



## رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر محسن حمیدیان

استادیار حسابداری دانشگاه آزاد تهران جنوب

سیده مهسا حسینی ولشکلانی ©

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد تهران مرکز

علیرضا عباسی

کارشناسی ارشد حسابرسی دانشگاه پردیس علامه طباطبایی

(تاریخ دریافت: ۱۱ تیر ۱۳۹۷؛ تاریخ پذیرش: ۲۳ مهر ۱۳۹۷)

در این مقاله رابطه بین ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۵ ساله (سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۸۸) و با نمونه انتخابی ۱۰۸ شرکت مورد آزمون و ارزیابی قرار گرفت. فرضیه‌های پژوهش بر اساس مدل ارائه شده، با استفاده از رگرسیون چندگانه مورد آزمون قرار گرفت. برای این منظور مؤلفه ساختار سرمایه به‌عنوان متغیر مستقل، مؤلفه مالکیت مدیریتی به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده و مؤلفه عملکرد شرکت‌ها (نسبت کیوتوبین، بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شد. نتایج این پژوهش نشان داد که با توجه به تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه ساختار سرمایه و شاخص عملکرد شرکت‌ها (نسبت کیوتوبین) را تعدیل می‌کند و این تعدیل مثبت و مستقیم می‌باشد. علاوه بر این آزمون فرضیه‌ها بیانگر این بود که رابطه‌ای بین ساختار سرمایه با بازده حقوق صاحبان سهام (ROE) و نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (B/M) در صورت تمرکز مالکیت مدیریتی وجود ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** ساختار سرمایه، مالکیت مدیریتی، نسبت کیوتوبین، عملکرد شرکت، بازده حقوق صاحبان سهام، ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

## مقدمه

در دنیای امروز ساختار سرمایه به‌عنوان مهم‌ترین پارامتر مؤثر بر ارزش‌گذاری و جهت‌گیری بنگاه‌های اقتصادی در بازارهای سرمایه مطرح می‌باشد که ضمن حفظ و افزایش سودآوری، تداوم فعالیت آن‌ها را تضمین می‌نماید. مسئله ساختار سرمایه در شرکت‌ها و مؤسسات اقتصادی ایران نیز با توجه به جهت سیاست‌های کلان اقتصادی دولت به سمت اقتصاد آزاد و اجرای سیاست‌های اصل ۴۴ قانون اساسی و خصوصی‌سازی و اجرای قانون مالیات بر ارزش‌افزوده و طرح هدفمندی یارانه‌ها به یکی از اساسی‌ترین مسائل روز شرکت‌ها تبدیل شده است. [15]

تصمیم‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها، تصمیم‌هایی هستند که هر دو با آینده‌نگری اتخاذ می‌شوند. در تصمیم‌های تأمین مالی، شرکت وجوه موردنظر را در حال حاضر به کار می‌گیرد تا در آینده بتواند به تعهدات خود در قبال تأمین‌کنندگان منابع مالی عمل کند. در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری، شرکت از بعضی مزایای فعلی به امید تحصیل مزایای بیشتر در آینده چشم‌پوشی می‌کند. [16]

امروزه به دلیل گسترش سازمان‌ها و جدایی مالکیت و مدیریت از یکدیگر و در نتیجه ایجاد تضاد منافع این دو گروه، قوانینی جهت نظارت بر عملکرد مدیران ارشد و حفظ حقوق سهامداران اقلیت مطرح شده که حاکمیت شرکتی نامیده می‌شود. هدف اصلی حاکمیت شرکتی در اقتصاد، بررسی چگونگی انگیزش و اعمال مدیریت در شرکت‌ها به وسیله ساز و کارهای انگیزشی از جمله قراردادها، طراحی‌های سازمانی و قانون‌گذاری است. در بحث حاکمیت شرکتی همواره این سؤال مطرح بوده که چگونه می‌توان زمینه ترقی و تهیج عملکرد بخش مالی، برای مثال صاحبان شرکت‌ها و ارتقای میزان بازدهی مدیران شرکت‌ها را فراهم آورد. [3]

در پژوهش حاضر، رابطه ساختار سرمایه و مالکیت مدیریتی با عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۵ ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۲) ارزیابی می‌شود. در این فصل، ضمن بیان مسئله و ادبیات موضوع، اهمیت و اهداف پژوهش بررسی شده و به روش‌های تجزیه و تحلیل داده‌ها اشاره می‌شود.

## پژوهش‌های خارجی

گوانگ و ژونگ (۲۰۱۴)<sup>۱</sup> [19]؛ در پژوهشی با عنوان «تأثیر ساختار سرمایه و ساختار مالکیت بر عملکرد مالی شرکت‌های ویتنامی»، با استفاده از داده‌های ۱۳۴ شرکت غیرمالی طی دوره ۲۰۰۹-۲۰۱۲ موضوع را مورد بررسی قرار دادند. نتایج حاصل نشان می‌دهد که ساختار سرمایه و عملکرد مالی (بازده دارایی‌ها) رابطه منفی دارند و سطح بالاتری از ساختار مالکیت عملکرد مالی بهتری دارند. همچنین، رابطه‌ای بین مالکیت مدیریتی بر عملکرد مالی یافت نشد.

<sup>1</sup> Quang & Zhong, 2014

ایمبوی و همکاران (۲۰۱۳)؛<sup>۱</sup> به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد عملیاتی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار نیجریه پرداختند. آن‌ها ۲۲۵ شرکت-سال را طی دوره ۲۰۰۵-۲۰۱۱ مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها معیارهای نسبت بدهی بلندمدت، نسبت بدهی کوتاه‌مدت و نسبت کل بدهی را برای ساختار سرمایه و معیارهای بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی‌ها را برای عملکرد عملیاتی در نظر گرفتند؛ همچنین برای آزمون فرضیات خود نیز از روش‌های اقتصادسنجی و رگرسیون ترکیبی استفاده کردند. نتایج حاکی از آن بود که بین نسبت بدهی بلندمدت، نسبت بدهی کوتاه‌مدت و نسبت کل بدهی با بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد و به‌طور کلی بین ساختار سرمایه و عملکرد عملیاتی رابطه منفی و معناداری وجود دارد به عبارتی ساختار سرمایه، عملکرد عملیاتی شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

گزنالس (۲۰۱۳)<sup>۲</sup> [18]؛ پژوهشی تحت عنوان "اثر مالی و عملکرد شرکت" انجام داد. وی بیان می‌دارد که تأثیر خالص اهرم مالی بر عملکرد شرکت نتیجه‌ای از اثرات گوناگون می‌باشد. اگر در ماندگی مالی (که غالباً ساختار سرمایه‌ها نشانگر آن است)، پرهزینه‌تر و بااهمیت‌تر از نقش انضباطی بدهی باشد، شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، مشکلات عملکردی بیشتری خواهند داشت. در مقابل، اگر در ماندگی مالی شرکت را مجبور سازد که کارایی و بهره‌وری عملیاتی خود را به سطحی بالاتر از هزینه‌های در ماندگی مالی گسترش دهد، آنگاه شرکت‌هایی که بدهی‌های بیشتری دارند، عملکرد بهتری خواهند داشت.

آبورب (۲۰۱۲)<sup>۳</sup> [19]؛ در پژوهش خود به بررسی تأثیر ساختار سرمایه بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار فلسطین در طی سال‌های ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ پرداخت، که ۲۸ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. در این پژوهش، پنج معیار شامل؛ بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، سود هر سهم، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و نسبت کیوتوبین به‌عنوان معیارهای حسابداری و بازار ارزیابی عملکرد شرکت و همچنین به‌عنوان متغیرهای وابسته، چهار معیار ساختار سرمایه کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، ساختار سرمایه‌های بلندمدت به کل دارایی‌ها، نسبت کل بدهی به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل حقوق صاحبان سهام به‌عنوان معیارهای ساختار سرمایه و همچنین به‌عنوان متغیرهای مستقل انتخاب شدند. نتایج به‌دست‌آمده حاکی از آن بود که ساختار سرمایه تأثیر مثبتی بر معیارهای ارزیابی عملکرد دارد.

غفورخان (۲۰۱۲)<sup>۴</sup> [17]؛ به بررسی رابطه تصمیمات ساختار سرمایه با عملکرد شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار کراچی (پاکستان) پرداخته، وی برای نمونه ۳۶ شرکت بخش فنی مهندسی را طی سال‌های ۲۰۰۹-۲۰۰۳ مورد بررسی قرار داده است. متغیر وابسته این پژوهش شامل کیوتوبین، بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، حاشیه سود ناخالص می‌باشد. همچنین متغیر مستقل این

<sup>1</sup> Ebimobowei, 2013

<sup>2</sup> Gonzales 2013

<sup>3</sup> Aburub 2012

<sup>4</sup> Ghafoor Khan 2012

پژوهش شامل ساختار سرمایه کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، ساختار سرمایه بلندمدت به کل دارایی‌ها، ساختار سرمایه کل به کل دارایی‌ها و متغیر کنترلی اندازه شرکت می‌باشد. نتایج نشان داد بین اهرم مالی اندازه‌گیری شده توسط بدهی کوتاه‌مدت به کل دارایی و کل بدهی به کل دارایی‌ها با بازده دارایی‌ها، حاشیه سود ناخالص و کیوتوبین رابطه منفی قابل توجهی وجود دارد. رابطه بین اهرم مالی و بازده حقوق صاحبان سهام منفی، اما ناچیز است و همچنین اندازه دارایی، با کیوتوبین رابطه منفی و معنادار و با بازده دارایی و حاشیه سود ناخالص رابطه کم اهمیتی دارد.

نواز و همکاران (۲۰۱۱)<sup>۱</sup>[21]؛ به بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت در بخش نساجی پاکستان پرداختند. آنان در نهایت ارتباطی قابل توجه و مثبتی بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت یافتند.

منداسی و گاماس (۲۰۱۰)<sup>۲</sup>[20]؛ در پژوهشی تحت عنوان "تمرکز مالکیت، مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت: شواهدی از ترکیه" به این نتیجه رسیدند که مالکیت در ترکیه بسیار متمرکز می‌باشد و تمرکز مالکیت اثر مثبت و معناداری بر ارزش و سودآوری شرکت دارد.

فلوراکیس و همکاران (۲۰۰۸)<sup>۳</sup>[23]؛ در پژوهشی، رابطه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد نمونه بزرگی از شرکت‌های انگلیسی را در بازه ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۴ با استفاده از رویکرد تخمین نیمه پارامتریک تعیین نمودند. نتایج تجربی پژوهش، حاکی از وجود تأثیر هم تراز اولیه بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها بوده و زمانی که سطوح مالکیت مدیریتی کمتر از ۱۵ درصد است، اما در سطوح مالکیت مدیریتی متوسط یا بالا، ارتباط قوی بین دو عامل مشاهده نشده است.

هو و ژو (۲۰۰۸)<sup>۴</sup>[22]؛ تأثیر مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت‌های چینی را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که شرکت‌هایی دارای مالکیت مدیریتی خوبی هستند که مدیران آن شرکت‌ها دارای سهام متعلق به خود نباشد. همچنین بررسی‌ها مشخص نمود که بین مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های چینی رابطه غیر خطی وجود دارد.

### پژوهش‌های داخلی

آقایی و کاظم پور (۱۳۹۳) [1]؛ پژوهشی با هدف بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. برای اندازه‌گیری عملکرد شرکت از شاخص کیوتوبین و برای اندازه‌گیری ساختار سرمایه از اهرم بدهی استفاده نمودند. همچنین، به جهت آزمون فرضیه پژوهش، ۱۰۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را از سال ۱۳۸۶ الی ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار دادند. نتیجه تحقیق نشان داد که ساختار سرمایه تأثیر مثبت و معناداری بر روی عملکرد شرکت‌ها می‌گذارد.

<sup>1</sup> Nawaz.et al 2011

<sup>2</sup> Mandaci & Gumus 2010

<sup>3</sup> Florakis.et al 200۸

<sup>4</sup> Hu & Zhou 2008

انصاری و همکاران (۱۳۹۴) [4]: پژوهشی با هدف بررسی هم‌زمان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. در راستای پژوهش انجام شده، اطلاعات مالی مربوط به ۹۷ شرکت بورسی که اطلاعات آن‌ها در طی دوره‌ی زمانی پژوهش (۱۳۸۰-۱۳۸۹) در دسترس بود، با استفاده از رویکرد معادلات ساختاری مورد تجزیه و تحلیل قرار دادند. مدل‌سازی معادلات ساختاری این امکان را به پژوهشگر می‌دهد که معادلات رگرسیونی را به‌طور هم‌زمان آزمون نمود. نتایج حاصل از این پژوهش نشان می‌دهد که بازده سهام، سودآوری، ساختار دارایی‌ها، رشد مورد انتظار، اندازه‌ی شرکت و نوع صنعت بر ساختار سرمایه تأثیرگذار می‌باشد و عوامل مؤثر بر بازده سهام شامل ساختار سرمایه، سودآوری، تکانه‌ی قیمت سهام و ارزش شرکت است. همچنین یافته‌های پژوهش حاکی از وجود ارتباط متقابل بین ساختار سرمایه و بازده سهام است؛ به‌گونه‌ای که بازده سهام طبق تئوری زمان بندی بازار بر ساختار سرمایه تأثیر منفی و ساختار سرمایه طبق رابطه‌ی مستقیم ریسک و بازده بر بازده سهام تأثیر مثبت داشته است.

احمدپور و همکاران (۱۳۹۱) [2]: پژوهشی تحت عنوان "تأثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی صنعت خودرو و قطعات)". به این منظور ۳۰ شرکت فعال در این حوزه در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ مورد مطالعه قرار گرفتند. متغیرهای مستقل پژوهش شامل: تمرکز حاکمیت، استقلال هیات مدیره، نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی، دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره و وجود حسابرس داخلی و متغیر وابسته ساختار سرمایه است که از تقسیم بدهی بلندمدت بر سرمایه شرکت به دست می‌آید. نتایج حاصل از پژوهش بیانگر این موضوع است که میان تمرکز حاکمیت و نسبت حضور سرمایه‌گذاران نهادی و دوگانگی نقش رئیس هیات مدیره با ساختار سرمایه شرکت‌ها رابطه معکوس وجود دارد. همچنین میان وجود حسابرس داخلی با ساختار سرمایه مثبت وجود دارد. در ضمن نتایج حاصل از این پژوهش رابطه معناداری را میان متغیر استقلال هیات مدیره با ساختار سرمایه نشان نداده است.

قالیباف اصل و عبدالملکی (۱۳۹۳) [8]: پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط بین عملکرد و نامتقارنی اطلاعات با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" طی دوره زمانی ۹۱-۷۹ انجام دادند. با توجه به شرایط نمونه‌گیری و اعمال محدودیت‌ها ۶۰ شرکت نمونه‌ی آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهد. در این پژوهش از نسبت بدهی برای ساختار سرمایه به منزله‌ی متغیر مستقل و از معیار  $bid - Ask spread$ ، طبق مدل ونکاتش و چیانگ، برای نامتقارنی اطلاعات و از معیارهای کیوتوبین، بازده سهام و نسبت  $P/E$  برای عملکرد شرکت به منزله‌ی متغیرهای وابسته استفاده شده است. برای تخمین آزمون مدل از رگرسیون تلفیقی و نرم افزارهای اکسل و ای ویوز استفاده شد. نتایج نشان دهنده‌ی رابطه‌ی معنادار تمامی متغیرهای مستقل پژوهش با متغیر وابسته است. جمع بندی سه فرضیه‌ی اول نشان می‌دهد، عملکرد با ساختار سرمایه رابطه معنادار دارد. همچنین، طبق فرض چهارم بین نامتقارنی اطلاعات و ساختار سرمایه رابطه‌ی مثبت و معنادار وجود دارد.

معین الدین و همکاران (۱۳۹۳) [10]؛ پژوهشی تحت عنوان "بررسی تاثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. بازه زمانی آنها از سال ۱۳۸۲ تا سال ۱۳۸۸ می‌باشد. درصد مالکیت اعضای هیئت مدیره، درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی، نسبت حضور مدیران غیر موظف در هیئت مدیره، دوگانگی وظیفه مدیر عامل، اندازه هیئت مدیره، وجود حسابرسان داخلی و وجود حسابرسان مستقل از جمله مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی در نظر گرفته شده در این پژوهش هستند. ساختار سرمایه نیز شامل ساختار سرمایه‌های کوتاه‌مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ساختار سرمایه‌های بلند مدت بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام، ساختار سرمایه‌های کوتاه‌مدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و ساختار سرمایه‌های بلندمدت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام می‌باشد. ارزش شرکت نیز با نسبت کیوتوبین سنجیده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که حاکمیت شرکتی نقش میانجی در رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت ندارد و همچنین بین حاکمیت شرکتی با ارزش بازار شرکت و ساختار سرمایه رابطه معناداری وجود دارد.

رحیمیان و همکاران (۱۳۹۲) [5]؛ پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط انحنایی ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" انجام دادند. نمونه مورد استفاده در این مطالعه، مشتمل بر ۱۰۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۸۹ است و برای آزمون فرضیه‌ها از رگرسیون استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر وجود ارتباط یو (U) شکل ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. سعیدی و شیرینی قهی (۱۳۹۱) [7]؛ به بررسی تاثیر ساختار مالکیتی بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش ساختار مالکیتی به‌عنوان متغیر مستقل و نسبت کیوتوبین (معیار عملکرد مالی شرکت‌ها) به‌عنوان متغیر وابسته و معیار اندازه‌گیری عملکرد در نظر گرفته شده است. آنها در پژوهش خود از داده‌های ۹۳ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۷ استفاده نمودند. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی با اثرات ثابت نشان داد که رابطه‌ای بین انواع مختلف مالکیت و عملکرد وجود ندارد، لیکن در روش رگرسیون تعمیم یافته رابطه خطی معنی داری و معکوس بین دارندگان بیش از ۵٪ سهام شرکت‌ها و عملکرد آن به دست آمد و تاثیر دیگر شاخصه‌های ساختار مالکیت یعنی میزان مالکیت سهامداران حقیقی، حقوقی و بزرگترین سهامدار بر عملکرد شرکت تایید نشد.

سجادی و همکاران (۱۳۹۰) [6]؛ در پژوهشی به بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت‌های بورسی پرداختند. آنها در پژوهش خود از داده‌های ۷۶ شرکت برای دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۸۳ استفاده نمودند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد که بین ساختار سرمایه‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها با نرخ بازدهی دارایی رابطه‌ی منفی و معنی داری وجود دارد. اما، بین ساختار سرمایه (ساختار سرمایه‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها، ساختار سرمایه‌های کوتاه‌مدت به کل دارایی‌ها و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها) و عملکرد شرکت (بازدهی حقوق صاحبان سهام و

حاشیه سود ناخالص) رابطه‌ی معنی‌داری وجود ندارد. به بیان دیگر، در شرایط عادی انتخاب ساختار سرمایه تاثیر اندکی یا هیچ تاثیری بر روی عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ندارد.

احمدوند و همکاران (۱۳۹۰) [12]؛ در این مقاله رابطه بین شاخص مالکیت مدیریتی به‌عنوان یکی از مکانیزم‌های حاکمیت شرکتی و معیار عملکردی شرکت‌های داروسازی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ را مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش، ابتدا تاثیر متغیر مستقل مالکیت مدیریتی بر دو متغیر پاسخ نسبت کیوتوبین (یکی از معیارهای عملکردی شرکتها) و ساختار سرمایه به‌طور مجزا بررسی شده و سپس فاکتورهای کنترلی دیگر به مدل رگرسیونی خطی اضافه شده‌اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که متغیر مستقل مالکیت مدیریتی تاثیر مثبت اما ضعیف بر هر دو متغیر پاسخ داشته است. از متغیرهای کنترلی وارد شده در مدل، متغیرهای تمرکز مالکیت و بازده دارایی‌ها تاثیر مثبت بر متغیر پاسخ نسبت کیوتوبین داشته‌اند در حالی که متغیر کنترلی اندازه شرکت بر این متغیر پاسخ، تاثیر منفی دارد. متغیر کنترلی تمرکز مالکیت بر متغیر پاسخ ساختار سرمایه اثر مثبت داشته در حالی که متغیرهای کنترلی بازده دارایی‌ها و اندازه شرکت بر این متغیر پاسخ، تاثیر منفی داشته‌اند.

محمدی و همکاران (۱۳۸۹) [9]؛ اثر ساختار مالکیت بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۶ مورد بررسی قرار دادند که یافته‌های پژوهش حاکی از وجود رابطه مثبت خطی و معنادار بین دو عامل تمرکز مالکیت و بازدهی شرکت‌ها و عدم وجود هر گونه رابطه معنادار بین مالکیت متمرکز و ارزش شرکت‌ها بوده است.

نمازی و کرمانی (۱۳۸۷) [11]؛ تاثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را برای سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۶ بررسی کردند. نتایج پژوهش بیانگر رابطه مثبت و معنادار بین مالکیت نهادی و عملکرد شرکت، رابطه معنادار و منفی مالکیت شرکتی و عملکرد است. مالکیت مدیریتی به صورت معنادار و منفی بر عملکرد تاثیر می‌گذارد و در مورد مالکیت خارجی اطلاعاتی که بیانگر مالکیت سرمایه‌گذاران خارجی در شرکت‌های نمونه آماری باشد، مشاهده نگردید. در مالکیت خصوصی نیز بهتر است مالکیت عمده در اختیار سرمایه‌گذاران شرکتی باشد. بطور کلی بین ساختار مالکیت شرکت‌ها و عملکرد آن‌ها رابطه معناداری مشاهده شده است.

### روش پژوهش

این پژوهش را بر مبنای هدف، از نوع کاربردی و بر مبنای ماهیت و روش، از نوع توصیفی-همبستگی میتوان به حساب آورد.

### جامعه آماری، نمونه آماری و روش نمونه‌گیری

قلمرو مکانی پژوهش حاضر، بورس اوراق بهادار تهران است. قلمرو زمانی مورد مطالعه از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ می‌باشد.

به منظور افزایش قدرت مقایسه نمونه با جامعه، انتخاب با استفاده از روش غربال و با توجه به معیارهای زیر انجام می شود:

- ۱- شرکتهایی که تا قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- شرکتهایی که از سال ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ در بورس تهران حضور داشته باشند.
  - ۳- شرکتهایی که پایان سال مالی آنها پایان اسفند ماه باشند.
  - ۴- شرکتهایی که تغییر سال مالی نداشته باشند.
  - ۵- شرکتهایی که داده‌های مورد نظر آنها در دسترس باشند.
  - ۶- شرکتهایی که جزء بانکها و مؤسسه‌های مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، شرکت‌های هلدینگ، بانکها و لیزینگ) نباشند.
- در نهایت پس از در نظر گرفتن معیارهای بالا و طی مراحل مذکور تعداد ۱۰۸ شرکت واجد شرایط جامعه آماری پژوهش شدند.

#### متغیرهای پژوهش

##### متغیرهای مستقل

**ساختار سرمایه:** این متغیر نشان می دهد که چه سهمی از دارایی های شرکت از محل بدهی ها و چه سهمی از آن از محل حقوق صاحبان سهام تامین شده است، که برابر است با نسبت کل بدهی یا اهرم مالی. بر اساس رابطه ذیل، ساختار سرمایه شرکت‌ها از تقسیم مجموع بدهی ها بر مجموع دارایی های شرکت محاسبه خواهد شد:

$$\text{اهرم مالی} = \frac{\text{جمع بدهی‌ها}}{\text{جمع دارایی‌ها}}$$

##### متغیر تعدیل کننده

**مالکیت مدیریتی:** این متغیر به صورت مجموع درصد سهام هر یک از اعضای هیات مدیره در شرکت محاسبه می شود که برابر است با:

$$\text{مالکیت مدیریتی} = \frac{\text{تعداد سهام هیئت مدیره}}{\text{تعداد سهام منتشره}}$$

##### متغیر وابسته

۱. **نسبت کیوتوبین (QT):** یکی از ابزارهای اندازه گیری عملکرد شرکت‌ها می باشد که از تقسیم مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری بدهی ها بر ارزش دفتری کل دارایی ها حاصل می شود.

$$\text{نسبت کیوتوبین} = \frac{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام} + \text{ارزش دفتری بدهیها}}{\text{ارزش دفتری کل داراییها}}$$



۲. **بازده حقوق صاحبان سهام (EOR):** نسبت مالی فوق میزان کارایی شرکت در خلق سود خالص برای سهامداران را بررسی می‌نماید. در واقع این نسبت بیان می‌نماید که بنگاه اقتصادی به ازاء یک ریال سرمایه گذاری سهامداران به چه میزان سود خالص برای آنها کسب می‌نماید. بر این اساس رابطه محاسباتی فوق به صورت زیر می‌باشد:

$$\text{بازده حقوق صاحبان سهام} = \frac{\text{سود خالص}}{\text{حقوق صاحبان سهام}}$$

۳. **نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (M/B):** از تقسیم مجموع ارزش بازار سهام بر مجموع ارزش دفتری سهام بدست می‌آید. ارزش بازار سهام عبارتست از: ضرب آخرین قیمت بازار سهام هر شرکت مربوط به پایان سال مالی، در تعداد سهام آن شرکت. ارزش دفتری سهام عبارتست از: ارزش ثبت شده حقوق صاحبان سهام در تاریخ ترازنامه (رضایی و گرکز، ۱۳۹۲).

$$M/B = \frac{\text{مجموع ارزش بازار سهام}}{\text{مجموع ارزش دفتری سهام}}$$

#### متغیرهای کنترلی:

۱. **اندازه شرکت:** لگاریتم طبیعی مجموع دارایی های شرکت در پایان دوره مالی.
۲. **عمر شرکت:** لگاریتم تعداد سالهای پذیرش در بورس.
۳. **نسبت جاری:** نسبت دارایی جاری به بدهی جاری می‌باشد که توانایی شرکت در بازپرداخت تعهدات کوتاه مدت را اندازه گیری می‌کند. مقدار بالای این نسبت، توانایی شرکت را در بازپرداخت تعهدهای نشان می‌دهد در حالیکه اگر این نسبت کمتر از یک باشد نشان دهنده این است که شرکت توانایی پرداخت تعهدهایش را ندارد.
۴. **مالکیت نهادی:** مجموع سهام در اختیار بانک ها و بیمه ها، هلدینگ ها، شرکت های سرمایه گذاری، صندوق بازنشستگی، شرکت های تامین سرمایه و صندوق های سرمایه گذاری، سازمان های و نهادهای دولتی و شرکت های دولتی بر کل سهام منتشره شرکت تقسیم می‌شود. که در صد یا میزان مالکیت نهادی بدست می‌آید. نتایج پژوهش های حاکی از آن است که حضور سهامداران نهادی می‌تواند نقش اساسی در کاهش عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سرمایه گذاران بیرونی داشته باشد.

#### مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل های رگرسیونی چند متغیره زیر استفاده خواهد شد. که به صورت زیر می‌باشد:

**فرضیه اصلی اول:**

با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و عملکرد شرکت را تعدیل می کند.

مدل مورد استفاده در فرضیه اصلی:

$$PR_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه فرعی اول:

با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت کیوتوبین را تعدیل می کند.

مدل مورد استفاده در فرضیه فرعی اول:

$$QT_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه فرعی دوم:

با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می کند.

مدل مورد استفاده در فرضیه فرعی دوم:

$$ROE_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه فرعی سوم:

با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام را تعدیل می کند.

مدل مورد استفاده در فرضیه فرعی سوم:

$$M/B_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$$

PR: عملکرد شرکتها

QT: نسبت کیوتوبین

ROE: بازده حقوق صاحبان سهام

M/B: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام

DEB: نسبت کل بدهی

OWN: مالکیت مدیریتی

SIZE: اندازه شرکت

AGE: عمر شرکت

INS: مالکیت نهادی

CR: نسبت جاری

### آمار توصیفی داده های پژوهش

برای بررسی مشخصات عمومی و پایه ای متغیرها (سری ها) جهت برآورد و تخمین الگو (مدل) و تجزیه و تحلیل دقیق آن ها، برآورد آماره های توصیفی مربوط به متغیر ها لازم است. به وسیله این مشخصات می توان دیدی کلی در مورد مقادیر هر یک از متغیر ها بدست آورد. میانگین داده ها نشان دهنده آن است که در صورت منظم کردن داده ها روی یک محور دقیقاً در نقطه تعاملی یا مرکز ثقل توزیع قرار می گیرد. میانه نشان دهنده این است که ۵۰٪ داده ها کمتر از عدد وسط و ۵۰٪ داده ها بیشتر از عدد وسط مجموعه هستند. نزدیک بودن میانگین و میانه، تقارن داده ها را نشان می دهد. انحراف معیار و واریانس پراکندگی داده ها را نشان می دهد.

جدول ۱: آمار توصیفی داده های پژوهش

شرح متغیر	متغیر	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل
کیوتوبین	QT	۱/۶۰۷	۱/۲۸۸	۱۴/۷۷	۰/۰۴۷
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۲۲۵	۰/۲۴۵	۱/۶۵۱	-۱/۹۴۷
نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	M/B	۱/۶۸۶	۱/۵۰۱	۱۲/۴۰	-۱۲/۱۰
نسبت بدهی	DEB	۰/۶۸۵	۰/۶۳۰	۸/۹۰۴	۰/۰۱۷
مالکیت مدیریتی	OWN	۶۶/۲۷	۷۲/۶۷	۹۹/۱۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۵/۸۸۲	۵/۸۰۹	۸/۰۱۴	۳/۷۴۶
مالکیت نهادی	INS	۴۴/۲۱	۳۹/۷۶	۹۹/۱۹	۰/۰۰۰
نسبت جاری	CR	۳/۹۰۵	۱/۲۴۱	۸۰/۰۷	۰/۱۷۳
عمر شرکت	AGE	۱/۱۳۳	۱/۱۷۶	۱/۶۵۳	۰/۴۷۷

  

شرح متغیر	متغیر	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کسیدگی	تعداد مشاهدات
کیوتوبین	QT	۱/۲۰۷	۶/۳۲۱۴۷۱	۵۹/۸۲۵۵۴	۵۴۰
بازده حقوق صاحبان سهام	ROE	۰/۳۷۹	-۱/۹۷۴۱۷۶	۱۳/۰۹۳۶۳	۵۴۰
نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام	M/B	۲/۰۷۹	-۰/۹۲۲۰۹۱	۱۵/۳۱۷۷۱	۵۴۰
نسبت بدهی	DEB	۰/۶۳۳	۹/۲۴۳۹۵۵	۱۱۱/۱۴۲۹	۵۴۰
مالکیت مدیریتی	OWN	۲۲/۶۶	۰/۸۴۷۰۲۷	۲/۸۵۴۹۵۷	۵۴۰
اندازه شرکت	SIZE	۰/۶۹۰	۰/۶۷۸۷۹۸	۳/۹۴۵۳۳۵	۵۴۰

تعداد مشاهدات	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی	انحراف معیار	متغیر	شرح متغیر
۵۴۰	۱/۵۹۷۸۰۸	۰/۲۱۹۳۱۰	۳۱/۳۶	INS	مالکیت نهادی
۵۴۰	۲۸/۳۰۷۳۱	۴/۳۸۰۳۹۴	۷/۹۴۶	CR	نسبت جاری
۵۴۰	۲/۵۰۷۷۲۰	۰/۰۹۶۸۹۸	۰/۲۱۹	AGE	عمر شرکت

## یافته های پژوهش

## آزمون فرضیه اول پژوهش

فرضیه فرعی اول: با توجه به تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت کیوتوبین را تعدیل می کند.

فرضیه فرعی اول بیان می کند که بین نسبت کل بدهی و نسبت کیوتوبین رابطه معنی داری وجود دارد. بر مبنای فرضیه فوق نتایج حاصل از فرضیه فوق با استفاده از روش EGLS در جدول زیر ارائه گردیده است:

جدول ۲: آزمون فرضیه فرعی اول پژوهش

نسبت کیوتوبین (QT)						
$QT_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$						
نتیجه	VIF	Prob	آماره t	ضرایب	نماد متغیر	متغیر
-	-	۰/۳۹۷۲	۰/۸۴۷۵۱۴	۰/۴۸۰۲۵۳	$\beta_0$	عرض از مبدا
تایید	۱/۱۳۶	۰/۰۰۰۰	۹/۵۳۵۷۵۲	۱/۲۵۶۴۹۷	DEB	نسبت کل بدهی
تایید	۱/۰۵۴	۰/۰۰۷۲	-۲/۷۰۱۸۲۸	-۰/۰۰۴۳۹۴	OWN	مالکیت مدیریتی
تایید	-	۰/۰۳۶۶	۲/۰۹۷۰۰۰	۰/۰۰۳۴۴۲	DEB*OWN	بسیب کل بدهی * مالکیت مدیریتی
رد	۱/۱۰۸	۰/۸۴۰۳	-۰/۲۰۱۶۷۱	-۰/۰۲۲۷۲۸	SIZE	اندازه شرکت
تایید	۱/۱۰۸	۰/۰۲۴۲	۲/۲۶۱۲۷۶	۰/۵۵۴۳۴۵	AGE	عمر شرکت
رد	۱/۰۵۹	۰/۰۵۲۶	-۱/۹۴۳۶۵۸	-۰/۰۰۱۴۹۶	INS	مالکیت نهادی
تایید	۱/۰۸۰	۰/۰۰۰۵	-۳/۵۲۷۸۶۰	-۰/۰۰۸۱۵۴	CR	نسبت جاری
۲/۰۳۱۲۲۶		دوربین - واتسون (D-W)		۰/۹۲۱۷۱۱	ضریب تعیین ( $R^2$ )	
۴۳/۸۹۱۱۷ (۰/۰۰۰۰۰)		آماره F (Prob. F)		۰/۹۰۰۷۱۱	ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj. R^2$ )	

با توجه به سطح معناداری به دست آمده که سطح معنی‌داری آن کمتر از (۵ درصد) است، لذا معنی‌داری مدل تایید می‌شود.

### نتیجه آزمون فرضیه فرعی اول

فرضیه فرعی اول بیان می‌کند که بین نسبت کل بدهی و نسبت کیوتوبین رابطه معنی‌داری وجود دارد. با توجه به جدول ۲، مقدار ضریب، آماره تی استیودنت و مقدار سطح معنی‌داری برای فرضیه فرعی اول، به ترتیب برابر ۰/۰۰۳۴۹۴ و ۲/۰۹۷۰۰۰ و ۰/۰۳۶۶ هستند. از آنجا که سطح معنی‌داری کمتر از ۵٪ می‌باشد، نتایج بدست آمده نشان دهنده این است که فرض صفر رد و فرض مقابل مبنی بر وجود رابطه معنادار بین نسبت بدهی و نسبت کیوتوبین سهام پذیرفته می‌شود. با توجه به علامت ضریب و آماره تی استیودنت، نوع رابطه مثبت و مستقیم می‌باشد.

### آزمون فرضیه دوم پژوهش

فرضیه فرعی دوم: با توجه به تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می‌کند.

جدول ۳: آزمون فرضیه فرعی دوم پژوهش

بازده حقوق صاحبان سهام (ROE)						
$ROE_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$						
نتیجه	VIF	Prob	آماره t	ضرایب	نماد متغیر	متغیر
-	-	۰/۹۲۵۸	-۰/۰۹۳۱۴۵	-۰/۰۱۷۲۱۴	$\beta_0$	عرض از مبدا
رد	۱/۱۳۶	۰/۵۷۸۰	۰/۵۵۶۷۳۱	۰/۰۲۱۲۴۶	DEB	نسبت کل بدهی
رد	۱/۰۵۴	۰/۰۶۱۳	-۱/۸۷۶۰۴۲	-۰/۰۰۰۷۴۸	OWN	مالکیت مدیریتی
رد	-	۰/۹۳۳۳	۰/۰۸۳۸۰۲	۰/۰۰۰۰۳۹	DEB*OWN	بسیب کل بدهی * مالکیت مدیریتی
تایید	۱/۱۰۸	۰/۰۰۰۰	۷/۰۶۹۴۹۰	۰/۲۵۸۱۹۱	SIZE	اندازه شرکت
تایید	۱/۱۰۸	۰/۰۰۰۰	-۱۳/۹۱۰۹۱	-۱/۰۹۷۶۰۳	AGE	عمر شرکت
رد	۱/۰۵۹	۰/۳۷۶۶	۰/۰۸۸۵۰۱۷	۰/۰۰۰۱۴۹	INS	مالکیت نهادی
رد	۱/۰۸۰	۰/۰۹۲۳	-۱/۶۸۷۰۶۱	-۰/۰۰۱۳۹۶	CR	نسبت جاری
۲/۲۴۰۸۳۷		دوربین - واتسون (D-W)		۰/۸۴۸۳۶۲	ضریب تعیین ( $R^2$ )	
۲۰/۸۵۷۳۰ (۰/۰۰۰۰۰)		آماره F (Prob. F)		۰/۸۰۷۶۸۸	ضریب تعیین تعدیل شده ( $Adj. R^2$ )	

## نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه دوم ما بیان می کند که مالکیت مدیریتی رابطه بین نسبت بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می کند که با توجه به همین جدول مقدار ضریب، آماره تی استیودنت و مقدار سطح معنی داری برای متغیر تعدیل کننده، به ترتیب ۰/۰۰۰۰۳۹، ۰/۰۸۳۸۰۲ و ۰/۹۳۳۳ می باشد و از آنجایی که سطح معنی داری آن بیشتر از ۵٪ می باشد، بنابراین فرض صفر (با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل نمی کند) پذیرفته می شود.

## آزمون فرضیه سوم پژوهش

فرضیه فرعی سوم: با توجه به تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام را تعدیل می کند

## جدول ۴: آزمون فرضیه فرعی سوم پژوهش

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام (M/B)						
$M/B_{it} = \beta + \beta_1 DEB_{it} + \beta_2 OWN_{it} + \beta_3 DEB_{it} \times OWN_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 AGE_{it} + \beta_6 INS_{it} + \beta_7 CR_{it} + \varepsilon_{it}$						
نتیجه	VIF	Prob	آماره t	ضرایب	نماد متغیر	متغیر
-	-	۰/۲۷۷۷	۱/۰۸۶۸۰۸	۱/۰۸۲۳۶۶	$\beta_0$	عرض از مبدا
رد	۱/۱۳۶	۰/۲۱۶۱	۱/۲۳۸۶۷۵	۰/۲۷۶۵۷۷	DEB	نسبت کل بدهی
تایید	۱/۰۵۴	۰/۰۱۳۲	-۲/۴۸۸۱۴۶	-۰/۰۰۶۹۶۶	OWN	مالکیت مدیریتی
رد	-	۰/۱۷۳۵	-۱/۳۶۳۲۷۸	-۰/۰۰۳۶۰۴	DEB*OWN	بسیب کل بدهی * مالکیت مدیریتی
رد	۱/۱۰۸	۰/۷۵۵۱	۰/۳۱۲۰۷۰	۰/۰۶۱۸۱۸	SIZE	اندازه شرکت
رد	۱/۱۰۸	۰/۱۰۹۷	۱/۶۰۲۶۹۷	۰/۷۱۹۱۸۶	AGE	عمر شرکت
رد	۱/۰۵۹	۰/۱۳۹۰	-۱/۴۸۲۳۹۲	-۰/۰۰۲۲۳۸	INS	مالکیت نهادی
رد	۱/۰۸۰	۰/۰۶۷۷	-۱/۸۳۱۹۱۳	-۰/۰۰۹۳۶۴	CR	نسبت جاری
۲/۰۱۹۲۴۹		دوربین - واتسون (D-W)		۰/۷۶۷۵۵۸	ضریب تعیین ( $R^2$ )	
۱۲/۳۱۰۶۴ (۰/۰۰۰۰۰)		آماره F (Prob. F)		۰/۷۰۵۲۰۹	ضریب تعیین تعدیل شده (Adj. $R^2$ )	

### نتیجه آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه سوم ما بیان می‌کند که مالکیت مدیریتی رابطه بین نسبت بدهی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را تعدیل می‌کند که با توجه به همین جدول مقدار ضریب، آماره تی استیودنت و مقدار سطح معنی داری برای متغیر تعدیل کننده، به ترتیب ۰/۰۰۳۶۰۴، -۱/۳۶۳۲۷۸ و ۰/۱۷۳۵ می‌باشد و از آنجایی که سطح معنی داری آن بیشتر از ۵٪ می‌باشد، بنابراین فرض صفر (با توجه به وجود تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را تعدیل نمی‌کند) پذیرفته می‌شود.

جدول ۵: خلاصه نتایج پژوهش

متغیرهای وابسته				متغیر مستقل		متغیر تعدیل کننده
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری		بازده حقوق صاحبان سهام				
نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	نوع رابطه	نتیجه	
---	رد	---	رد	مثبت	تایید	ساختار سرمایه

جدول ۶: خلاصه نتایج فرضیه‌های پژوهش

نتیجه	فرضیه‌ها	ردیف
تایید	در صورت تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و کیوتوبین را تعدیل می‌کند	۱
رد	در صورت تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و بازده حقوق صاحبان سهام را تعدیل می‌کند.	۲
رد	در صورت تمرکز مالکیت مدیریتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین بدهی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام را تعدیل می‌کند.	۳

### پیشنهادات پژوهش

#### پیشنهادات کاربردی

با عنایت به فرضیه اول، نظر به این که در صورت تمرکز مالکیتی، مالکیت مدیریتی رابطه بین نسبت بدهی و نسبت کیوتوبین را تعدیل می‌کند و رابطه از نوع مثبت و مستقیم می‌باشد به مالکان شرکت‌هایی که تمرکز مالکیت در آن‌ها وجود دارد پیشنهاد می‌گردد که نسبت به افزایش بدهی و ایجاد حداکثر سود برای سهامداران اقدام نمایند، زیرا انگیزه سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی با تمرکز مالکیت به دلیل اعتماد سهامداران به حضور مالکان به وجود می‌آید که میل سرمایه‌گذاری در این نوع شرکت‌ها را در آن‌ها افزایش می‌دهد، بنابراین فرصت مناسبی برای مدیران هست تا از طریق ساختار سرمایه مناسب در جهت بهبود عملکرد شرکت گام بردارند و از آنجایی که مالکیت مدیریتی یکی از ساز و کارهای حاکمیت شرکتی

است بنابراین در جهت کاهش تضاد ذی نفعان عمل می کند و می تواند موجب بهبود عملکرد شرکت می گردد.

### پیشنهادات برای پژوهش های آتی

با توجه به مستندات ارائه شده در متن مقاله موارد زیر به عنوان پیشنهادهایی به منظور انجام پژوهش های آتی در ارتباط با موضوع پژوهش حاضر ارائه می گردد.

۱. بررسی رابطه بین شاخص مالکیت مدیریتی بر عملکرد شرکت ها با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی دیگر از قبیل متغیرهای اجتماعی، سیاسی و ...
۲. مطالعه تاثیر نوع صنعت بر روی روابط ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها.
۳. بررسی اثر مالکیت سهام خانوادگی بر عملکرد شرکت ها.
۴. بررسی سایر جوانب تمرکز مالکیت مانند بررسی اثر تمرکز مالکیت بر روی عواملی چون مدیریت سود، کیفیت سود و ریسک با استفاده از معیارهای بیرونی و درونی عملکرد.
۵. نمونه آماری این پژوهش شامل تمام صنایع بوده است، پیشنهاد می شود در پژوهش های دیگر این پژوهش به تفکیک انواع صنعت انجام شود.

### فهرست منابع

۱. آقای، محمدعلی؛ کاظم پور، مرتضی. (۱۳۹۳). "بررسی رابطه بین ساختار سرمایه و عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". همایش بین المللی مدیریت، تهران، موسسه سفیران فرهنگی مبین
۲. احمدپور، احمد؛ جعفری صمیمی، احمد و گل محمدی، حمزه. (۱۳۹۱). "تاثیر متغیرهای حاکمیت شرکتی بر ساختار سرمایه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران (مطالعه موردی صنعت خودرو و قطعات)". **مطالعات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱.
۳. احمدوند، علی محمد؛ کامران راد، صدیقه و کامران راد، رضا. (۱۳۹۰). "رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت های داروسازی". **پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی**، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۶۱-۱۴۳.
۴. انصاری، عبدالمهدی؛ یوسف زاده، نسرين و زارع، زهرا. (۱۳۹۴). "بررسی هم زمان عوامل مؤثر بر ساختار سرمایه و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، سال سوم، شماره ۲۵.
۵. احمدوند، علی محمد؛ کامران راد، صدیقه و کامران راد، رضا. (۱۳۹۰). "رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت های داروسازی".
۶. رحیمیان، نظام الدین؛ توکل نیا، اسماعیل و تیرگری، مهدی. (۱۳۹۲). "بررسی ارتباط انحنای ساختار سرمایه با عملکرد و ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، سال ۶، شماره ۱۹، صص ۶۷-۷۹.
۷. سجادی، سید حسین؛ محمدی، کامران و عباسی، شعیب. (۱۳۹۰). "بررسی تاثیر انتخاب ساختار سرمایه بر روی عملکرد شرکت های بورسی". **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، سال سوم، شماره نهم، صص ۳۸-۱۹.
۸. سعیدی، علی؛ شیرینی قهی، امیر. (۱۳۹۱). "ساختار مالکیت و عملکرد شرکت ها: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، سال ۵، شماره ۱۸، صص ۱۷۲-۱۵۳.



۹. قالیباف اصل، حسن؛ عبدالملکی، زهرا. (۱۳۹۳). "بررسی ارتباط بین عملکرد و نامتقارنی اطلاعات با ساختار سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی**، دوره ۲، شماره ۲، صص ۷۸-۵۹
۱۰. محمدی، شاپور؛ قالیباف اصل، حسن و مشکلی، مهدی. (۱۳۸۹). "بررسی اثر ساختار مالکیت (تمرکز و ترکیب) بر بازدهی و ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". دوره ۱۱، شماره ۲۸
۱۱. معین الدین، محمود؛ اردکانی، سعید؛ فاضل یزدی، علی و زین الدینی میمند، لیلی. (۱۳۹۳). "بررسی تاثیر نظام حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ساختار سرمایه و ارزش شرکت با رویکرد مدلسازی معادلات ساختاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری**، سال ۳، شماره ۹، صص ۱۰۱
۱۲. نمازی، محمد؛ کرمانی، احسان. (۱۳۸۷). "تأثیر ساختار مالکیت بر عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران". **فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۵۳، صفحه ۸۳ تا ۱۰۰
۱۳. احمدوند، علی محمد؛ کامران راد، صدیقه و کامران راد، رضا. (۱۳۹۰). "رابطه مالکیت مدیریتی و عملکرد شرکت‌های داروسازی". **پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی**، سال سوم، شماره دهم، صص ۱۶۱-۱۴۳
۱۴. رضایی، نواب؛ گرکز، منصور. (۱۳۹۳). "اثر تغییرات سرمایه در گردش بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری". **فصل نامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی**، سال اول، شماره ۳، صص ۱۸۸-۹۹
15. Aburub, N. (2012). "Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Palestine Stock Exchange". **Journal of Money, Investment and Banking**, No. 23, pp.109-117
16. Douglas, V.S (2005). «Capital structure and the control of management.
17. Fama, E., and French K. (1992). "The Cross-Section of Expected Stock Returns". **Journal of Finance** 2.427
18. Ghafoor Khan .A. (2012), "The relationship of capital structure decisions with firm performance: A study of the engineering sector of Pakistan". **International Journal of Accounting and Financial Reporting**. Vol. 1, No. 9, pp.245-262
19. Gonzalez, V. M. (2013). "Leverage and corporate performance: Internationalevidence". **International Review of Economics and Finance**, Vol. 25, pp. 169-184.
20. Quang, D ., Zhong, W . (2014). "The Impact of Ownership Structure and Capital Structure on Financial Performance of Vietnamese Firms". **International Business Research**; Vol. 7, No. 2
21. Mandaci, P., Gumus.G. (2010). "Ownership Concentration. Managerial ownership and firm performance: Evidence form trkey". **Dol:102478/v10033-010-0005-4**.
22. Nawaz, A. Rizwan, A. and Naseem, M. A. (2011). "Relationship between Capital Structure and Firms Performance: A Case of Taxtile Sector in Pakistan". **Global Business and Management Research: An International Journal**, Vol. 3 Nos. 3 & 4. Pp. 270-275.
23. Hu, Y., X. Zhou, (2008), " The performance effect of managerial ownership: Evidence from China". **Journal of Banking & Finance**, No 32. 2099–2110.
24. Florackis, C. (2008), Agency costs and corporate governance mechanisms: Evidence for UK firms, **International Journal of Managerial Finance**, 4: pp 37 – 59.



## **Relation Capital Structure and Managerial Ownership with Firm Performance In the Tehran Stock Exchange`s Listed Companies**

**Mohsen Hamidian (PhD)**

Assistant professor of accounting Islamic Azad University, South Tehran Branch, Iran

**Seiedeh Mahsa Hosseini Veleshkolaiy<sup>1</sup>©**

M.A, ccounting, Islamic Azad University, Central Tehran Branch, Iran

**Alireza Abbasi**

M.A, Auditing, Allameh Tabatabai University, Iran

(Received: 2 July 2018; Accepted: 15 October 2018)

In this thesis, the relationship between capital structure and management ownership and the companies listed in Tehran Stock Exchange was tested and evaluated for a period of 5 years (2009-2013) with a sample of 108 companies. The research hypothesis was tested based on the proposed model, using multiple regressions. For this purpose, the component of capital structure was considered as the independent variable, the component of management ownership as a moderating variable and the component of corporate performance as the dependent variable (Tobin's Q ratio, the return on shareholder's equity and the ratio of stock market value to book value of shareholder's equity).

The results showed that due to the concentration of management ownership, the management ownership will moderate the relationship between capital structure and corporate performance index (Tobin's Q ratio) and this adjustment is a direct and positive. Additionally testing hypotheses suggest that there is no relationship between the relationship between capital structure and the return on shareholder's equity (ROE) and the ratio of stock market value to book value of shareholder's equity (M/B) because of managerial ownership concentration.

**Keywords:** Capital Structure,, Management Ownership, Tobin's Q ratio, Company Performance, Return on Shareholder's Equity, Stock Market Value to Book Value of Shareholder's Equity.

---

<sup>1</sup> Hosseini\_2008@yahoo.com (Corresponding Author)