بر سودآوری و رشد آن‌ها دارد، لذا شناسایی عوامل مؤثر بر این موارد برای شرکت‌ها، سهامداران و تأمین‌کنندگان اعتبارات حائز اهمیت است. در این راستا هدف مقاله حاضر بررسی رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران است. روش پژوهش حاضر، از نوع روش‌شناسی تجربی و کمی و از نظر هدف کاربردی است. این پژوهش با استفاده از نمونه‌ای از ۱۳۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ انجام شده است. از طریق سایت کدال گزارش‌های حسابرسی شده این شرکت‌ها استخراج و با استفاده از مدل رگرسیونی و روش‌های اقتصادسنجی با کاربرد نرم‌افزار ایویوز ۹ تجزیه و تحلیل داده‌ها انجام شد. نتایج نشان داد تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه در تأمین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. به ازای هر درصد افزایش در متغیر مالکیت غیر نهادی به اندازه ۰,۲ درصد کاهش معنی‌داری در اهرم مالی وجود دارد که نشان می‌دهد مالکیت غیر نهادی تأثیر بیشتری در کوتاه مدت بر اهرم مالی دارد. به ازای هر درصد افزایش در متغیر مالکیت نهادی به اندازه ۰,۱۷ درصد افزایش معنی‌داری در اهرم مالی بلند مدت وجود دارد. این مهم به خوبی تایید کننده این مهم است که مالکیت نهادی در تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های مورد بررسی تأثیر بسزایی دارد و در کوتاه مدت و بلند مدت موجب تغییر معنی‌دار در روند ساختار سرمایه را دارد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار مالکیت، ساختار نهادی، ساختار سرمایه، تأمین مالی، ارزش بازار، بورس اوراق بهادار

## مقدمه

یکی از مهم‌ترین تصمیمات مالی واحد تجاری است که در اجرای پروژه‌های سودآور در رشد شرکت نقش بسیار مهمی را ایفا می‌کند. توانایی واحد تجاری در مشخص ساختن منابع مالی اعم از خارج ترازنامه و درون ترازنامه‌ای برای تأمین منابع به‌منظور سرمایه‌گذاری و تدوین برنامه‌های مالی مناسب و دسترسی یک ساختار مالی مطلوب از عوامل اصلی رشد و پیشرفت واحدهای تجاری به حساب می‌آید. شرکت‌ها اغلب هنگام نیاز به منابع مالی جدید یا از طریق استقراض وجوه موردنیاز خود را به دست می‌آورند و یا با واگذاری بخشی از حقوق مالکانه شرکت به وجوه موردنیاز دست می‌یابند، البته شیوه دیگری نیز وجود دارد که تأمین مالی خارج از ترازنامه نامیده می‌شود (بندانی، ۱۳۹۳).

مهم‌ترین عوامل تعیین‌کننده سطح سود، محدودیت‌های تأمین مالی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، اندازه شرکت و فشار از سوی سرمایه‌گذاران و مقامات نظارت‌کننده است. به‌طورکلی حاکمیت شرکتی شامل ضوابط حقوقی، فرهنگی و نهادی می‌شود که چگونگی اداره و عملکرد شرکت‌ها را تعیین می‌کند. عوامل کلیدی عبارت‌اند از: صاحبان سهام و ساختار مالکیت، تعداد و ترکیب اعضا هیئت‌مدیره و سایر ذینفعان که امکان اثرگذاری بر عملکرد شرکت را دارند. در این میان آنچه بیشتر جلب توجه می‌کند حضور روزافزون سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی در دایره مالکین شرکت‌های سهامی عام می‌باشد.

عملکرد مالی شرکت‌ها، با اعمال حق مالکیت رابطه مستقیمی دارد و مدیران بهتر موجب حاکمیت شرکتی مؤثرتر شده و به ذینفعان خود توجه می‌کنند و درنهایت بازده بیشتری را ایجاد می‌کنند. در این بین از مدیران انتظار می‌رود در خصوص رشد، بازپرداخت به موقع تعهدات، ایجاد ارزش برای سهامداران، کار گروهی، مدیریت و کنترل ریسک، ارتباط با محیط و به‌طورکلی پیشبرد اهداف شرکت موفق باشند. اگر کیفیت عملکرد شرکت‌ها، متأثر از ساختار حاکمیت شرکتی باشد، پس سهامداران به نظارت بیشتر بر مدیران احتیاج دارند تا اثرات تعارض منافع ناشی از هزینه‌های نمایندگی بر سودآوری شرکت را کاهش دهند. سیستم حاکمیت شرکتی موجود در هر کشور با تعداد عوامل داخلی از جمله ساختار مالکیت شرکت‌ها، وضعیت اقتصادی، سیستم قانونی، سیاست‌های فرهنگی و دولتی معین می‌شود که ساختار مالکیت و چارچوب‌های قانونی از اصلی‌ترین و تعیین‌کننده‌ترین آن‌ها می‌باشند. هرگونه تغییر در اجزا و ساختار مالکیت شرکت‌ها، به تغییر مسیر حرکت راهبردی و عملکرد آن‌ها و نیز افزایش و کاهش هزینه‌های نمایندگی می‌انجامد (رهنمای رودپشتی، ۱۳۸۹).

با توجه به تئوری نمایندگی، ساختار مالکیت به‌عنوان بخشی از حاکمیت شرکتی، نتیجه تلاش‌ها برای به حداقل رساندن هزینه‌های مرتبط با تفکیک کنترل و مالکیت شرکت می‌باشد. هزینه‌های نمایندگی، در شرکت‌های دارای سهم مالکیت مدیریتی بالا، به خاطر همسویی اهداف مدیر و سهامدار پایین‌تر هستند و در شرکت‌های دارای سهامداران بلوکی بزرگ که قادر به نظارت فعالیت‌های مدیریتی هستند هم پایین‌تر می‌باشند (فرانکفورت و همکاران، ۲۰۰۲). همچنین ساختار مالکیت از طریق نحوه حکمرانی و اتخاذ سیاست‌های کارآمد بر عملکرد شرکت‌ها از جمله سیاست تقسیم سود و پرداخت سود سهام تأثیر دارد. پرداخت سود سهام می‌تواند جایگزینی برای مسائل حاکمیت شرکتی در یک شرکت تلقی شود. در این شرایط ساختار مالکیت متناظر با توزیع حقوق مالی میان سهامداران است.

از این رو یکی از مقولات مهم در حاکمیت شرکتی، آگاهی از ساختار مالکیت است تا با استفاده از آن بتوان راهبردهای لازم را برای عملکرد بهتر شرکت و همچنین افزایش سهام آن‌ها تدوین نمود. سهامداران حقوقی و عمده قدرت اظهارنظر قابل‌توجهی بر تصمیمات کلیدی سیاست تقسیم سود دارند. با توجه به مسئله جذب سرمایه‌گذاران خارجی در بورس ایران و لزوم تدوین و تصویب قوانین، مسئله سیاست تقسیم سود از اهمیت خاصی برخوردار است. سرمایه‌گذاران سعی دارند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که سود خوبی عاید آن‌ها شود؛ بنابراین شرکت‌ها باید مقدار مناسبی از سود پرداختی داشته باشند. تحقیقات حاکمیت شرکتی نشان می‌دهد که ساختار مالکیت و نظارت بر روابط سهامداران، هیئت‌مدیره، مدیران و سایر ذینفعان عاملی برای ارتقای استانداردهای تجاری شرکت‌ها، تشویق سرمایه‌گذاران تأمین و تجهیز سرمایه، بهبود امور اجرایی از عناصر اصلی در بهبود کارایی اقتصادی شرکت‌ها است.

بخش قابل توجهی از تحقیقات از دیدگاه مدیریتی بیان می‌کند که تصمیمات مالی شرکت‌ها بسیار تحت تأثیر اهداف، تمایلات و ترجیحات مدیران است. مسئله مخاطرات اخلاقی مدیریت تأثیر چشمگیری روی تصمیمات ساختار سرمایه دارد. ساختار سرمایه همچنان به جذب محققان و سیاستگذاران بسیاری، به ویژه در رابطه با موسسات مالی می‌پردازد. ساختار سرمایه جایگشت از حقوق صاحبان سهام و بدهی است که برای استخراج هزینه سرمایه استفاده می‌شود. هدف شرکت‌ها، صرف نظر از صنعت یا بخش، کاهش هزینه سرمایه است. و این، به این دلیل است که هزینه سرمایه می‌تواند قابل قبول بودن سرمایه گذاری و یا پروژه و عملکرد کلی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

مدیریت مناسب ساختار مالکیت شرکتی می‌تواند اثر قابل توجهی بر سطوح اهرم شرکت داشته باشد. چنین اثری به‌طور کلی از طریق فعالیت‌های مالی خارجی شرکت‌ها اعمال می‌شود، چون در عمل مسائل امنیتی و سود ویژه به‌طور مستقیم بر ساختار سرمایه‌گذاری اثرگذار استفاده شده است. لانداسترن (۲۰۰۹) پیشنهادهای مالی شرکت‌های آمریکایی را بررسی کرد. وی دریافتیک رابطه مثبت بین مالکیت سهام مدیریتی و اهرم پس از صدور وجود دارد. بیکر و ویگلر (۲۰۰۲) استدلال کردند که شرکت‌هایی که سرمایه خارجی را، وقتی که هزینه‌های سرمایه به‌طور موقت پایین است و مسائل سرمایه قبلیک تأثیر طولانی بر اهرم دارد، بالا می‌برد. ولج (۲۰۰۴) بیان کرد که نوسانات قیمت سهام شرکت یکی از عوامل اصلی تغییر ساختار سرمایه‌گذاری است. برای مثال، احتمال دارد که قیمت سهام اصلی شرکتی به علت افزایش تقاضای سرمایه‌گذاران تحت شرایط بازار داغ بالاتر ارزش گذاری می‌شود. این به‌طور طبیعی منجر به پخش مالکیت سهام مدیریتی نسبت به مسائل سرمایه‌ای و فروش سهم و در نتیجه کاهش سطوح بدهی شود. باین حال پدرسن و تامسن (۲۰۰۰) ملاحظه کردند که ارزش بازار سهام یک عامل تعیین احتمالی ساختار مالکیت شرکت است. باین حال رابطه و جهت رابطه بین ارزش بازار، ساختار مالکیت و تصمیمات مالی خارجی دور از قطعیت است (به‌طور مثال فلوراچیز و اوزکان ۲۰۰۹، پدرسون و تامسن، ۲۰۰۰).

در تصمیمات مربوط به ساختار سرمایه و انتخاب روش بهینه تأمین مالی شیوه استفاده از بدهی در مقابل استفاده از حقوق صاحبان سهام، مورد ارزیابی و تحلیل قرار گرفته و در نهایت شیوه و روشی انتخاب می‌شود که هزینه‌های نمایندگی را به حداقل تقلیل دهد. جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) هزینه نمایندگی را به‌عنوان استفاده بیش‌ازحد مدیران از مزایای جانبی (دفتر کار بزرگ، اتومبیل شرکت و...) تعریف می‌کنند که سهامداران در نتیجه کاهش قیمت سهام این هزینه را متحمل می‌شوند. از آنجایی که عرضه سهام اضافی در بازار و افزایش تعداد سهامداران هزینه مؤثر استفاده مدیریت از مزایای جانبی را برای هر سهامدار کاهش می‌دهد لذا می‌توان نتیجه گرفت که به ازای گستردگی و پراکندگی هر چه بیشتر سهامداران، هزینه نمایندگی کاهش یافته و در نهایت بر جذابیت استفاده از حقوق صاحبان سهام به‌عنوان یک روش تأمین مالی ارزان، افزوده می‌شود.

تهیه خط‌مشی صحیح مالی توان شرکت در نیل به هدف‌های استراتژیک را تقویت می‌کند. بدیهی است برای شرکت‌ها موفقیت درازمدت مستلزم تأمین منابع مالی با هزینه قابل قبول است. شرکت‌ها در تأمین منابع مالی خود حق انتخاب دارند که یا با پذیرش شرکای جدید و واگذاری قسمتی از مالکیت واحد تجاری و یا با استقراض اقدام به تأمین مالی نماید و مدیران آنها درصدد هستند با اتخاذ تصمیمات مناسب در این رابطه با مناسب‌ترین ترکیب تأمین مالی دست یابند.

ساختار مالکیت شرکت یکی از عوامل اصلی مؤثر بر ساختار سرمایه و تصمیمات مالی شرکت است. ساختار سرمایه شرکت‌ها و تصمیمات مالی آن‌ها اثر مستقیم بر سودآوری و رشد آن‌ها دارد، لذا شناسایی عوامل مؤثر بر این موارد برای شرکت‌ها، سهامداران و تأمین‌کنندگان اعتبارات حائز اهمیت است. در این راستا هدف مقاله حاضر بررسی رابطه ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات تأمین مالی در بورس اوراق بهادار تهران است.

## مبانی نظری

### تصمیمات تأمین مالی

هدف اصلی از تأمین مالی، انتخاب ترکیبی از منابع مالی است که هزینه‌های مالی را به حداقل برساند و ارزش شرکت را برای سرمایه‌گذاران حداکثر نماید. شرکت‌ها راه‌های مختلفی برای تأمین مالی در اختیار دارند که از نظر محل تأمین به منابع داخلی و خارجی و از نظر زمان سررسید به تأمین مالی کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت تقسیم می‌شوند (رحیمیان، ۱۳۸۰).

## انواع تأمین مالی

به‌رغم وجود ابزارهای متنوع مالی، در واقع دو طریق اصلی برای تأمین منابع مورد نیاز کسب‌وکار وجود دارد؛ استقراض یا حقوق مالکانه. در حالی که تمایز بین استقراض و حقوق مالکانه به لحاظ شکلی در عناوین اوراق قرضه و سهام بیان می‌شود، اما ریشه این تمایز در ماهیت جریان نقد مورد ادعای هر کدام نهفته است (اسوات دمودران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

## ساختار مالکیت

ساختار مالکیت و یا ترکیب سهامداران به نحوه توزیع سهام و حقوق مالکیت به لحاظ حق رأی و سرمایه به‌علاوه ماهیت و موجودیت مالکان سهام است. ساختار مالکیت یک شرکت از ابعاد گوناگون قابل توجه است و در وهله اول برحسب دو متغیر شامل سهامداران درونی یا سهام در اختیار سهامداران داخلی و سهامداران بیرونی تعریف می‌شود. بر این اساس، سهام در اختیار سهامداران نهادی و دولت از بخش‌های اصلی مالکیت بیرونی شرکت‌ها تلقی می‌شود. سهام در اختیار سهامداران داخلی بیانگر درصدی از سهام در دست سهامداران است که در تملک مدیران و کارکنان شرکت قرار دارد. سهام تحت مالکیت سهامداران نهادی به درصدی از سهام شرکت اشاره می‌کند که در تملک سرمایه‌گذاران نهادی و حقوقی است. همچنین ترکیب مالکیت یک شرکت را علاوه بر بیرونی یا درونی بودن می‌توان از ابعاد مختلفی مانند تمرکز یا عدم تمرکز مالکیت، نهادی یا حقیقی بودن و مدیریتی یا غیر مدیریتی بودن سهامداران مورد توجه قرارداد (رسایان، رحیمی، ۱۳۸۹).

ساختار مالکیت به چهار طبقه: (۱) مالکیت نهادی؛ (۲) مالکیت شرکتی؛ (۳) مالکیت مدیریتی؛ (۴) مالکیت خارجی طبقه‌بندی می‌شود. سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران بزرگ نظیر بانک‌ها، شرکت‌های بیمه، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و ... هستند (بوشمن، ۲۰۰۱، ۹۱). مالکان شرکتی اشخاص حقوقی غیردولتی هستند و سرمایه‌گذاران مدیریتی نیز شرکت‌های خانوادگی هستند که عمده مالکیت شرکت در اختیار یک خانواده یا گروه فامیلی است. البته، چون در ایران اطلاعات مربوط به مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی یافت نمی‌شود، بنابراین، این نوع مالکیت بررسی نمی‌شود.

## ساختار سرمایه

ساختار سرمایه بیانگر تأمین مالی یک شرکت از محل بدهی‌ها و سرمایه مالکانه است که اغلب به‌صورت میزان نسبی هر یک از منابع تأمین مالی اندازه‌گیری می‌شود (دکتر رضا تهرانی، روح اله رهنما، ۱۳۹۲).

## ارزش بازار

به مجموع ارزش روز و متعارف سهام یک شرکت سهامی عام گفته می‌شود. این ارزش معادل ارزش روز و جاری یک سهام در تعداد سهام منتشرشده توسط یک شرکت است.

به‌عبارتی دیگر مبلغ بیان‌شده به نقد یا معادل نقد که برای یک دارایی بین خریدار مایل و یک فروشنده مایل مبادله می‌شود و این در حالی است که هر یک از طرفین آگاهی و علم معقولی درباره تمام امور مربوط دارند و هیچ اجباری برای خرید یا فروش و یا حقوق مربوط به آن وجود ندارد (شرکت تأمین سرمایه امین، ۱۳۸۸).

## اوراق قرضه

شرکت‌ها برای تأمین مالی بلندمدت خود می‌توانند از طریق صدور اوراق قرضه و فروش آن به صاحبان سرمایه، به اهداف خود دسترسی یابند. اوراق قرضه یک نوع سند رسمی است که به‌موجب آن شرکت صادرکننده تعهد می‌کند، مبلغ معینی را در سررسیدی معین به دارنده آن بازپرداخت کند. به‌موجب ماده ۵۱ قانون تجارت ایران، شرکت‌های سهامی عام می‌توانند تحت شرایط خاصی که در قانون پیش‌بینی شده اوراق منتشر نمایند (امیر صفوی، ۱۳۹۱).

<sup>1</sup>Damodaran, Aswath

## پیشینه تحقیق

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷)، با بررسی ۶۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ الی ۱۳۸۶ نشان دادند که رابطه مثبت و معنی‌داری بین مالکیت نهادی و مالکیت شرکتی با عملکرد شرکت وجود دارد؛ اما مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد شرکت تأثیر می‌گذارد.

حساس یگانه و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیقی ۶۱ شرکت بورسی را طی ۱۳۷۶ الی ۱۳۸۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که میان نسبت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و ارزش شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۷)، با بررسی عوامل تعیین‌کننده ساختار سرمایه ۹۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ دریافتند که میان اندازه شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری، رابطه مثبت معنی‌دار و میان صرفه‌جویی مالیاتی غیر از بدهی و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار مطابق با تئوری موازنه ایستا، رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد. همچنین بین فرصت‌های رشد و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری مطابق با تئوری سلسله مراتبی، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. لیکن بین نوسان پذیری سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار و نیز بین نسبت پرداخت سود و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری، برخلاف پیش‌بینی‌های تئوری موازنه ایستا و سلسله مراتبی، رابطه مثبت معنی‌دار وجود دارد. همچنین آن‌ها دریافتند که میان قابلیت مشاهده دارایی‌ها و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و نیز میان سودآوری شرکت و نسبت بدهی بر مبنای ارزش دفتری و ارزش بازار، مطابق تئوری سلسله مراتبی رابطه منفی معنی‌دار وجود دارد.

احمدپور و سلیمی (۱۳۸۶)، به بررسی صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۱ پرداختند. آن‌ها دریافتند که ساختار سرمایه شرکت‌های موجود در هر صنعت، تفاوت چندانی باهم نداشته و به عبارتی شرکت‌های بزرگ و کوچک در هر صنعت، ساختار سرمایه یکسانی دارند. همچنین نتایج به‌دست‌آمده از تحقیق آن‌ها نشان‌دهنده عدم وجود رابطه معنادار میان اندازه و ساختار سرمایه است.

سینایی و رضاییان (۱۳۸۴)، تأثیر چهار متغیر اساسی یعنی اندازه، سودآوری، فرصت رشد و دارایی‌های مشهود یک شرکت را بر اهرم مالی آن مورد بررسی قرار دادند. نتیجه‌گیری آن‌ها حاکی از آن بود که در فواصل زمانی متفاوت، ویژگی‌های شرکت در مشارکت با سایر عوامل درون و برون‌سازمانی و تحت ساختار مالکیت خاصی دارای اثر متفاوتی می‌باشند.

باقرزاده (۱۳۸۲)، به منظور تبیین الگوی ساختار سرمایه، عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۱۵۱ شرکت تولیدی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۱ را مورد بررسی قرار داد. نتایج نشان داد الگوی ساختار سرمایه، تابع متغیرهایی نظیر میزان دارایی‌های ثابت (دارایی‌هایی که دارای ارزش وثیقه‌ای هستند)، اندازه و سودآوری شرکت است. همچنین یافته‌های پیش‌بینی تئوری موازنه ایستا را تأیید و پیش‌بینی تئوری سلسله مراتبی را رد می‌کند، لیکن نشان می‌دهد که شرکت‌ها در تأمین منابع مالی مورد نیاز خود، سلسله مراتبی را طی می‌کنند و به‌منظور تأمین مالی خارجی، استقراض را به انتشار سهام ترجیح می‌دهند.

چن و استرانگ (۲۰۰۶) نیز عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه در بین ۹۷۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار شانگهای و شنزن را مورد مطالعه قرار دادند. تفاوت تحقیق آن‌ها با مطالعات قبلی در این بود که علاوه بر ارزش دفتری، روابط موجود را با در نظر گرفتن ارزش بازار نیز بررسی کردند. آن‌ها بازده دارایی‌ها (سودآوری) را به‌عنوان قوی‌ترین عامل مؤثر بر نحوه تأمین مالی شرکت‌ها معرفی نمودند و دریافتند شرکت‌هایی که دارایی‌های مشهود بیشتری دارند، گرایش بیشتری به تأمین مالی از محل بدهی را از خود بروز می‌دهند. نتایج مطالعات آن‌ها نشان داد که ریسک تجاری نیز رابطه مثبت معنی‌داری با نسبت بدهی به ارزش بازار شرکت دارد که مغایر پیش‌بینی‌های حاصل از دو تئوری موازنه ایستا و سلسله مراتبی است.

هوانگ و سانگ (۲۰۰۶) به‌منظور تعیین عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه، بیش از ۱۲۰۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار چین طی سال‌های ۱۹۹۴ تا ۲۰۰۳ را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها دریافتند که اهرم را می‌توان با استفاده از نسبت بدهی بلندمدت، نسبت کل بدهی و یا نسبت کل تعهدات و دیون شرکت محاسبه نمود. همچنین بر طبق نتایج به‌دست‌آمده از

تحقیقات آن‌ها دارایی‌های مشهود و نرخ مالیاتی مؤثر دارای ارتباط مثبتی با نسبت بدهی بلندمدت و نسبت کل بدهی می‌باشند و نیز اهرم شرکت‌های چینی همانند دیگر کشورها با افزایش اندازه شرکت افزایش یافته و با افزایش سودآوری، پوشش مالیاتی غیر از بدهی، فرصت‌های رشد و میزان سهام مدیریتی کاهش می‌یابد. یافته‌های آن‌ها حاکی از آن است که نوع مالکیت (خصوصی یا دولتی)، تأثیر بااهمیتی بر روی ساختار سرمایه ندارد، درحالی‌که نوع صنعت بر ساختار سرمایه تأثیرگذار است. نتایج تحقیقات آن‌ها نشان می‌دهد که شرکت‌های چینی برخلاف سایر شرکت‌ها دارای بدهی بلندمدت کمتری می‌باشند و شرکت‌هایی که با فرصت‌های رشد آتی روبرو می‌باشند به سمت داشتن اهرم کمتر گرایش دارند.

فلمیگ و همکاران (۲۰۰۵) تحقیقی با موضوع ارتباط بین هزینه‌های نمایندگی و ساختار مالکیت در ۳۸۰۰ شرکت استرالیایی بین سال‌های ۱۹۹۸ تا ۱۹۹۶ انجام دادند. محققان هزینه نمایندگی را با دو متغیر هزینه فروش و اداری و نرخ یازده دارایی‌ها موردسنجش قرار دادند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بین هزینه نمایندگی و ساختار مالکیت نهادی و فامیلی رابطه معکوس وجود دارد.

فیلیپ و همکاران (۲۰۰۳)، با بررسی عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه ۱۰۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار سوئیس طی سال‌های ۱۹۹۱ تا ۲۰۰۰ دریافتند که اندازه شرکت، دارایی‌های مشهود و ریسک تجاری یک شرکت رابطه مثبتی با اهرم آن است، درحالی‌که رشد و سودآوری شرکت با اهرم آن رابطه منفی دارند.

### روش تحقیق

تحقیق حاضر به لحاظ هدف کاربردی، به لحاظ ماهیت توصیفی از نوع همبستگی است. ابزار مورد استفاده در این تحقیق «استفاده از اطلاعات و مدارک موجود» است. در برخی تحقیقات اطلاعاتی که باید به‌عنوان داده موردبررسی و تجزیه و تحلیل قرار گیرند از پیش آماده هستند. بدین‌صورت که محقق به دنبال اطلاعات جدید نیست بلکه می‌تواند نسبت به اطلاعاتی که از قبل جمع‌آوری و تهیه‌شده‌اند، استفاده کند. از مزیت‌های این روش، ارزان بودن اطلاعات و صرفه‌جویی در وقت است. مهم‌ترین مزیت آن امکان ارزیابی روند موضوع موردبررسی در گذشته است که در مطالعات گذشته‌نگر بسیار حائز اهمیت است. به‌منظور گردآوری داده‌های موردنیاز تحقیق از سایت [tsetmc.ir/bourse](http://tsetmc.ir/bourse)، کدال و برنامه‌هایی همچون ره‌آورد نوین استفاده خواهد شد. جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. در تحقیق پیش رو از روش نمونه‌گیری غیر تصادفی هدفمند استفاده گردیده است. شرکت‌هایی با ویژگی‌های زیر از جامعه آماری حذف شده‌اند: شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۸ وارد بورس اوراق بهادار شده‌اند، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک، بیمه و هلدینگ (به دلیل ماهیت متفاوت این شرکت‌ها) و به‌منظور همگن نگه داشتن اطلاعات، شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها غیر از ۱۲/۲۹ است نیز حذف می‌گردند. بر اساس نمونه‌گیری سیستماتیک محذوف درنهایت ۱۳۰ شرکت از ۲۶ صنعت مختلف بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند سپس از طریق سایت کدال گزارش‌های حسابرسی شده این شرکت‌ها استخراج شد. از تحلیل‌های رگرسیونی و روش‌های اقتصادسنجی برای تجزیه و تحلیل داده‌ها استفاده می‌شود. با توجه به ماهیت داده‌ها، یعنی وجود داده‌های مقطعی در طول زمان و همچنین برخی مزایای داده‌های تابلویی، از روش اقتصادسنجی داده‌های تابلویی<sup>۲</sup> جهت برآورد مدل استفاده شده می‌شود. قبل از برآورد مدل نتایج آزمون لیمر لزوم استفاده از داده‌های ترکیبی در مقابل داده‌های تلفیقی تأیید شد و با استفاده از آزمون هاسمن تأیید اثرات تصادفی نشان داده شد. در نهایت نیز مدل مورد بررسی به روش اثرات تصادفی مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. در این راستا نرم‌افزار ایویوز ۹ استفاده شد.

<sup>2</sup> Panel Data

## متغیرهای تحقیق

متغیرهای موردبررسی در این تحقیق شامل دو بخش ساختار سرمایه از طریق اهرم مالی بلندمدت و کوتاهمدت بوده و همچنین از داده‌های سهم مالکیت نهادی و غیر نهادی در گزارش‌های هیئت‌مدیره شرکت‌های موردبررسی در طی سال‌های موردبررسی بوده است.

همچنین متغیرهای توضیح‌دهنده دیگری که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته به شرح زیر است؛ در این پژوهش سودآوری به وسیله نسبت سود خالص به میانگین دارایی‌ها و به صورت زیر سنجیده می‌شود.

$$PROF_{it} = \frac{NI_{it}}{TA_{it}}$$

$PROF_{it}$ : بهره وری شرکت  $i$  در سال  $t$

$NI_{it}$ : سود الص شرکت  $i$  در سال  $t$

$TA_{it}$ : کل دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$

$i$ : هر یک از شرکت‌های نمونه

$t$ : هر یک از سال‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴

در این پژوهش دارایی‌های قابل وثیقه شرکت به وسیله نسبت دارایی‌های ثابت به کل دارایی‌ها و به صورت زیر سنجیده می‌شود.

$$TANG_{it} = \frac{FA_{it}}{TA_{it}}$$

$TANG_{it}$ : دارایی‌های قابل وثیقه شرکت در سال  $t$

$FA_{it}$ : دارایی‌های ثابت شرکت  $i$  در سال  $t$

$TA_{it}$ : کل دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$

$i$ : هر یک از شرکت‌های نمونه

$t$ : هر یک از سال‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳

در این پژوهش اندازه شرکت به وسیله لگاریتم طبیعی کل دارایی‌ها و به صورت زیر سنجیده می‌شود.

$$SIZE_{it} = LN(TA_{it})$$

$SIZE_{it}$ : اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$

$TA_{it}$ : کل دارایی شرکت  $i$  در سال  $t$

$i$ : هر یک از شرکت‌های نمونه

$t$ : هر یک از سال‌ها در دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳

علاوه بر این موارد در این بررسی از متغیر ارزش بازاری سهام هر شرکت نیز استفاده شده است.

## مدل تجربی پژوهش

در این تحقیق از معادله خلاصه شده مورد استفاده سان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، جهت بررسی تأثیر مالیکیت نهادی و غیر نهادی بر ساختار سرمایه استفاده خواهد شد.

$$LEV_{it} = \beta_1 + \beta_2 IOS_{2it} + \beta_3 N\_IOS_{3it} + \beta_4 SIZE_{2it} + \beta_5 PROF_{3it} + \beta_6 TANG_{4it} + \mu_{it}$$

که در آن  $LEV_{it}$  نشان‌دهنده اهرم مالی در دو حالت کوتاه مدت و بلند مدت برای شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $IOS^4$  نشان‌دهنده سهم مالکیت نهادی و  $N\_IOS^5$  سهم مالیکت غیر نهادی است.

<sup>3</sup> Sun et all

## فرضیه‌های تحقیق

**فرضیه اول:** بین مالکیت غیر نهادی و اهرم شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه دوم:** احتمالاً یک شرکت با مالکیت غیر نهادی بالاتر برای تأمین وجوه خارجی، سهام را به وام ترجیح می‌دهد.

**فرضیه سوم:** بین مالکیت نهادی و اهرم مالی شرکت رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه چهارم:** شرکت با مالکیت نهادی احتمالاً برای تأمین وجوه خارجی وام را به سهام ترجیح می‌دهد.

**فرضیه پنجم:** ارزش‌گذاری بازار پررونق (کم رونق) تأثیر مالکیت غیر نهادی بر احتمال انتشار سهام را افزایش (کاهش) می‌دهد.

**فرضیه ششم:** ارزش‌گذاری بازار پررونق (کم رونق) تأثیر مالکیت نهادی بر احتمال انتشار سهام افزایش (کاهش) می‌دهد.

## یافته‌های تحقیق

بر اساس نتایج جدول ۱- نتایج آماره F لیمر استفاده از روش حداقل مربعات تجمیع شده رد شد و لزوم استفاده از داده‌های ترکیبی در مقابل داده‌های تلفیقی تأیید شد.

جدول ۱-آزمون لیمر برای تشخیص الگوی داده‌های ترکیبی یا تلفیقی

آزمون اثرات ثابت	مقدار محاسبه شده F	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اهرم مالی بلند مدت	۴,۰۶	۰/۰۰۰۰	رد $H_0$
مدل اهرم مالی کوتاه مدت	۴,۱۶	۰/۰۰۰۰	رد $H_0$

بر اساس جدول ۲- نتایج آزمون هاسمن حاکی از استفاده از تأیید اثرات تصادفی است. چرا که فرض صفر مبنی بر اثرات تصادفی تایید می‌گردد و احتمال آزمون بیشتر از ۵٪ شده است.

جدول ۲- آزمون هاسمن برای تشخیص الگوی اثرات ثابت یا تصادفی

آزمون هاسمن	مقدار محاسبه شده F	سطح معنی‌داری	نتیجه
مدل اهرم مالی بلند مدت	۱۰,۳۳	۰,۱۱	مدل اثرات تصادفی
مدل اهرم مالی کوتاه مدت	۹,۳۴	۰,۱۵	مدل اثرات تصادفی

## نتایج برآورد مدل بر اساس اثرات تصادفی برای اهرم مالی کوتاه مدت

بر اساس جدول ۳- نتایج نشان می‌دهد که مدل برآوردی از نظر شاخص‌های آماری در وضعیت مناسبی قرار دارد. آماره F بیانگر معناداری کل رگرسیون است. به عبارتی این فرضیه که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می‌توانند صفر باشند رد می‌شود و کل رگرسیون معنی‌دار است.

نتایج تخمین برآورد شده نشان می‌دهد که ضریب رگرسیونی متغیر مالکیت نهادی تأثیر منفی و معنی‌داری بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این برآورد نشان می‌دهد که به ازای هر درصد افزایش در این متغیر به اندازه ۰,۱۹ درصد کاهش معنی‌داری در اهرم مالی وجود دارد. بر این اساس فرضیه مورد بررسی در این تحقیق تایید می‌گردد.

همچنین ضریب رگرسیونی متغیر مالکیت غیر نهادی نیز تأثیر منفی و معنی‌داری بر اهرم مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این برآورد نشان می‌دهد که به ازای هر درصد افزایش در این متغیر به اندازه ۰,۲ درصد کاهش معنی‌داری در اهرم مالی وجود دارد که نشان می‌دهد مالکیت غیر نهادی تأثیر بیشتری در کوتاه مدت بر اهرم مالی دارد.

<sup>4</sup> Institutional Ownership stock

<sup>5</sup>Non- Institutional Ownership stock



در این مورد متغیر سودآوری با توجه به ماهیتی که دارد و همچنین متغیردارایی مشهود (tang) تأثیر منفی و معنی داری بر اهرم مالی کوتاه مدت دارد به نحوی که در این بررسی مقدار احتمال هر دو متغیر کمتر از سطح اطمینان ۵٪ است و فرضیه صفر مبنی بر بی معنی بودن این متغیر را رد می‌کند.

جدول ۳- نتایج برآورد مدل با متغیر وابسته اهرم مالی کوتاه مدت

متغیرهای مستقل	مقدار ضریب	آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob)
IOS	-0.192	-3.327	0.001
N_IOS	-0.205	-3.271	0.001
PROF	-0.079	-2.021	0.044
SIZE	0.005	2.233	0.026
TANG	-0.114	-4.075	0.000
MV	0.878	21.460	0.000
عرض از مبدا	0.099	0.815	0.415
Prob (F-statistic) = ۷.۱D.W=۰/۸۹R <sup>2</sup> = ۰/۰۰۰۰			

#### نتایج برآورد مدل بر اساس اثرات تصادفی برای اهرم مالی بلندمدت

بر اساس جدول ۴- نتایج نشان می‌دهد که مدل برآوردی از نظر شاخص‌های آماری در وضعیت مناسبی قرار دارد. آماره F بیانگر معناداری کل رگرسیون است. به عبارتی این فرضیه که ضرایب متغیرهای مستقل مدل می‌توانند صفر باشند رد می‌شود و کل رگرسیون معنی دار است. همچنین مقدار آماره دوربین واتسن نشان می‌دهد که در بین پسماندهای مدل وجود خودرگرسیونی رد می‌گردد.

نتایج تخمین برآورد شده نشان می‌دهد که ضریب رگرسیونی متغیر مالکیت نهادی تأثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی بلند مدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این برآورد نشان می‌دهد که به ازای هر درصد افزایش در این متغیر به اندازه ۰,۱۷ درصد افزایش معنی داری در اهرم مالی بلند مدت وجود دارد. این مهم به خوبی تایید کننده این مهم است که مالکیت نهادی در تصمیمات ساختار سرمایه در شرکت‌های مورد بررسی تأثیر بسزایی دارد و در کوتاه مدت و بلند مدت موجب تغییر معنی دار در روند ساختار سرمایه را دارد.

همچنین ضریب رگرسیونی متغیر مالکیت غیر نهادی نیز تأثیر مثبت و معنی داری بر اهرم مالی بلند مدت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد. این برآورد نشان می‌دهد که به ازای هر درصد افزایش در این متغیر به اندازه ۰,۱۸ درصد افزایش معنی داری در اهرم مالی وجود دارد که نشان می‌دهد مالکیت غیر نهادی تأثیر بیشتری بر اهرم مالی بلند مدت دارد.

در این مورد متغیر اندازه شرکت تأثیر منفی و معنی داری بر اهرم مالی بلند مدت دارد به نحوی که در این بررسی مقدار احتمال هر دو متغیر کمتر از سطح معناداری ۵٪ است.

جدول ۴- نتایج برآورد مدل با متغیر وابسته اهرم مالی بلند مدت

متغیرهای مستقل	مقدار ضریب	آماره آزمون	ارزش احتمال (Prob)
IOS	0.174	3.085	0.002
N_IOS	0.184	3.008	0.003
PROF	0.044	1.778	0.076
SIZE	-0.005	-2.575	0.010
TANG	0.118	3.967	0.000
MV	0.106	3.076	0.002
عرض از مبدا	-0.055	-0.486	0.627
Prob (F-statistic) = ۸۷.۱D.W=۰/۷۲R <sup>2</sup> = ۰/۰۰۰۰			

## نتیجه‌گیری

تصمیم‌گیری در مورد ساختار سرمایه به معنی تامین مالی شرکت، همچون سایر تصمیم‌های مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است. مدیران به‌عنوان نمایندگان صاحبان سهام، ترکیب ساختار سرمایه شرکت را به‌گونه‌ای تنظیم می‌کنند تا در روند افزایش ارزش شرکت که همانا افزایش ثروت سهام‌داران است، تاثیر مثبت به جای گذارد. لذا تعیین یک ساختار بهینه سرمایه و تامین منابع مالی در شرکت‌ها دارای اهمیت ویژه‌ای است. برای این منظور مدیران باید به‌خوبی از تاثیر متغیرهایی که می‌توانند بر ساختار سرمایه شرکت تاثیر بگذارند، آگاه باشند تا با نگرشی صحیح، اقداماتی آگاهانه و برخاسته از نظریات علمی را در راستای دستیابی به یک ساختار سرمایه بهینه انجام دهند. از سویی دیگر، به‌طور کلی توجه اصلی مسائل مطرح‌شده در هر یک از رویکردها و نظریه‌های ساختار سرمایه بر روی متغیرها و عوامل درونی شرکت‌ها همچون متغیرهای حسابداری، نحوه مدیریت، ترکیب سهامداران و مسائلی از این دست است. در این مقاله به بررسی تاثیر متغیر ساختار نهادی و غیر نهادی بر این ساختار پرداخته شد. نتایج بررسی رگرسیون به شیوه پانل دیتا به خوبی نشان دهنده این مهم است که متغیرهای مالکیت نهادی و غیر نهادی در کوتاه مدت و بلند مدت تاثیر معنی‌داری بر اهرم مالی در کوتاه مدت و بلند مدت دارد. بدین ترتیب بر اساس فرضیات مورد بررسی مالکیت نهادی و غیر نهادی تاثیر معنی‌داری بر ساختار سرمایه در بلند مدت و کوتاه مدت دارد و فرضیه‌های مورد بررسی این تحقیق را تایید می‌نماید. همچنین در این بررسی در سطح اطمینان کمتر از ۵٪ دو متغیر ارزش بازاری شرکت و اندازه شرکت تاثیر مثبت و معنی‌داری را بر اهرم مالی کوتاه مدت دارد بدین ترتیب با افزایش در اندازه شرکت و ارزش بازاری نسبت بدهی‌های کوتاه مدت در آنها افزایش می‌یابد. این نتایج مطابق با نتایج مطالعات سان و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد. همچنین در این بررسی متغیرهای ارزش بازاری شرکت، سودآوری و دارایی مشهود در سطح اطمینان کمتر از سطح ۵٪ تاثیر مثبت و معنی‌داری را بر اهرم مالی بلندمدت دارد. بدین ترتیب با افزایش در اندازه شرکت و ارزش بازاری نسبت بدهی‌های بلندمدت در آنها افزایش می‌یابد. این نتایج مطابق با نتایج مطالعات سان و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد.

## پیشنهاد‌اتکاربندی

با توجه به نتایج تغییرات مالکیت نهادی در ساختار سرمایه در کوتاه مدت و بلندمدت تاثیر معنی‌داری دارد. از این رو پیشنهاد می‌شود مدیران مالی در تصمیم‌های مالی و ترکیب منابع مالی وجوه نقد مورد نیاز، به اثرات منفی این ساختار در کوتاه مدت و آثار مثبت آن در بلند مدت بر ساختار سرمایه توجه ویژه‌ای نشان دهند و روند تغییرات ایجاد شده در این متغیرها را بررسی کنند.

همچنین، می‌توان این‌گونه بیان کرد که متغیرهای دورن سازمانی نیز به مراتب آثار با اهمیت‌تری بر ساختار سرمایه شرکت‌ها خواهند داشت؛ زیرا متغیرهای حسابداری برخاسته از عملیات مالی و فعالیت‌های تجاری یک شرکت هستند که وضعیت مطلوب یا نامطلوب شرکت را می‌تواند به طور موثر و درخور ملاحظه‌ای نمایان کنند. لذا تغییرات در این عوامل باید همراه با کنترل و نظارت مدیران مالی باشد تا در راستای بهبود فعالیت‌های تجاری و اقتصادی در کشور قرار بگیرد.

## منابع

- احمدپور، احمد و سلیمی، امین (۱۳۸۶). «تاثیر صنعت و اندازه بر ساختار سرمایه»، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران «مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز»، دوره بیست و ششم، شماره اول.
- باقرزاده، سعید (۱۳۸۲) «تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات مالی، شماره ۴۲.
- باقرزاده، سعید (۱۳۸۲) «تبیین الگوی ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» تحقیقات مالی، شماره ۴۲.
- بندانی، سودابه (۱۳۹۳) «بررسی تأثیر ساختار مالکیت، ساختار سرمایه و تصمیمات مالی بر ارزش شرکت». پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اراک.
- تهرانی، رضا و رهنما روح اله (۱۳۹۲). تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی. صص ۱۶۵.

حساس یگانه، یحیی، مرادی، محمد، اسکندر، هدی، و (۱۳۷۸)، بررسی رابطه بین سرمایه گذاران نهادی و ارزش شرکت، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۵۲، صص ۱۰۷-۱۲۳.

رحیمیان، نظام الدین، ماهنامه حسابدار سال ۱۶، شمار ۱۴۶.

رسائیان، امیر، رحیمی، فروغ، حنجری، سارا (۱۳۸۹). تأثیر مکانیزم های نظارتی درون سازمانی حاکمیت شرکتی بر سطح نگهداشت وجه نقد در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی، سال دوم، شماره ۴، صص ۱۲۵-۱۴۴.

رهنمای رودپشتی، فریدون (۱۳۸۹) «مبانی مدیریت مالی» چاپ اول، تهران، نشر ترمه.

سینایی، حسنعلی و رضائیان، علی (۱۳۸۴) «بررسی تاثیر ویژگیهای شرکتها بر ساختار سرمایه (اهرم مالی)»، پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، شماره ۱۹.

شرکت تأمین سرمایه امین (۱۳۸۸) «ارزش گذاری سهام»، جلد اول، چاپ دوم، تهران، شرکت انتشارات کیهان.

صفوی، امیر (۱۳۹۱) «مدیریت سرمایه گذاری و ریسک»، چاپ اول، مؤسسه کتاب مهریان نشر.

کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۷۸). «مروری بر نظریه های ساختار سرمایه "مجله حسابدار، سال بیست و سوم، شماره ۱۹۸.

کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر (۱۳۸۷) «بررسی عوامل تعیین کننده ساختار سرمایه: آزمون تجربی نظریه موازنه ایستا در مقابل نظریه سلسله مراتبی» تحقیقات مالی، دوره دهم، شماره ۲۵.

نمازی، محمد، کرمانی، احسان (۱۳۷۸). تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵، شماره ۵۳، صص ۱۰۰-۸۳.

Florackis, C, & Ozkan, A. (2009). Managerial incentives and corporate leverage: evidence from the United Kingdom. *Accounting and Finance*, 49(3), 531-553.

Baker, M, & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57(1), 1-30.

Chen, J. and Strange, R. (2116 ), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from Chinese Listed Companies", *Economic Change and Restructuring*, Vol.38 , pp.11-35.

Damodaran. Aswath (2014), *Applied Corporate Finance*-7-258-294.

Grant Alan Fleming and Richard A. Heary (2005). "Agency cost and ownership structure in Australia" January 2005. *Pacific-Basin Finance Journal* 13(1):29-52.

Huang, G. and Song, F.M. ( 2116), "The Determinants of Capital Structure: Evidence from China", *China Economic Review*, pp.14 -36 .

Lundstrum, L. L. (2009). Entrenched management, capital structure changes and firm value. *Journal of Economics and Finance*, 33(2), 161-175.

Pedersen, T, & Thomsen, S. (2000). Ownership structure and economic performance in the largest European companies. *Strategic Management Journal*, 21(6), 689-705.

Philippe, Gaud. Elion, Jsn. Martin, Hoesli. & Andre, Bender.(2003)"The Cpital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic parel data".university of G evena(HEC). 40 PONT-D' arve.CH-1211 Gevena 4.Switzerland.

Steven Frankforter, Shown Berman, Thomas M.Jones(2002). Boards of directors and shark Repellents: Assessing The value of Agency Theory perspective, *Jornal of management studies*,37(3).

Sun, J., DING, L., Guo, J. M., & Li, Y.(2015).ownership, capital structure and financing decision: Evidence from the UK. *The British Accounting Review*.

Welch, I. (2004). Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, 112(1), 106-1.